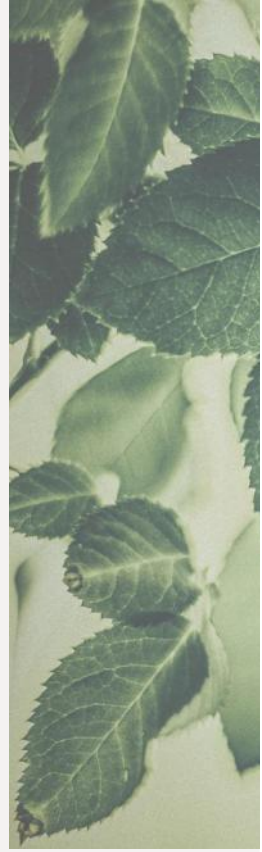


AALBORG UNIVERSITET



# VÆRDIANSÆTTELSE AF H&M DANMARK

HD-R, AFSLUTTENDE PROJEKT

AF RIKKE JUL H. CHRISTIANSEN & MARIE HAUDRUM JAKOBSEN

VEJLEDER: ALLAN DAMGAARD

*MAJ 2023*

## Indholdsfortegnelse

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| Abstract .....                            | 5  |
| 1. Indledning .....                       | 6  |
| 1.2 Virksomhedsbeskrivelse .....          | 6  |
| 2. Problemstilling .....                  | 7  |
| 2.2 Problemformulering .....              | 8  |
| 3. Afgrænsning .....                      | 8  |
| 4. Metode .....                           | 9  |
| 5. Teori .....                            | 10 |
| 6. Strategiske analyser .....             | 11 |
| 6.1 Porters 5 forces .....                | 11 |
| 6.1.1 Konkurrencesituationen .....        | 11 |
| 6.1.2 Kunder .....                        | 13 |
| 6.1.3 Leverandører .....                  | 15 |
| 6.1.4 Substituerende produkter .....      | 16 |
| 6.1.5 Nye konkurrenter .....              | 17 |
| 6.1.6 Kritik af Porters 5 forces .....    | 18 |
| 6.1.7 Delkonklusion .....                 | 18 |
| 6.2 PESTEL-analyse .....                  | 19 |
| 6.2.1 Politiske forhold .....             | 19 |
| 6.2.2 Økonomiske forhold .....            | 21 |
| 6.2.3 Sociale og kulturelle forhold ..... | 23 |
| 6.2.4 Teknologiske forhold .....          | 24 |
| 6.2.5 Miljømæssige forhold .....          | 24 |
| 6.2.6 Lovgivningsmæssige forhold .....    | 25 |
| 6.2.7 Kritik af PESTEL .....              | 26 |
| 6.2.8 Delkonklusion .....                 | 26 |
| 7. Porters værdikæde .....                | 27 |
| 7.1 Primære aktiviteter .....             | 27 |
| 7.1.2 Indgående logistik .....            | 27 |
| 7.1.3 Produktion .....                    | 28 |
| 7.1.4 Udgående logistik .....             | 29 |
| 7.1.5 Marketing og salg .....             | 29 |

|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| 7.1.6 Service.....                                                 | 30 |
| 7.2 Støtteaktiviteter .....                                        | 30 |
| 7.2.1 Virksomhedens infrastruktur.....                             | 30 |
| 7.2.2 Menneskelige ressourcer .....                                | 31 |
| 7.2.3 Teknologisk udvikling.....                                   | 31 |
| 7.2.4 Indkøb .....                                                 | 32 |
| 7.3 Kritik af værdikæden.....                                      | 32 |
| 7.4 Delkonklusion .....                                            | 32 |
| 8. SWOT.....                                                       | 33 |
| 9. Regnskabsanalyse.....                                           | 34 |
| 9.1 Regnskabskvalitet.....                                         | 35 |
| 9.1.1 Reformulering af balance .....                               | 35 |
| 9.1.2 Reformulering af resultatopgørelse .....                     | 36 |
| 9.2 Rentabilitetsanalyse.....                                      | 37 |
| 9.2.1 Profitabilitetsanalyse.....                                  | 37 |
| 9.2.1.1 Egenkapitalens forrentning (ROE).....                      | 37 |
| 9.2.1.2 Afkastningsgraden - Return on invested capital, ROIC ..... | 38 |
| 9.2.1.3 Overskudsgraden - Operating Profit Margin, EBIT% .....     | 39 |
| 9.2.1.4 Capital Turnover .....                                     | 40 |
| 9.2.1.5 Aktivernes omsætningshastighed.....                        | 41 |
| 9.2.2 Gearing.....                                                 | 42 |
| 9.2.2.1 Financial Cost Ratio .....                                 | 42 |
| 9.2.2.2 Financial Structure Ratio .....                            | 43 |
| 9.2.2.3 Financial Leverage Multiplier .....                        | 44 |
| 9.2.2.4 TAX effect ratio .....                                     | 44 |
| 9.2.3 Soliditetsgrad .....                                         | 45 |
| 9.2.4 Likviditetsgrad.....                                         | 46 |
| 10. Budgettering .....                                             | 47 |
| 10.1 Omsætning .....                                               | 48 |
| 10.2 Vareforbrug .....                                             | 48 |
| 10.3 Andre eksterne omkostninger .....                             | 49 |
| 10.4 Personaleomkostninger.....                                    | 49 |
| 10.5 Andre driftsindtægter .....                                   | 50 |
| 10.6 Afskrivninger.....                                            | 50 |

|                                                                           |    |
|---------------------------------------------------------------------------|----|
| 10.7 Finansielle poster .....                                             | 51 |
| 10.8 Skat og EBIT (Driftsresultat) .....                                  | 51 |
| 10.9 Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser .....                     | 52 |
| 10.10 Varebeholdninger .....                                              | 53 |
| 10.11 Varekreditorer .....                                                | 53 |
| 10.12 Investeringer .....                                                 | 54 |
| 10.13 Øvrige poster .....                                                 | 54 |
| 11. Værdiansættelse .....                                                 | 55 |
| 11.1 Værdiansættelse efter DCF-metoden .....                              | 55 |
| 11.1.1 Step 1 - Fastlæggelse af kapitalomkostninger: .....                | 55 |
| 11.1.2 Step 2 - Fastlæggelse af egenkapitalomkostningen .....             | 56 |
| 11.1.2.1 Step 2.1 - Den risikofrie rente .....                            | 56 |
| 11.1.2.2 Step 2.2 - Estimering af beta .....                              | 57 |
| 11.1.2.3 Step 2.3 - Risikopræmie .....                                    | 57 |
| 11.1.2.4 Step 2.4 - Beregning af ejernes afkastkrav, Cost of Equity ..... | 57 |
| 11.1.3 Step 3 - Fastlæggelse af fremmedkapitalomkostningen .....          | 58 |
| 11.1.3.1 Step 3.1 - Den gennemsnitlige gældsrente .....                   | 58 |
| 11.1.3.2 Step 3.2 - Den effektive skatteprocent .....                     | 58 |
| 11.1.3.3 Step 3.3 - Fremmedkapitalomkostningen .....                      | 58 |
| 11.1.4 Step 4 - Beregning af WACC .....                                   | 58 |
| 11.1.5 Step 5 - Beregning af det frie cash flow og DCF-metoden .....      | 59 |
| 11.1.6 Step 6 - DCF-metoden .....                                         | 60 |
| 11.1.6 Kritik af DCF .....                                                | 61 |
| 12. Følsomhedsanalyse .....                                               | 61 |
| 13. Konklusion .....                                                      | 62 |
| 14. Litteraturliste .....                                                 | 64 |
| 15. Bilag .....                                                           | 71 |
| 15.1 Bilag 1 .....                                                        | 71 |
| 15.2 Bilag 2 .....                                                        | 74 |
| 15.3 Bilag 3 .....                                                        | 75 |
| 15.4 Bilag 4 .....                                                        | 75 |
| 15.5 Bilag 5 .....                                                        | 76 |

## **Abstract**

The purpose of this project is to assess the value of the Danish part of the public limited company H&M, Hennes & Mauritz AB by calculating the valuation of the company as of November 30th, 2021.

In recent years the world has been hit by various crises, including COVID-19 and the war in Ukraine. These crises have caused high inflation and a weakening of economic growth. At the same time, there is an increasing focus on sustainability as a result of the major climate changes. For that reason, it will be interesting to examine how the aforementioned factors affect the Danish part of the H&M Group, as well as what the value of H&M Denmark is in the light of the current crises.

H&M is a Swedish company that produces and sells clothes, shoes, accessories and interiors. The company has its main office in Sweden and has about 155.000 employees in 78 different countries. 102 of the stores are in Denmark.

The assessment of the value is based on strategic - and financial analysis. Based on the conclusions from the strategic and financial analysis it is possible to make a budget for the future development of the company. The valuation of the company will be calculated by using the Discounted Cash Flow model, which will give a valid valuation. The strategic analysis has shown that the clothing industry is a high-intensity industry with many providers, which is influenced by many external factors such as political conditions. However, H&M has managed to differentiate itself strongly on their low prices, which has meant that they have made it through times of crisis as consumers can still afford to pay for the company's products. Nevertheless, the financial analysis has shown a decline in revenue. This is due to the Covid-19 and digitalisation, which has resulted in an increase in online sales. The onlinesale is not included in H&M Denmark's accounts, but takes place in the consolidated financial statements, which is why H&M Denmark's results are negatively affected by this.

The valuation of H&M Denmark resulted in DKK 44.158.735,6, however the valuation is affected by a certain sensitivity due to subjective inputs since it wasn't possible to set up an interview with the company. The value of H&M Denmark is additionally negatively affected

by the fact that H&M Denmark's revenue has been declining in recent years - and will continue to fall due to online sales, which revenue is not included in H&M Denmark's accounts.

## **1. Indledning**

Verden er i forandring. Corona-krise, krig, inflation og klimaforandringer er blot nogle af de store overskrifter, som har fyldt i hverdagen de seneste år, og som stadig fylder i hverdagen. Corona-krisen satte for alvor verdensøkonomien på prøve, og da man endelig troede, at man nogenlunde var kommet på den anden side af denne krise, erklærede den russiske præsident Vladimir Putin krig mod sit naboland, Ukraine. Ruslands invasion af Ukraine har ikke kun haft stor menneskelig betydning for Ukraines indbyggere og land, men det har også påvirket landets økonomi. Faktisk er hele verdens økonomi påvirket heraf. Krigen har nemlig midlertidigt medført store prisstigninger og svækket væksten globalt. Alt dette sker samtidig med, at kloden befinder sig i en alvorlig klimakrise. En global opvarmning er i gang, og det medfører mere ekstreme vejrforhold, som man skal tage seriøst. I skrivende stund har senest et stort jordskælv i Tyrkiet kostet tusinder mennesker livet.

Alt det ovenstående kan umuligt undgå at påvirke de enkelte virksomheder i verden - heriblandt også den svenske virksomhed H&M Hennes & Mauritz AB. H&M Hennes & Mauritz AB (herefter omtalt som H&M) er en børsnoteret svensk virksomhed, som primært forhandler tøj. Det er en verdensomspændende kæde, som har gjort sit indtryk på mange markeder rundt omkring i verden. Herunder også det danske marked.

Hvordan påvirker de nyere tids kriser i verden en global virksomhed som H&M - med fokus på H&M Danmark - økonomisk og konkurrencemæssigt, og hvordan forholder virksomheden sig til bæredygtighed i en verden med fokus på klimaforandringer? Hvad er værdien af H&M Danmark set i lyset af nutidens inflation og økonomiske forhold? Dette er blot nogle af de spørgsmål, der kunne være interessante at undersøge i denne case omhandlende virksomheden H&M Danmark.

### **1.2 Virksomhedsbeskrivelse**

Hvad er H&M? H&M står for Hennes & Mauritz. Det er et svensk tøjfirma, som blev grundlagt i 1947 af svenskeren Erling Persson. Erling startede dengang firmaet med udgangspunkt i, at

det skulle være en dametøjsbutik, hvorfra navnet Hennes opstod, men i midten af 1960'erne kom herretøjet til, hvoraf navnet Mauritz fulgte med. I dag tilbyder virksomheden et bredt udvalg af produkter, herunder dametøj, herretøj, graviditetstøj, børnetøj, babytøj, makeup og ting til hjemmet. H&M Danmark drives af Karen Marie O'Rourke.

H&M producerer og sælger deres modeprodukter, som befinder sig i en forholdsvis billig prisklasse (1 - Hennes & Mauritz), hvilket er med til at de fanger en bred vifte af forbrugere. Deres forretningsidé er "*Mode og kvalitet til bedste pris*" (2 - The H&M Way).

I 1970'erne blev virksomheden noteret på børsen i Stockholm (2 - The H&M Way). Virksomheden er i dag til stede i en masse lande globalt set. Ekspansionen startede allerede i 1960'erne, hvor den første butik uden for Sverige blev åbnet i Norge, efterfulgt af en butik i Danmark. I 1970'erne fik man den første butik uden for Skandinavien, da en butik i London blev åbnet. I 80'erne og 90'erne ekspanderede virksomheden til lande som Tyskland, Holland, Belgien, Østrig, Luxembourg, Finland og Frankrig, hvorefter man i 2000'erne fik åbnet butikker i USA og i Asien (2 - The H&M Way). H&M havde i 2021 globalt set 155.000 medarbejdere og 4.465 butikker fordelt i 78 lande (3 - Investors), hvoraf 102 af butikkerne er placeret i Danmark.

Udover de fysiske butikker sælger virksomheden også sine produkter online. Denne udvikling begyndte for alvor at tage fart i 2006 (2 - The H&M Way), da H&M begyndte at få succes med online salg. Siden da har de udviklet en app, hvorfra man kan købe virksomhedens produkter, som især var til stor succes under corona-krisen. Det er dog fortsat salget i butikkerne, som udgør den største del af koncernens samlede salg i Danmark (4 - Årsregnskabet 2020/21). Online salg indgår dog ikke i H&M Danmarks regnskaber, men kun i selve koncernregnskabet.

Selve H&M Group består af flere brands herunder COS, Weekday, Monki og Cheap Monday.

## 2. Problemstilling

Vi ønsker at undersøge, hvorvidt vi på baggrund af brug af relevant teori og modeller, samt en beregning af en værdiansættelse kan belyse markedsværdien for H&M Danmark.

H&M er børsnoteret på den svenske børs med baggrund i regnskabstallene for hele koncernen. Det er vores formål med opgaven at beregne værdien af H&M Danmark på baggrund af de danske regnskabstal for virksomheden og eksterne forhold.

I denne opgave vil der blive foretaget strategiske analyser, for at belyse de interne og eksterne faktorer, som virksomheden H&M influeres af, og som af den grund har indvirkning på beregningen af værdiansættelsen. Analyserne vil ydermere blive brugt til at konkludere på nedenstående problemformulering.

## 2.2 Problemformulering

Ud fra ovenstående problemstilling vil følgende blive undersøgt:

- **Hvad er den teoretiske værdiansættelse af H&M Danmark pr. 30. november 2021?**
  - Hvordan er konkurrencesituationen i branchen?
  - Hvordan påvirkes H&M af de kriser som verden på nuværende tidspunkt er påvirket af - både interne og eksterne forhold?
  - Hvordan har udviklingen været for H&M Danmark økonomisk-set de seneste fem år?
  - Hvilken beregnet værdi har H&M på baggrund af analyserne?

## 3. Afgrænsning

Denne case bliver primært udarbejdet på baggrund af H&Ms regnskab for den danske del af koncernen i perioden 2016/2017 til 2020/2021, som i skrivende stund er det seneste udarbejdet regnskab. Således er opgaven afgrænset til at omhandle en 5-årig periode. Regnskabet for 2021/2022 som eventuelt er blevet offentliggjort efter 01.04.2023 er ikke behandlet i opgaven, grundet afleveringsfristen på denne opgave. Ligeledes vil andet informationssøgning efter 01.04.2023 ikke være medtaget i rapporten, da vi efter denne dato er stoppet med yderligere informationssøgning.

Opgaven vil ydermere blive afgrænset fra at særskilt omhandle de brands, som H&M Group også er forhandler af, såsom Arket, COS, & Other Stories m.fl., til trods for, at de indgår i



H&Ms regnskab. Fokuset vil således være på H&M, og analyserne vil blive lavet på baggrund af dette brand og de virksomheder, som vi ser netop dette brand være i konkurrence med.

H&M ses ikke som værende i direkte konkurrence med mange virksomheder på det danske marked, da der ikke er mange virksomheder, som tilbyder kunderne det samme sortiment i lignende kvalitet og prisklasse som H&M. Dette vil blive beskrevet nærmere under afsnit 6.1.1 (positioneringskort).

En af H&Ms tætteste konkurrenter er virksomheden Bestseller, som i vores udarbejdede positioneringskort under afsnit 6.1.1 også vil blive set som en samlet virksomhed, til trods for de også har flere forskellige brands under sig med forskelligt produktsortiment. Således har vi i dette afsnit valgt at afgrænse os fra de øvrige brands under Bestseller.

Opgaven vil være afgrænset fra udenlandske virksomheder, som ikke har fysiske butikker på det danske marked, hvilket også udmønter sig i det udarbejdede positioneringskortet i opgaven.

#### **4. Metode**

Opgaven vil primært blive udarbejdet på baggrund af sekundære data. Dette skyldtes, at H&M er en børsnoteret virksomhed, hvorfor der findes store mængder af offentligt tilgængelige data vedrørende virksomheden. Af samme årsag ønsker H&M ikke at deltage i skoleprojekter, hvorfor det ikke har været muligt for os at opsætte et interview. Vi fik følgende svar, da vi skrev til dem online:

*“Tak for Jeres interesse i H&M. Vi deltager ikke i skoleopgaver, men I kan finde en masse information om H&M Group via hjemmesiden. Held og lykke med projektet”. (se Bilag 2)*

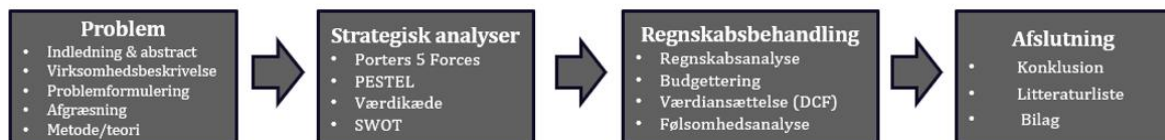
Ydermere har vi forsøgt at kontakte butikschefen i H&M Randers. Hun havde dog ikke den nødvendige kompetence til at besvare de ønskede spørgsmål, som ellers ville kunne have tilført opgaven yderligere værdi. Til trods herfor bestræbes opgaven stadig på at blive besvaret på baggrund af data, som er dokumenteret og således besidder en høj validitet. Med det menes, at vi benytter relevante kilder til at måle det, vi gerne vil måle, og at vi udelukkende bruger metoder og modeller fra undervisningen, hvormed disse vurderes at have den rette relevans til besvarelse af vores problemformulering. Vi kritiserer ligeledes vores anvendte modeller, hvilket er med til at sikre validiteten, da vi laver konklusioner på, om vi måler det, vi ønsker at måle. Der er ydermere fokus på en høj reliabilitet, som handler om, hvor sandsynligt det er, at andre vil kunne komme frem til de samme konklusioner som os. Reliabiliteten sikres ved at

bruge anerkendte modeller og tilgængelige data og ved at tydeliggøre, hvordan vores fremgangsmåde i opgaven har været.

Der anvendes i opgaven store mængder kvantitative data - blandt andet i form af H&M Danmarks regnskaber. Kvantitativt data anvendes om forhold, som kan måles. Dette bruges også i forbindelse med statistikker over stigningen i bomuldspriser under PESTEL m.m. Kvalitative data anvendes i form af diverse artikler, som giver os indsigt i interne og eksterne forhold, der vedrører virksomheden. De anvendte kilder citeret af flere omgange, hvilket igen sikrer validiteten i opgaven. Kvalitative data omhandler også interviews, men som nævnt ovenfor har det desværre ikke været muligt for os at opsætte et interview med nogle fra H&M.

## 5. Teori

Strukturen i opgaven vil følge nedenstående punkter:



*Tabel 1 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie*

Som ovenstående illustration viser, vil projektet indledningsvis starte ud med at få defineret den problemstilling, som forsøges at blive afdækket på baggrund af afgrænsninger og særligt udvalgte metoder, hvormed problemformulering analyseres og besvares.

Efterfølgende analyseres H&M med udgangspunkt i strategiske analyser, som både belyser de interne - og eksterne faktorer, som har indvirkninger på virksomhedens gøren i tøjbranchen. De eksterne analyser er Porters 5 forces og PESTEL, mens Porters værdikæde er en intern analyse. De nævnte analysemodeller bliver slutteligt samlet op i en udarbejdet SWOT-analyse, som synliggør virksomhedens stærke og svage sider, samt hvilke muligheder og trusler, som H&M skal være opmærksomme på. Modellerne vil blive beskrevet og kritiseret under de enkelte analyser.

Herefter kommenteres der på virksomhedens regnskabstal set over perioden 2016/17 til 2020/21. Analysen vil belyse, hvordan H&M økonomiske udvikling har været igennem den valgte periode, samt begrunde, hvad der har ligget til grund for eventuelle udsving. Som efterfølger til regnskabsanalysen udarbejdes et budget for en 5-årig periode. Budgettering

danner grundlaget for DCF-analysen, som netop bruges til at udregne værdiansættelsen af virksomheden. Værdiansættelsen vil blive fulgt op af en følsomhedsanalyse, for at synliggøre, hvor følsom værdiansættelsen er, såfremt man justerer på visse faktorer. Slutteligt vil der være en opsamling i form af en konklusion på afhandlingen.

## **6. Strategiske analyser**

### **6.1 Porters 5 forces**

Til at analysere konkurrencesituationen i tøj- og modebranchen benyttes analysemodellen Porters Five Forces. Modellen er med til at afdække den økonomiske attraktivitet i branchen samt, hvor stærk en position virksomheden har i branchen.

Modellen er opbygget efter fem konkurrencekræfter. Disse kræfter kan have enten en positiv eller negativ indflydelse på, hvordan konkurrenceintensiteten i branchen forholder sig. Kræfterne vil blive analyseret, hvorefter der gives en konklusion på, hvorvidt konkurrencesituationen er profitabel eller ej.

#### **6.1.1 Konkurrencesituationen**

Der er stor konkurrence i tøjbranchen, og alle kæmper om at være danskernes foretrukne. Det kan være en svær branche at overleve i, da det primært er de store aktører, der tager fokus. Efter den verdensomspændende corona-krise har flere virksomheder fået øjnene op for nethandel i stedet for kun at drive en fysisk butik, hvilket har været med til at øge konkurrencesituationen og ændre markedsvilkårene.

Til at analysere konkurrencesituationen i branchen kigges der også på konkurrenceformen, som er et udtryk for graden af konkurrence på markedet. Konkurrenceformen kan identificeres ud fra antal udbydere, og om der er tale om et homogent - eller heterogent marked. Med det menes, om kunderne har præferencer på markedet eller ej. Tøjbranchen er et marked, hvor der er mange forskellige udbydere, samt et marked, hvor forbrugerne har holdninger og præferencer til produkterne, hvorfor det defineres som værende et heterogent marked (5 - marked, økonomisk begreb). H&M befinder sig derfor på et monopolistisk marked. Når der er tale om et monopolistisk marked betyder det også at intensiteten i konkurrencen øges markant, fordi der er mange virksomheder i tæt konkurrence med hinanden, som alle kæmper om markedsandele

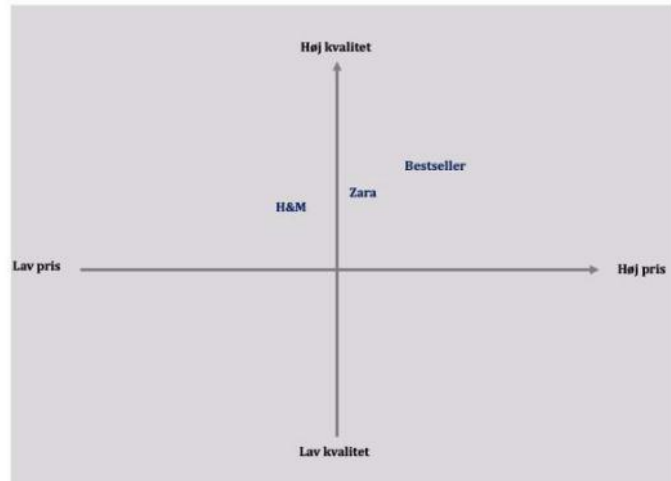
og om at være forbrugernes foretrukne. Der er derfor mange differentieringsmuligheder indenfor branchen for tøj, hvilket også er med til at gøre, at prisen bliver en afgørende faktor for forbrugeren. Udover prisen kan parametre som design og kvalitet være med til at give konkurrencemæssige fordele, og er ligeledes parametre, hvorpå virksomhederne kan differentiere sig fra hinanden. H&M har valgt pris som den afgørende strategiske variabel. Det vil sige, at virksomheden er pris-tilpasser, fordi de igennem deres prissætning er med til at afgøre, hvor meget virksomheden sælger. Ved et monopolistisk marked vil man typisk se en faldende afsætningskurve. Med det menes, at hvis prisen sænkes, hæves afsætningen - og omvendt. H&M kan derfor direkte påvirke deres afsætning ved at sænke - eller hæve priserne. Virksomhederne i en så tæt konkurrence bliver derfor også mere prisfølsomme, da de ikke kan regulere prisen særlig meget, før forbrugerne går over til konkurrenterne.

H&M har netop skabt et brand, som er verdenskendt indenfor tøj i en lav prisklasse - og de formår derfor at stå stærkt på markedet trods de mange udbydere. Deres prisniveau er nemlig fastsat lavere end de fleste konkurrenters prisniveau. Der er således ikke mange andre udbydere i direkte konkurrence med H&M, som tilbyder de samme lave priser til den samme brede målgruppe. H&Ms produkter henvender sig til en bred målgruppe, idet de både har produkter til herrer og damer, og til babyer, børn og voksne. Udover tøj sælger de også accessories, interiør og beauty-produkter, hvilket giver dem et både bredt - og dybt sortiment.

Som nævnt under afgrænsning har H&M ikke mange direkte konkurrenter, da der ikke er mange virksomheder, som har så bredt et sortiment, som H&M. Virksomhedens tætteste konkurrenter er virksomheder som den spanske virksomhed *Zara*, og den danske virksomhed *Bestseller*. Disse to virksomheder har også fysiske butikker i Danmark - ligesom H&M har -, og de tilbyder ligeledes produkter i nogenlunde samme produktkategorier som H&M, samt i nogenlunde samme prisklasse. Virksomheden Bestseller tilbyder produkter i samme produktsortiment som H&M, men produkterne er fordelt ud på flere forskellige butikker, brands og prisgrupper, og man vil derfor ikke kun finde det samme brede produktsortiment som H&M, ved at gå ind i én enkelt butik. Den spanske virksomhed Zara, som også har butikker i hele verden, bevæger sig i samme retning som H&M. Zara tilbyder også tøj til alle aldersgrupper, samt beauty- og interiørprodukter, i næsten samme prisklasse, og produkterne kan findes i én og samme butik. Til at tydeliggøre, hvordan Zara, Bestseller og H&M adskiller sig fra hinanden, udarbejdes et positioneringskort. Et positioneringskort er et kort med en x- og y-akse, som kan give et

overblik over, hvordan H&M og dets konkurrenter ligger sammenlignet med hinanden ud fra forskellige parametre (6 - Positioneringskort). Dette positioneringskort er opbygget ud fra parametrene *kvalitet* og *pris*, og som det ses i nedenstående positioneringskort er H&M den af sine konkurrenter med den laveste pris - dog også laveste kvalitet, selvom kvaliteten næsten ligger på samme niveau med virksomheden Zara. Parametrene, *pris* og *kvalitet*, er valgt, idet prisen er H&Ms kernekompetence.

Positioneringskortet er udarbejdet på baggrund af informationssøgning på nettet. Vi har i den forbindelse fundet noget sammenligneligt tøj på de tre virksomheders hjemmeside og sammenlignet prisen på henholdsvis habitbukser i hør til herrer og basic t-shirts til børn og kvinder, som ses i bilag 1. Her vises det, at H&M tilbyder den laveste pris på omtrent det samme stykke



Tabel 2 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

tøj. Virksomheden Bestseller har en lidt højere pris end Zara og H&M. Virksomhederne har alle til fælles, at de bruger prisen som deres differentieringsparameter, som også gør, at de ikke ligger langt fra hinanden på hverken prisen eller kvaliteten af tøjet.

Fordelene ved at H&M positionerer sig med lave priser er, at de når ud til mange forbrugere, mens ulempen er at de ikke kan levere produkter i den skarpeste kvalitet, hvilket gør at de mere kvalitetsbevidste forbrugere vil vælge virksomheden fra.

### 6.1.2 Kunder

H&Ms kunder er på B2C markedet, hvilket vil sige, de sælger produkterne direkte til slutforbrugerne. H&M har ingen mellemlid. De har kun egne butikker rundt i de forskellige byer, samt deres egen hjemmeside med online shopping. Som tidligere nævnt henvender H&Ms produkter sig til en bred målgruppe, da de både tilbyder dametøj, graviditetstøj, herretøj, børnetøj, babytøj & beauty - og interiørprodukter.

Som det også ses i positioneringskortet, befinder H&Ms produkter sig i den lavere prisklasse sammenlignet med deres nærmeste konkurrenter. Den stigende inflation har betydet, at forbrugerne har større fokus på rådighedsbeløb og priser (7 - Konsekvenser af inflationen for de almene beboere). Rådighedsbeløbene er faldende hos store dele af den danske befolkning, og mange har bekymringer for økonomien og i særdeleshed for uforudsete udgifter. Det kan have påvirkning på salget af tøj, da tøj, som tidligere nævnt er et prisfølsomt produkt, som forbrugerne i tider med lavkonjunktur i højere grad fravælger sammenlignet med tider med højkonjunktur. I en undersøgelse fra konsulenthuset Boston Consulting Group (BCG), har man spurgt 514 forskellige respondenter om, hvorvidt de planlægger at skrue ned for forbruget det kommende år, hvoraf en fjerdedel af de adspurgte planlægger at skrue ned for forbruget. 10 % af de adspurgte har svaret uddybende, at de ville skrue ned for forbruget af tøj (8 - Danskerne vil skære ned på tøj og kosmetik efter høj inflation). Inflationen har således stor betydning og påvirkning på tøjbranchen. Endvidere er det let for forbrugerne at skifte mellem de forskellige brands og butikker, og der vil ikke være en særlig stor loyalitet fra kundernes side, da de altid kan finde frem til et andet alternativ, hvis de er utilfredse med pris eller kvalitet.

Forbrugerne efterspørger mere og mere bæredygtigt tøj, og det er derfor en nødvendighed for brands at følge med på denne bølge. Det kan være økonomisk dyrt for virksomhederne, da det ofte vil være dyrere at producere tøj på en bæredygtig måde. Dette vil dog på sigt være en økonomisk gevinst for både virksomheder og kunder, da det ofte vil være mere holdbart, og kræver derfor mindre reparation og udskiftning på tøjet, hvilket både vil være fordelagtigt for virksomheden, men også for kunderne, da de får en bedre oplevelse med tøjet (9 - Bæredygtigt tøj - en nødvendighed for at beskytte miljøet).

Kundernes forhandlingsstyrke vil som udgangspunkt være lav, da de ikke kan kræve eller bede om en lavere pris end der står på prisskiltet. Kunden skal derfor som udgangspunkt acceptere prisen på varen. Det betyder dog ikke, at virksomhederne kan prissætte tøjet, som det passer dem, da der findes mange alternativer, så kunden nemt kan købe tøj ved nabobutikken. Det er derfor vigtigt, at virksomheden prissætter sig korrekt i forhold til udbud og efterspørgsel, samt kvaliteten på tøjet.

På baggrund af analysen af kunderne gøres det klart, at kunderne er en afgørende parameter for virksomhedens succes. Det betyder, at kunderne i sidste ende har forhandlingsstyrken overfor

H&M og andre virksomheder, da de besidder magten til at frit kunne vælge, hvor de ønsker at lægge deres penge.

### **6.1.3 Leverandører**

Tøjbranchen er en konkurrencepræget branche med mange forskellige aktører, hvilket også medfører mange forskellige leverandører i branchen. Det er nødvendigt med en bred palette af leverandører, da virksomheder befindende i tøjbranchen skal have produceret tøj i store mængder og med en masse forskellige tekstiler.

H&M samarbejder med mere end 700 uafhængige leverandører, der som regel ejer deres egne fabrikker (10 - Let's be transparent). Leverandørerne ligger primært i Asien og Europa. H&M har et tæt samarbejde med leverandørerne og støtter dem i deres arbejde med at blive mere bæredygtigt. Alt dette for at sikre, at de overholder H&Ms Code of Conduct, Code of Ethics samt stramme restriktioner på kemiske stoffer (2 - The H&M Way).

Udover det tætte samarbejde med leverandørerne, lægger H&M også stor vægt på at udvælge uafhængige leverandører, hvor deres tilstedeværelse kan være med til at gøre en forskel. H&M ønsker i særlig grad at skabe arbejdspladser og særligt for kvinder. Dette er med til at mindske fattigdom og bidrage til økonomisk vækst i lokalsamfundene. Der samarbejdes kun med leverandører, som har samme respekt for mennesker og miljøet, som H&M selv. Inden de indgår en aftale, skal der underskrives strenge dokumenter angående Sustainability Commitment, som omfatter krav til rimelige lønninger og gode arbejdsforhold for alle. For at sikre, at reglerne bliver overholdt, har man ansat dedikeret bæredygtighedspersonale i den verdensomspændende produktion (11 - Varens bæredygtighed). H&M har tidligere oplevet kritisk og stor medieomtale på grund af børnearbejde, hvorfor de også er mere påpasselige med valget af deres leverandører (12 - Vil du vide, hvordan dit tøj fra H&M bliver produceret?). Dermed vurderes det, at leverandørerne har en lav forhandlingsstyrke, da H&M og generelt andre i tøjbranchen har en form for bestemmelse over leverandørerne og nemt kan udskifte dem i tilfælde af, at kravene for virksomhederne ikke bliver overholdt.

Der kan dog være tilfælde, hvor leverandørerne har nogle kernekompetencer, der er med til at gøre dem unikke i forhold til andre leverandører - eksempelvis med bæredygtighed som flere og flere virksomheder har sat fokus på. Dette kan være med til, at leverandørerne har forhandlingsstyrken overfor virksomhederne. For at forhindre disse magtsituationer, ses det, at

leverandørerne og virksomhederne indgår tætte samarbejder, så de på den måde er i tæt relation til hinanden, og giver en større sikkerhed. Kunderne efterspørger i højere grad end tidligere, bæredygtige materialevalg og produktcertificeringer. Bæredygtighed er derfor rykket længere og længere op på virksomhedernes agenda, da virksomhederne gerne vil kunne levere det, kunderne efterspørger (13 - Modebranchen øger fokus på bæredygtighed, men det går stadig for langsomt, viser undersøgelse). Det giver ydermere et pres på deres leverandører, da der er forhold, der skal tages stilling til i produktionen og produktudviklingen.

Den brede palette af leverandører medvirker, at de enkelte leverandører ikke har en særlig høj forhandlingsstyrke, da leverandørerne hurtigt kan blive skiftet ud, hvis de ikke lever op til virksomhedernes krav.

#### **6.1.4 Substituerende produkter**

Substituerende produkter er produkter, som efter kundernes opfattelse kan erstatte det produkt, som de i øjeblikket bruger (14 - Substituerende produkter). Maslows behovspyramide er en figur udarbejdet af psykologen Abraham Maslow i 1943, som har til formål at danne et overblik over menneskets behov. I den nederste del i pyramiden ses det fysiske behov, som omhandler alle de behov kroppen måtte have brug for, at den kan fungere og overleve (15 - Maslows behovspyramide teori - basale behov & egobehov). Tøj er et af de nødvendige fysiske behov. Vi vil ikke kunne overleve uden tøj, da vejrforholdene i både Danmark og store dele af verden gør, at vi skal have tøj på kroppen, for at give os varme. Hvis ikke behovet for tøj, som er en del af de fysiske behov, bliver dækket, vil man ikke være i stand til at dække de andre behov i pyramiden. Det vil derfor ikke være muligt at erstatte eller undvære tøj i hverdagen.

Et erstatningsprodukt for at købe færdigproduceret tøj, ville være skrædder. Ved at gå til skrædderen vil man kunne få syet tøj efter egne behov og ønsker. Det vil være en dyrere løsning end at købe færdigproduceret tøj på nettet eller i de fysiske butikker, da sådant tøj er masseproduceret, og derfor kan sælges billigere end skræddersyet tøj.

Selvom der ikke er en direkte erstatning for tøj, så findes der meget forskelligt tøj og i mange forskellige prisklasser. Tøj kan bruges til at udtrykke sig som det menneske, man ønsker at udstråle - og man kan derfor udvise en form for status alt efter om man vælger at købe alment



tøj eller dyrt designertøj. Man kan også vælge at købe genbrugstøj. Således genbruger man allerede produceret tøj, hvilket kan defineres som værende et substituerende produkt til nyt tøj.

Truslen fra substituerende produkter vurderes som værende middel, eftersom det er de færreste, der kun anvender skrædder, men til gengæld findes der et hav af forskellige former for tøj og i en masse forskellige prisklasser og kvalitet, hvilket giver en del erstatningsmuligheder indenfor feltet for tøj, som trækker truslen opad. Tøj kan dog ikke helt erstattes, da det er en nødvendighedsvarer jf. Maslows behovspyramide, hvilket trækker truslen nedad igen. Dermed ender konklusionen på middelniveau.

### **6.1.5 Nye konkurrenter**

Tøjbranchen er som nævnt en hård branche med mange forskellige aktører. Det er derfor et svært marked at trænge ind på. De store virksomheder tager ofte fokusset, hvilket gør det svært for andre virksomheder at konkurrere og erobre markedsandele.

For at stifte et selskab vil det kræve et indskud fra ejerne på minimum DKK 40.000 i startkapital (16 - Stiftelse og registrering af selskaber), samt typiske omkostninger til et varelager og andre generelle opstartsomkostninger. Opstartsomkostningerne vil tit være omkostningsfulde. Med omkostningerne taget i betragtning samt den høje konkurrenceintensitet vil det være svært at overleve på markedet. Modebranchen har haft et comeback efter corona-krisen, men begynder at mærke konsekvenserne af den globale økonomiske og politiske uro - herunder inflation, valutakurser samt tilbageholdenhed i detailhandlen blandt forbrugerne. 26 % af Dansk Mode & Textils organisationens medlemmer forventer færre medarbejdere i det kommende år (17 - Ovenpå ny eksport-rekord i 2022: Modebranchen er afmålt optimistisk trods usikre udsigter). Som ny aktør på markedet, kræver det derfor, at man er i stand til at differentiere sig på markedet og hele tiden være omstillingsparat, for at kunne overleve i mode- og tøjbranchen.

Truslen for nye aktører på markedet vurderes lav, da det kræver en del penge med store startomkostninger og del markedsføring for at prøve at blive set og hørt, grundet de store virksomheder, som sidder på store dele af markedsandelene. Det er derfor en svær branche at træde ind i.

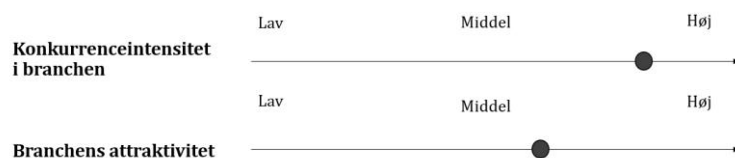
### 6.1.6 Kritik af Porters 5 forces

Ved brug af Porters 5 Forces har virksomhederne mulighed for at analysere deres branche og identificere deres konkurrencefordele i forhold til konkurrenterne. Modellen er relativ simpel, men giver kun et øjebliksbillede af, hvordan omverdenen påvirker virksomheden. Således kan modellen være svær at benytte for en virksomhed, som er under konstant udvikling, da dataene hurtigt forældes. Modellen er opdelt i de fem konkurrencekræfter, og kræfterne er alle en lige stor del af analysen. Dette kan være misvisende, da nogle virksomheder/brancher i højere grad fokuserer på eksempelvis kunderne end leverandørerne. Ydermere tager modellen ikke højde for alle eksterne faktorer, såsom kulturforskelle, uddannelsesforhold, økonomi m.m. Dette kan være et problem, da det også er faktorer, som kan påvirke virksomhedens styrkeniveau. Af denne grund bør modellen ikke stå alene.

### 6.1.7 Delkonklusion

Ud fra Porters Five Forces kan det konkluderes, at der er meget høj intensitet i modebranchen, da branchen består af mange aktører som alle kæmper om at være forbrugernes foretrukne. Dette illustreres også på nedenstående billede. Endvidere ses det, at branchens attraktivitet er lidt over middel, hvilket begrundes med, at det er en god branche at være i, når man først har fået etableret sig, men det kræver lidt, at når dertil. Ligeledes er der også mange udbydere, som kæmper om de samme kunder, så der er en hård konkurrence, som ikke altid er attraktivt økonomisk set.

Samlet vurdering af branchen konkurrenceintensitet og attraktivitet

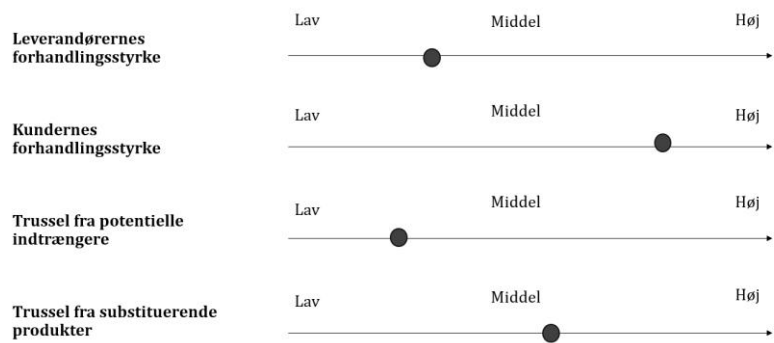


Tabel 3 – Udarbejdet af forfatterne Rikke & Marie

Ydermere kan det konkluderes, at leverandørernes forhandlingsstyrke er forholdsvis lav, grundet den brede palette af leverandører, som gør, at virksomhederne nemt kan skifte leverandør, såfremt de ikke er tilfreds med deres nuværende. Modsætningsvis er kundernes forhandlingsstyrke forholdsvis høj, idet der findes mange udbydere i branchen, hvilket gør det nemt for kunder at finde alternativer til virksomhederne. Det betyder, at kundeloyaliteten ikke er særlig stor grundet den høje forhandlingsstyrke. Det er derfor vigtigt, at virksomhederne i

tøjbranchen har nogle stærke differentieringsparametre, for at være kundernes foretrukne. H&M differentierer sig på lav pris og har formået at plante sig dybt i kundernes bevidsthed. Substituerende produkter vurderes at være middel, eftersom der findes meget forskelligt tøj, som kan erstatte andet tøj, men der er ikke mange direkte erstatningsmuligheder til tøj. Slutteligt kan det konkluderes, at truslen for nye indtrængere er lav, grundet de høje indtrængningsbarrierer og i forvejen mange stærke aktører på markedet. Alt dette er afspejlet i ovenstående billede.

Styrkevurdering af de fire faktorer, der omgiver konkurrencesituationen



Tabel 4 – Udarbejdet af forfatterne Rikke & Marie

## 6.2 PESTEL-analyse

Til at analysere den uafhængige omverden bruges PESTEL-analysen. Den uafhængige omverden er de faktorer og forhold, som sker uden for virksomheden, men som stadigvæk har indflydelse og påvirkning på virksomhedens beslutninger. Som virksomhed har man en begrænset mulighed for at påvirke disse udefrakommende faktorer og forhold, hvorfor det også kaldes virksomhedens fjernmiljø. Det er dog stadigvæk vigtigt, at man som virksomhed har netop disse forhold for øje og tilpasser sig dem.

PESTEL er en forkortelse af politiske-, økonomiske-, sociale og kulturelle-, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold, som bliver beskrevet herunder.

### 6.2.1 Politiske forhold

Der er mange politiske forhold, som kan påvirke tøjbranchen, hvori H&M befinder sig i. Politikerne bestemmer lovgivningen, og sætter således også rammerne for, hvilke afgifter, skatter, love og regler, der skal indføres, hvilket kan have betydning for en virksomheds struktur.

H&M er en svensk virksomhed med hovedsæde i Stockholm. Sverige er medlem af den Europæiske Union (EU) (18 - Landeprofiler), og er dermed underlagt de regler og love, som EU har opført for medlemslande. EU er et økonomisk og politisk samarbejde med 27 medlemslande, som har skabt en form for et indre marked, hvor det er muligt for varer, tjenesteydelser, penge og personer at bevæge sig frit (19 - Hvad er Unionen, og hvad gør den?). Love og regler som vedtages i EU kan derfor påvirke H&M, lige såvel som politiske beslutninger udenfor EU kan have indflydelse på virksomheden, da den er verdensomspændende.

Aktuelt fremlagde EU-kommissionen i slutningen af marts 2022 et udspil vedrørende en ny EU-tekstilstrategi med ønsket om en mere cirkulær økonomi. Forbruget af tekstiler har i EU nu i gennemsnit den 4. største negative indvirkning på miljøet og klimaet. Af den grund har man i EU valgt at gå fra soft law til hard law, hvilket kort sagt betyder, at internationale retningslinjer bliver til forordninger og direktiver, der er juridisk forpligtende (20 - Ny EU-regulering i tekstil- og skobranschen). Tekstilstrategien går blandt andet ud på, at tekstiler skal designes og produceres for at kunne holde længere, repareres og derefter genanvendes. Derudover vil EU også have en Ecodesign-forordning, som omhandler udviklingen af et digitalt produktpas, der skal oplyse forbrugerne om indholdet af kemikalier, reparérbarheden og fibersammensætningen i produktet (20 - Ny EU-regulering i tekstil- og skobranschen). I sammenhæng hermed vil man skærpe håndhævelse af greenwashing. Greenwashing er grøn, vildledende markedsføring, hvor man får varen til at fremstå mere grøn eller bæredygtig end den måske er (21 - Greenwashing - Undgå at blive snydt af grøn salgsgas). Kommissionen vil således gennemgå EU-miljømærkekriterierne for tekstiler og fodtøj for at støtte udbredelsen blandt producenterne og sikre, at det er let genkendeligt og pålideligt for forbrugerne at vælge miljøvenlige produkter. Kravene skal både gælde for private og offentlige virksomheder. Man forventer at ovenstående er vedtaget ultimo 2023 (20 - Ny EU-regulering i tekstil- og skobranschen). Disse krav giver virksomhederne nogle ekstra krav til kvaliteten af deres produkter og rapporteringen heraf, hvilket i sidste ende måske kan betyde at de bliver nødt til at hæve prisen for at deres værdikæde kan hænge sammen. Det kan være en trussel for en virksomhed som H&M, som nemlig differentierer sig på deres lave pris, idet de får problemer med at holde prisen lav.

Politiske forhold kan også omhandle krav om arbejdsforhold, hvor man eksempelvis forsøger at sikre sig mod ordentlige arbejdsforhold, så man undgår at støtte forretninger, der benytter sig af børnearbejde og tvangsarbejde. Netop dette er FN's verdens mål nr. 8 "*Anstændige jobs og*

*økonomisk vækst*” (22 - Mål 8: Anstændige jobs og økonomisk vækst). Således har FN opsat krav, der forpligter medlemslandene (herunder både Danmark & Sverige (23 - Forenede Nationer)) virksomheder at sikre basale menneskerettigheder for deres medarbejdere. Virksomhederne bliver nødsaget til at tage ansvar for alle, der bidrager til virksomhedens værdikæde. Man kan sikre sig mod dette ved at have en solid CSR-politik. CSR betyder Corporate Social Responsibility, hvilket betyder, at man udviser ansvarlighed i forhold til det omgivende samfund (24 - CSR). H&M har også en CSR-politik, hvor ét af deres fokuspunkter er bæredygtighed og uddannelse. De skriver på deres hjemmeside, *“Bæredygtighed er kernen i alt, hvad vi gør, virksomheden vil fokusere på projekter og bevidsthed omkring miljøuddannelse med særligt fokus på genbrug, reduktion og genanvendelse. Virksomheden vil også fokusere på projekter til fremme af kvalitetsuddannelse”* (25 - H&M Retail India corporate social responsibility policy).

Klima- og miljøpolitik kan direkte påvirke en tøj-virksomhed, som H&M. Klima- og miljøpolitik handler om, hvordan man ved politiske beslutninger passer på samfundet, herunder klimaet, miljøet og naturen. Og netop jordens klima er et af de helt store emner i disse tider. Virksomheder, organisationer og Miljøministeriet gik eksempelvis sammen om at formulere en række fælles mål i 2022. Målene udmøntede sig i, at al tøj og tekstil fra danske virksomheder skulle bestå af mindst 40 % genanvendt materiale inden 2030. Derudover skal tøjet designes til at have flere liv og en større del af omsætningen på tøj i Danmark skal komme fra genbrug (26 - Nyt forpligtende samarbejde skal gøre den danske tekstilbranche grønnere). Til trods for at H&M er en svensk virksomhed, kan lignende krav og mål påvirke virksomheden. Ovenstående mål er blot et eksempel på, hvordan der i de senere år er kommet større fokus på bæredygtighed, og hvordan det stiller krav til de enkelte virksomheder. Der bliver således lovmæssigt sat krav til virksomheder - blandt andet om mindsning af CO2 udslip, hvilket påvirker måden, man kan drive forretning på og producere fx tøj.

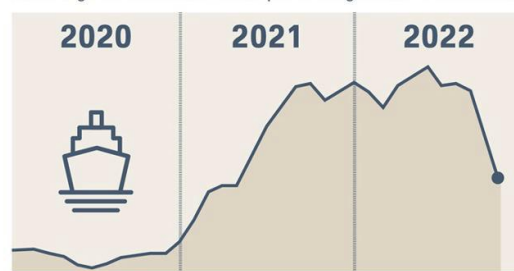
### **6.2.2 Økonomiske forhold**

Økonomiske forhold kan have stor indflydelse på, hvordan en virksomhed drives, samt hvor rentabel den enkelte virksomhed er. Det har således stor betydning for den enkelte virksomhed, om man befinder sig i en høj - eller lavkonjunktur. Mens en højkonjunktur giver forbrugerne flere penge mellem hænderne, sætter gang i væksten, og således bidrager positivt til virksomhedens økonomiske forhold, så betyder lavkonjunktur at forbrugerne sparer på deres

penge, og der bliver dermed sat en stopper for væksten, hvilket påvirker de enkelte virksomheder negativt. Når der er lavkonjunktur, har forbrugerne en tendens til at udvise en mere tilbageholdende købsadfærd, hvorfor luksusvarer naturligt ofte bliver udskiftet med mere standardiseret varer til overkommelige priser. *Las Olsen, Cheføkonom fra Danske Bank*, siger at i krisetider dropper forbrugerne de ting, som kan undværes nu og her. Derudover siger han også i en artikel til DR Penge, at forbrugerne dropper luksus i krisetider (27 - Forbrugere ser kulsort på fremtiden: Det sparer vi på i krisetider). Da H&Ms priser er i den lave prisklasse og ikke vurderes som værende direkte luksusvarer, vil dette ikke umiddelbart kunne mærkes hos virksomheden. Dog er nyt tøj en ting, som man som forbrugere godt kan undvære lige nu og her, så der vil stadig blive set en besparelse i forbruget af nyt tøj i forhold til tider med højkonjunktur.

Mange lande i verden befinder sig i øjeblikket i en økonomisk krise og mange mennesker er blevet skubbet ud i fattigdom. Det er direkte konsekvenser af både corona-krisen og krigen i Ukraine. Især sidstnævnte årsag har betydet store prisstigninger på alverdens produkter og ydelser rundt omkring i verden (28 - Sådan hænger de stigende priser og krigen i Ukraine sammen). Inflationen er eksploderet og ramt den hidtidige top, som tidligere blev nået i februar i 1983 (29 - Inflationen sætter igen rekord - men ifølge cheføkonom er der håb forude). Prisstigninger har også ramt tøjbranchen, som over en længere periode har måtte kæmpe med høje fragtpreiser og et generelt stigende omkostningsniveau. Priserne for at få fragtet varer hjem fra produktionslandene, som oftest ligger i Asien er i nogle tilfælde seks-, syv- eller ottedoblet (30 - Nu bliver tøjet dyrere). De naturlige konsekvenser heraf er, at virksomhederne i branchen hæver priserne, hvilket forbrugerne vil

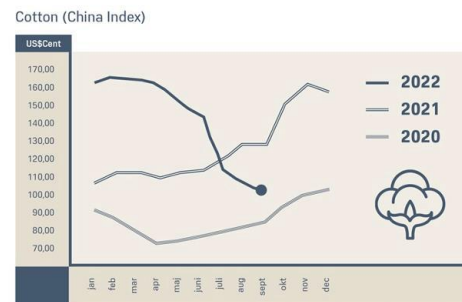
DM&T Logistik - North Western Europe Sea Freight Index - October 2022



Tabel 5 – Udviklingen i fragtomkostninger, Dansk Mode og Textil

kunne mærke. Ovenfor vises et søfragtsindeks udviklet af DM&T's logistikpartner *Greenway Logistics* (31 - Efter år med voldsomme prisstigninger: Nu falder råvare- og fragtpreiserne). Grafen viser tydeligt, at der gennem de seneste 3 år er sket en markant stigning i fragtomkostninger. Grafen viser dog også, at priserne i ultimo 2022 er på vej nedad igen (31 - Efter år med voldsomme prisstigninger: Nu falder råvare- og fragtpreiserne).

Indenfor tøjbranchen er nogle af de vigtigste og hyppigste råvarer bomuld og polyester. Også disse materialer har ikke kunnet undgå at blive ramt af prisstigninger. I grafen til højre (*også udviklet af Dansk Mode & Tekstil*) viser ligeledes, hvordan priserne for bomuld har været stigende, men så småt er begyndt at falde igen (31 - Efter år med voldsomme prisstigninger: Nu falder råvare- og fragtpriiserne).



Tabel 6 – Udviklingen i priserne på bomuld, Dansk Mode og Textil

Inflationen presser også lønningerne opad og sammen med prisstigningerne på materiale og fragt vil alt dette ikke kunne undgå at påvirke virksomhedens indtjening og overskudsgrad, alt andet lige. Dog viser udviklingen at lønningerne ikke stiger i samme grad som prisstigninger, hvilket giver forbrugerne en ringere købekraft (32 - Din løn kan slet ikke følge med priserne - Vi oplever en tordnende nedgang). Dette går også ud over virksomhederne, der får svære ved at afsætte deres produkter. Det er således vigtigt at virksomheder har den nuværende - og fremtidige økonomi for øje.

### 6.2.3 Sociale og kulturelle forhold

Sociale og kulturelle forhold vedrører kulturforskelle, livsstil og værdier. En af de helt store sociokulturelle faktorer, som kan påvirke virksomhederne i tøjbranchen, er diverse trends. Fast fashion har i de senere år været en stor trend. Som navnet også antyder, betyder fast fashion hurtig mode. Kort sagt går det ud på, at modekollektioner skifter hurtigere og hurtigere. I stedet for at kun have en forår/sommer-kollektion og en efterår/vinter-kollektion, kan modehusene have flere forskellige kollektioner på et år. Modehusene, som benytter sig af fast fashion, masseproducerer og sælger deres varer til lave priser. H&M er faktisk en af de ældste fast fashion-virksomheder (33 - Fast Fashion Brands: Hvordan kan man spotte dem?). H&Ms konkurrent Zara er også en fast fashion-virksomhed. Men fast fashion-trenden går i stor kontrast til en anden stor trend, nemlig bæredygtighed. De senere år har der nemlig været et markant øget fokus på bæredygtighed, klima og økologi. Forbrugerne har fået øjnene op for klimaforandringer, hvilket har betydet, at der er skabt en ny type forbrugere end der tidligere har været, som netop har fokus på, at produkterne er produceret med miljøet for øje samt under gode arbejdsforhold. Samtidig er der sket en stigning i køb af genbrugstøj (34 - Køber du

genbrugstøj? Så har du sandsynligvis stil), hvilket stiller andre krav til virksomhederne. Fast fashion er ikke særligt bæredygtigt, da en kollektion langt hurtigere dømmes yt end før. Tøjet havner således i skraldespanden og bliver i værste fald smidt i havet eller brændt. Der går dermed mange ressourcer til spildevand ved denne form for produktion af tøj og det stemmer dermed ikke overens med bæredygtighed (35 - Hvad er fast fashion?).

Købsadfærden og diverse trends udvikler sig dermed hele tiden og det er vigtigt at man som virksomhed holder sig opdateret på det, så man kan tilpasse sine produkter til tidens mode.

#### **6.2.4 Teknologiske forhold**

Som fortsættelse til de sociokulturelle faktorer er en trend som e-handel også eksploderet gennem årene. E-handel, teknologi og generelt digitalisering er konstant i udvikling, og det er vigtigt, at man som virksomhed også holder sig opdateret indenfor dette felt.

Under corona-krisen steg salget af fysiske varer online markant (36 - Ny e-handelsrapport fra Nets: Corona har ændret danskernes online købsmønstre). Generelt er tendensen at online-handel bliver mere og mere populært, og det kan være svært for de fysiske butikker at undgå at blive udkonkurreret af nethandel. Digitalisering og e-handel er således en af de faktorer og forhold, som er vigtige at have for øje, når man driver virksomhed - og særligt indenfor tøjbranchen.

Under porters værdikæde, teknologisk udvikling, beskrives, hvordan H&M har sørget for, at holde sig opdateret indenfor dette område.

#### **6.2.5 Miljømæssige forhold**

Som nævnt før er miljø, klima og bæredygtighed i de senere år blevet vigtigere og vigtigere for forbrugerne. Verden er truet af en global opvarmning, som forårsager store forandringer i klimaet. Vejret bliver mere ekstremt, og det påvirker både mennesker og dyr. Disse forandringer skyldtes både naturlige, men i den grad også menneskeskabte påvirkninger. Fokus på miljøet fylder meget i nyhederne, og det er således også vigtigt, at man som en moderne virksomhed driver forretning med øje for netop dette. De miljømæssige faktorer er dermed parametre, som en virksomhed nu til dags ikke kan og bør nedprioritere.



H&M har også et øje for netop disse faktorer. De er blandt andet opmærksomme på biodiversitet. Biodiversitet er det mylder af liv i form af dyr, planter, svampe, bakterier og alt levende, der tilsammen udgør biologisk mangfoldighed og er afgørende for arternes overlevelse. I dag er biodiversiteten truet mange steder, fordi arter uddør, når store arealer udnyttes intensivt til landbrug, skovbrug, bebyggelse, infrastruktur og produktion (37 - Biodiversitet). H&M skriver på deres hjemmeside, at de har opsat mål om at halvere udledningerne inden 2030 og nå et netto-nul mål inden 2040. Disse mål er i overensstemmelse med Paris-aftalen, som siger, at temperaturstigningen skal begrænses til 1,5 grader. H&M undersøger derfor nye og mere bæredygtige måder at fremstille, transportere og pakke deres varer på (38 - Let's clean up), hvilket er fordelagtigt for at være en moderne virksomhed.

### **6.2.6 Lovgivningsmæssige forhold**

En virksomhed skal overholde de gældende love, regler og krav, som stilles til dem. Med det øget fokus på bæredygtighed møder de små og mellemstore virksomheder i stigende grad krav også om at rapportere herom. Kravene kommer både fra kunder, leverandører, banker, myndigheder og andre interessenter.

EU forventer fra 1. januar 2024 at vedtage ændringer til CSRD-krav, som gør at børsnoterede virksomheder samt andre virksomheder med mere end 500 medarbejdere, i første omgang skal rapportere om bæredygtighed for hele værdikæden i en årsrapport med krav om revision af uafhængig revisor eller certificeringsinstans. Det vil derfor være lettere at tilgå informationerne, da der vil være krav om offentliggørelse af årsrapporten (39 - Hvad er CSRD?).

Senere vil de mindre virksomheder også blive berørt. CSRD er EU's rapporterings direktiv om bæredygtighed, og erstatter de nuværende EU-krav om samfundsansvar, der er udført i årsregnskabsloven (39 - Hvad er CSRD?). Mange virksomheder fortæller allerede om deres interne politikker (CSR) og krav til deres leverandører om at agere samfundsmæssigt ansvarligt på egne hjemmesider og i årsrapporten, men med de nye rapporteringskrav vil det ikke længere være tilstrækkeligt (40 - Rapportering om bæredygtighed for virksomheder med 250 eller færre ansatte). De nye krav vil kræve offentliggørelse af oplysninger om deres strategi, mål og bestyrelsens og ledelsens rolle i relation til bæredygtighedsspørgsmål, også betegnet som ESG. ESG står for miljøforhold, sociale forhold og god selskabsledelse. Under miljøforhold indgår klimaforandringer, vandressourcer, cirkulær økonomi, forurening og biodiversitet. Sociale

forhold er lige muligheder for alle (blandt andet kønssammensætning og lige løn for lige arbejde), arbejdsforhold, respekt for menneskerettigheder med mere. Den gode selskabsledelse er ledelsens opgaver i forhold til virksomhedens bæredygtighed, virksomhedsetik og -kultur samt virksomhedens kontrol og risikostyring i forhold til bæredygtighedsrisici (41 - CSRD-direktiv vedtaget: Fra 2024 stilles der større krav til virksomheders bæredygtighedsrapportering). Udover mange virksomheder, der vil blive påvirket af rapporteringskravet, forventes en lang række andre virksomheder at blive indirekte omfattet/berørt af kravet. Dette skyldes, at rapporteringen og data fra underleverandørerne og andre led i værdikæden vil være en forudsætning for, at de virksomheder, der arbejder for de børsnoterede virksomheder, kan leve op til deres rapporteringsforpligtelse, som EU stiller (41 - CSRD-direktiv vedtaget: Fra 2024 stilles der større krav til virksomheders bæredygtighedsrapportering). Det vil derfor koste mange virksomheder ressourcer.

Ovenstående love og regler påvirker en børsnoteret virksomhed som H&M og derunder også H&M Danmark. Ligeledes vil love som arbejdsmiljøloven og persondatalovgivningen være relevant, at holde sig godt orienteret omkring.

### **6.2.7 Kritik af PESTEL**

PESTEL er en analysemodel, som anvendes til at belyse virksomhedens situation og mulige fremtidige udfordringer og muligheder. PESTEL tager ikke højde for interne forhold i virksomheden, hvilket betyder, at der kun fokuseres på forhold, som man kan justere efter, og ikke direkte ændre på. Det er en tids- og ressourcekrævende analysemodel at anvende, og dermed kan den være vanskelige at bruge, hvis man ikke har nok ressourcer.

### **6.2.8 Delkonklusion**

På baggrund af PESTEL-analysen kan det konkluderes, at der er mange faktorer og forhold, som en virksomhed som H&M skal rette sin opmærksomhed mod og tilpasse sig efter, da netop disse forhold kan være med at danne grundlaget for virksomhedens succes. H&M skal særligt være opmærksomme på de politiske og lovgivningsmæssige forhold, da det som nævnt i analysen kan betyde, at der er nogle kriterier som virksomheden skal indrette sin forretningsmodel efter. Derudover er det også vigtigt at en modevirksomhed som H&M retter fokus mod nutidens trends og analyserer på, hvilke trends, der vil hitte i fremtiden - herunder også digitalisering. Ydermere er økonomien også vigtig at have for øje, da H&M differentierer

sig på lav pris, og dermed bliver nødt til at tage forbehold for de prisstigninger og konjunkturer verden er påvirket af.

## **7. Porters værdikæde**

Til at analysere virksomhedens interne aktiviteter benyttes Porters Værdikæde. Den bruges til at give et øjebliksbillede af, hvor virksomhedens konkurrenceevne er. Værdikæden indeholder nye forskellige aktiviteter, som tegner et overordnet billede af virksomheden. Aktiviteterne deles op i primære- og støtteaktiviteter, og ved at undersøge dem, kan man se hvor konkurrencedygtig virksomheden er.

### **7.1 Primære aktiviteter**

En virksomheds primære aktiviteter er aktiviteter, som er i direkte forbindelse med varen eller servicen, som virksomheden yder. Med andre ord kan man sige, at det er de aktiviteter, som giver produktet værdi, mens det går gennem kædens forskellige led (42 - Værdikæde - hvad er Porters værdikæde).

#### **7.1.2 Indgående logistik**

H&M ejer ikke selv fabrikker, men køber i stedet deres varer fra mere end 700 leverandører i hele verden (43 - Let's be fair), primært i Asien og Europa (2 - The H&M Way).

Til at designe og produktudvikle i H&M, arbejder produktchefer, produktudviklere, planlæggere, mønstermagere, designere og Business Controllers sammen om at udvikle nye kollektioner på deres hovedkontor i Stockholm. Der holdes hele tiden øje med verden for at spotte de nyeste tendenser, samtidig med, at der indhentes inspiration fra street fashion, film, rejser, kultur, medier, trendinstitutter, messer og udstilling, som alt sammen er med til at tilbyde kollektioner for alle aldre og enhver smag (44 - Design & produktudvikling). H&M indgår også samarbejder med internationale designere. Lige siden H&M i 2004 lancerede deres første samarbejde med nu afdøde Karl Lagerfeld, har deres samarbejder inkluderet internationale modehuse, såsom Lanvin, Versace og Marni. Fælles for alle samarbejder er, at alle hylder er blevet rippet på meget kort tid, både online og i fysiske butikker (45 - H&Ms nye designsamarbejde er et af de fineste, vi har set). Jævnfør ledelsesberetningen i H&M Danmarks regnskab foregår alt dette dog på koncernniveau. I ledelsesberetningen står *“Selskabet, som er et helejet datterselskab i den svenske H&M Hennes & Mauritz koncern, har ingen design- eller*

*indkøbsfunktion, idet dette varetages af koncernens hovedkontor*” (46 - Årsregnskabet 2020/21, ledelsesberetning).

### 7.1.3 Produktion

H&M producerer deres tøj med særligt udvalgte råvarer. De benytter nemlig det såkaldte “*better cotton*”, som er økologisk eller genanvendt bomuld. Virksomheden ønsker nemlig at være cirkulære i deres produktion i 2030. For at blive det, skal alle de materialer, der bruges, være bæredygtige og genanvendelige. Hele produktionskæden skal således påtænke, hvordan råvaren kan blive brugt igen, hvorfor designeren skal vælge de rette materialer, og ligeledes skal processen være energieffektiv og sikre så lavt et forbrug af vand og kemikalier som muligt (47 - H&M vil gøre alt sit tøj bæredygtigt). Allerede i 2017 var H&M verdens største aftager af “*better cotton*”. Selv en af de største kritikere af tøjbranchens overproduktion, Greenpeace, anerkender H&Ms indsats: “*H&M gør det godt, når det handler om at fjerne farlige kemikalier fra produktionen helt fra leverandører og underleverandører*”, skriver Kirsten Brodde, som er projektleder på Greenpeace-kampagnen “*Detox my fashion*”, i en mail til Politiken (47 - H&M vil gøre alt sit tøj bæredygtigt).

H&M går ydermere op i dyrevelfærd, hvorfor de ikke tester deres kosmetiske produkter på dyr, hverken under produktudviklingen eller med færdige producerede produkter. Således forbyder virksomheden test på dyr, og de understreger på deres hjemmeside, at uanset, hvilket land produkterne er produceret eller solgt i, så overholder alle kosmetiske produkter under H&M brandet forbuddet mod test på dyr (48 - Kvalitet). Ligeledes er brugen af farlige og miljømæssigt skadelige stoffer forbudt i alle led af produktionen. Alle virksomhedens leverandører er uddannet i, hvordan produktionen skal køre, så den overholder standarderne, og der bliver fulgt op på, om kravene opfyldes ved regelmæssig kontrol og inspektion (48 - Kvalitet).

For år tilbage har H&M oplevet dårlig medieomtale grundet børnearbejde i produktionen, hvorfor de efterhånden også er blevet meget mere opmærksomme på disse vilkår. H&M havde i sin tid fået flere yngre piger til at sidde i en produktionshal, hvor de sad mere end 1.000 syersker med hver deres maskine, med et støjniveau der var så højt, at de ikke kunne snakke med dem, der sad ved siden af. Pigerne tjente 12 øre for hver t-shirt, der blev produceret, og besvimede flere gange, fordi arbejdspresset var så hårdt, og de ikke havde råd til andet end

kogte ris (49 - H&M T-shirts fremstilles af børn). Alt dette gjorde H&M for at prisen kunne blive presset helt i bund (12 - Vil du vide, hvordan dit tøj fra H&M bliver produceret?), som også er deres kernekompetence. Dette er der sidenhen blevet ændret på, dog uden at ændre på H&Ms lave prissætning, som således stadig er deres kernekompetence.

#### **7.1.4 Udgående logistik**

H&M har en onlineshop, hvorfra man nemt kan klikke sine ordre hjem. Virksomhedens standardleveringer er 2-4 arbejdsdage, men de oplyser også på deres hjemmeside, at der kan være længere leveringstid i travle perioder. H&M samarbejder med Bring, Postnord og Budbee til at bringe varerne ud mod et lille leveringsgebyr for kunderne. Man kan som kunde både få leveret varerne hjem til sin privatadresse, til en pakkeshop eller som click & collect i en af H&Ms mange fysiske butikker (50 - Levering af varer fra H&M). Virksomheden giver kunderne mulighed for at spore pakkerne. Man vil som kunde modtage en e-mail fra H&M, så snart ens pakke er afsendt fra lageret. I mailen findes et link, hvor man kan spore pakken. H&M leverer dog ikke til Grønland og Færøerne.

#### **7.1.5 Marketing og salg**

H&M benytter en kombination af skiftende medier, når de skal nå ud til deres kunder. Det vigtigste medie, de har, er deres butikker og hjemmeside. Virksomheden har særligt fokus på deres vinduespartier i butikkerne, hvor de løbende udskifter kampagner i forhold til tidens trends (2 - The H&M Way). H&M poster også trends på de sociale medier, som med tiden er blevet en stor markedsføringskanal for dem. Her gør de både noget aktivt for at markedsføre sig, som at lægge nye opslag op med nyheder, men tit bliver de også "tagget" på opslag af forbrugerne, når de vil vise deres følgere, hvilket tøj, de går med.

H&M markedsfører sig også på mail, hvor man har mulighed for at tilmelde sig alle fashion news. Man har mulighed for at få et mere personligt nyhedsbrev ved at besvare spørgsmål såsom, hvilket køn man er, og om man ønsker at modtage nyhedsmail til børn eller ej (51 - Tilmeld dig fashion news). På den måde kan de ramme det rigtige segment uden at de enkelte forbrugere får mails, der ikke har relevans for netop dem.

### **7.1.6 Service**

H&M tilbyder 30 dages returret i alle H&M-butikker i Danmark, helt gratis, både med det tøj, man har købt på nettet, og det man har købt i butikkerne (52 - Returnering).

H&M har en tilgængelig kundeservice - blandt andet via deres informationsrige hjemmeside. På hjemmesiden er der en fane omhandlende "kontakt os", hvor man som kunde kan få oplyst, hvordan man kan komme i kontakt med virksomheden alt efter, hvilken hjælp, man har brug for. Derinde findes også en livechat, hvorfra man kan skrive direkte til virksomheden med sine spørgsmål (53 - Kontakt os).

## **7.2 Støtteaktiviteter**

Som navnet antyder, er støtteaktiviteterne de aktiviteter, der støtter op om de primære aktiviteter, og er afgørende for, at alt forløber, som det skal. Disse led er derfor vigtige at have, da de skaber værdi for kunderne.

### **7.2.1 Virksomhedens infrastruktur**

H&M-koncernen fik i 2020 en ny administrerende direktør, nemlig den nuværende 50-årige Helena Helmersson. Hun afløser Karl-Johan Persson, som stopper som administrerende direktør efter mere end ti år med denne stilling. Karl-Johan bliver i stedet bestyrelsesformand, hvor han overtager stafetten fra sin far, Stefan Persson. Stefan Persson er 2. generation i H&M, mens Karl-Johan er 3. generation. Virksomheden blev nemlig stiftet af Stefans far, Erling Persson i 1947 (54 - H&M i tronskifte - direktør overtager sin fars post som formand).

H&M ejes af Rambury Invest, som er Stefans selskab.

H&M Danmark har haft stor udskiftning af landechefer. På knap et år skiftede de landechef to gange. Christel Friis-Mikkelsen, som havde siddet i spidsen for virksomheden i 12 år, blev erstattet af Niarn Paterson i 2021. Niarn Paterson nåede lidt over et år i samme stilling, hvorefter han blev erstattet af den nuværende landechef, Karen Marie O'Rourke. Karen Marie tiltræder i stillingen efter 21 års erfaring med H&Ms brands. Hun havde tidligere haft base i henholdsvis Storbritannien og Stockholm, hvor hun havde været salgschef og landesupportchef. Karen Marie indtræder ligeledes også i bestyrelsen (55 - H&M i Danmark får ny landechef igen).

### **7.2.2 Menneskelige ressourcer**

Menneskelige ressourcer omhandler ansættelse, karriere, uddannelse, medarbejdernes værdier m.m. H&M oplyser på deres hjemmeside, at når man arbejder i H&M, er man en del af H&M Group, som er et team med kollegaer i hele verden, som alle deler de samme kerneværdier og en unik arbejdsoplevelse (56 - Who we are). H&M går ind for inklusion og mangfoldighed blandt sine medarbejdere. De ønsker at skabe en kultur, der hylder en blanding af forskellige baggrunde (57 - Inclusion and diversity). Virksomheden samarbejder med organisationer, for at skabe netop denne kultur. H&M har blandt andet støttet FN's Free & Equal-kampagne gennem deres Pride-kollektioner, som er en global kampagne mod homofobi og transfobi, og de oplyser også, at 70 % af deres ledere er kvinder.

H&M tilbyder mange forskellige karrieremuligheder. Virksomheden oplyser, at medarbejdernes værdier afspejler virksomhedens hjerte og sjæl, og de mener, at værdierne er med til at skabe en kultur, der er unik og anderledes fra andre virksomheder. Den såkaldte H&M ånd (58 - Mode, sjovt og højt tempo).

Virksomheden passer på sine medarbejdere ved at have overenskomst med HK, pensioner og helbredssikringer. De er dækket af PFA Pension. Ydermere giver virksomheden intern uddannelse på alle niveauer (58 - Mode, sjovt og højt tempo).

### **7.2.3 Teknologisk udvikling**

For at følge med den teknologiske udvikling, som presser verdenen fra alle vinkler, har H&M etableret en app. Appen er tilgængelig på alle smartphones, hvor der er adgang til deres fashion feed når og hvor som helst. Der er funktioner på appen, som giver forbrugeren en bedre oplevelse. På appen er det muligt at få opdateringer med det samme, følge bestillinger, bruge egne billeder til at finde lignende varer på lager, gemme varer som favoritter, samt få inspiration fra brugere over hele verden (59 - Appstore - H&M App).

Appen gør det endvidere også praktisk, når man befinder sig i en af H&Ms butikker, og gerne vil vide om en vare er tilgængelig i andre størrelser eller farver. Så kan man scanne prismærket, hvorefter svaret vil fremgå i appen.

#### **7.2.4 Indkøb**

H&M har indkøbere siddende rundt i verden, som tilpasser kollektioner til alle butikker. Indkøb omhandler også køb/leje og etablering af nye butikker for hele tiden at ramme forbrugerne over hele verden. Det kræver en del ressourcer og likvider, idet butikkerne skal indrettes med inventar. Det kan give værdi for forbrugerne, da etablering af nye butikker, vil gøre, at man nemmere kan komme ned at prøve tøjet, i stedet for at "satse" på nettet. Dog er nyere trends angående shopping online begyndt at udkonkurrere de fysiske butikker.

Som tidligere beskrevet ejer H&M ikke selv fabrikker, men køber i stedet deres varer fra mere end 700 leverandører i hele verden (43 - Let's be fair). For at leverandørerne lever op til kravene, der stilles om et retfærdigt arbejdsmiljø med ligestilling, er de forpligtede til at underskrive og overholde *Sustainability Commitment*, som er et adfærdskodeks for acceptable lønninger, gode arbejdsforhold, dyrevelfærd og meget mere (43 - Let's be fair). For at sikre at leverandørerne overholder de underskrevne aftale, har H&M ansat personale med fokus på bæredygtighed på produktions-kontorer rundt omkring i verden, som foretager regelmæssige besøg og kontroller. Dette er med til at der er tætte relationer mellem produktions-kontorerne og leverandørerne.

#### **7.3 Kritik af værdikæden**

Porters værdikæde beskriver hvor - og hvilke aktiviteter, der skaber værdi for virksomhedens produkter - samt, hvor det skaber værdi for kunderne. Når aktiviteterne analyseres i Porters værdikæde, ser man virksomheden fra et helikopterperspektiv, og dermed kun de hovedprocesser som eksisterer i virksomheden. Der dykkes ikke længere ned i virksomheden. Endvidere beskrives de forskellige områder kun hver for sig, og hvor de giver værdi til kunderne, uden at der tages hensyn til de aktiviteter, der forholder sig mellem områderne.

Porters værdikæde tager kun udgangspunkt i produktionsvirksomheder, og er ikke tilpasset til servicevirksomheder og organisationer, som ikke laver fysiske produkter.

#### **7.4 Delkonklusion**

Ud fra ovenstående analyse, kan det konkluderes, at H&M gør meget ud af at prøve at ramme forbrugerne med både bæredygtighed og kollektioner for alle aldre og til enhver smag, samtidig



med at de holder trit med deres kernekompetence, som er lav prissætning. De gør særligt noget ud af, at nå ud til forbrugerne med deres udskiftende kampagner i vinduespartiet ude i butikkerne og ved brug af sociale medier. De har ydermere udviklet en app, som giver forbrugerne adgang til deres fashion feed når og hvor som helst.

Det er også vigtigt for H&M, at medarbejderne føler sig hjemme i virksomheden. De går særligt ind for inklusion og mangfoldighed, hvor der skal være plads til alle. H&M tilbyder mange forskellige karrieremuligheder, fordi de mener medarbejdernes værdier er med til at skabe en unik kultur. Det kalder de H&M ånd.

## 8. SWOT

En SWOT-analyse er en opsamlende analyse-model, som giver et indblik i virksomhedens strategiske situation med fokus på både de interne - og eksterne forhold. De stærke - og svage sider er interne forhold, som virksomheden selv kan påvirke, mens muligheder og trusler er eksterne forhold, som virksomheden skal være opmærksom på. Analysen bruges til at give et øjebliksbillede af, hvordan virksomheden klarer sig set i forhold til andre virksomheder, og man kan således benytte analysen til at evaluere virksomheden strategisk set. I denne sammenhæng bruges analysen til at samle op på de ovenstående udarbejdede interne- og eksterne analyser, som danner grundlag for denne SWOT-model.

| Stærke sider                                                                                                                                                                                                                                  | Svage sider                                                                                                                                                                                            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Lav pris</li><li>• Høj kendskabsgrad &amp; bred målgruppe</li><li>• Bredt og dybt sortiment</li><li>• Bæredygtighed</li><li>• Informationsrig hjemmeside &amp; app</li><li>• Mange butikker</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• Kvalitet</li><li>• Differentiering på pris (og ikke design &amp; kvalitet)</li><li>• Tøj til alle smag (basic og prismæssigt)</li><li>• Fast Fashion</li></ul> |
| Muligheder                                                                                                                                                                                                                                    | Trusler                                                                                                                                                                                                |
| <ul style="list-style-type: none"><li>• Højkonjunktur</li><li>• Nødvendighedsvarer</li><li>• Få direkte konkurrenter</li><li>• Digitaliseret samfund</li></ul>                                                                                | <ul style="list-style-type: none"><li>• Lavkonjunktur</li><li>• Der stilles flere krav til produkterne</li><li>• Stigninger på råmaterialer</li><li>• Fast Fashion</li></ul>                           |

Tabel 7 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

H&M besidder en masse stærke sider, hvilket også er med til at gøre, at virksomheden er en stærk spiller i tøj- og modebranchen. En af deres kernekompetencer er deres prisniveau, som er lavt sammenlignet med mange andre virksomheder. Det betyder, at H&Ms produkter er håndgribelige for en bred målgruppe, da selv forbrugere med små budgetter har mulighed for at få fat i virksomhedens produkter. Den brede målgruppe og den store tilstedeværelse rundt omkring i verden har også medført en stor kendskabsgrad til virksomheden og dets brands. Derudover er virksomheden dygtig til at informere om diverse ting på hjemmesiden, hvilket gør det nemt for forbrugere at tilnuse sig de informationer, de måtte have brug for. Det er således også en styrke for virksomheden, da man som forbrugere fx ikke er i tvivl om, at det er tale om en pålidelig virksomhed.

Virksomheden besidder dog også nogle svage sider. H&Ms differentieringsparameter, som er deres lave prissætning, betyder også, at virksomheden ikke kan levere den bedste kvalitet på markedet, da prisen overfor forbrugerne skal kunne følge med priserne på råvarene. Det er en svag side, da det er noget, som virksomheden selv kan påvirke, såfremt de ønsker det. Som nævnt i PESTEL-analysen under økonomiske forhold giver højkonjunktur en virksomhed gode muligheder for at få solgt mange af sine produkter, mens lavkonjunktur er en trussel for virksomheder, da forbrugerne i sådanne tider er tilbageholdende med deres penge. På trods af tilbageholdenhed er tøj en nødvendighedsvarer og eftersom H&M har en lav prissætning på deres varer giver det stadig en mulighed for virksomhedens for at få omsat sine varer i tider med lavkonjunktur, da man ofte vil foretrække de billigere alternativer, når alting stiger.

Digitalisering og Fast Fashion er de senere år blevet en stor trend, og er blevet en stor trussel og svaghed for H&M. Modekollektionerne bliver hurtigere skiftet ud en tidligere, samtidig med der stilles flere og flere krav til tøjet. Ofte kan alt tøjet ikke nå at blive solgt, før en ny kollektion er på markedet, og butikkerne ender med at ligge inde med store restpartier, som i sidste ende skal kasseres eller nedsættes.

## **9. Regnskabsanalyse**

I dette afsnit omhandlende regnskabsanalyse vil H&Ms væsentligste nøgletal blive analyseret med baggrund i en 5-årig periode.

Regnskabsanalysen og ovenstående strategiske analyser er vigtige elementer til at kunne besvare opgavens problemformulering. Analyserne ligger nemlig begge til grund for at kunne udarbejde et budget, hvilket skal bruges til den videre beregning af værdiansættelsen af virksomheden. Således bruges regnskabsanalysen til at analysere, hvordan det har gået for H&M igennem de seneste år, men også for at se, hvordan fremtiden vil se ud for dem, hvis de følger samme udvikling fremadrettet.

## **9.1 Regnskabskvalitet**

Ved gennemgang af H&Ms regnskaber, kan det konkluderes ud fra anvendt regnskabspraksis, at der er konstateret en rettelse i det seneste regnskab, som påvirker tallene i det tidligere regnskabsår. Der er indregnet en hensat forpligtelse på t.DKK 145.949 vedrørende en igangværende skattesag relateret til koncerninterne afregningspriser. Beløbet er indregnet som en korrektion til primo balancen, som derfor påvirker egenkapitalen i 2019/20. Ændringen i det offentliggjorte regnskab har en direkte påvirkning på egenkapital, og vil derfor ikke ændre på årets resultat. Sagen forventes at være afsluttet i kommende regnskabsår (4 - Årsregnskabet 2020/21).

### **9.1.1 Reformulering af balance**

For at kunne beregne værdiansættelsen af H&M Danmark med udgangspunkt i DCF- metoden, er det nødvendigt at lave en reformulering af balancen og resultatopgørelsen. Med den menes, at den traditionelle balance klassificeres om til det såkaldte Managerial balance sheet. Forskellen mellem de to balancer er, at den traditionelle balance er opdelt i aktiver og passiver, mens Managerial balance sheet er opdelt i capital employed og invested capital, hvori der tages forbehold for poster med forretningskrav. Reformuleringen af balancen foregår ved, at man flytter driftsmidler og driftsforpligtelser til den anden side af balancen, hvor de fratrækkes debitorer og lagre, således at arbejdskapitalen fremkommer. Derved har man kun poster med et såkaldt forretningskrav tilbage.

Capital employed består af kortfristet - og langfristet gæld, hvor der i den langfristet gæld indgår egenkapitalen. Invested capital består af likvide beholdning, arbejdskapital og anlægsaktiver. Arbejdskapitalen beregnes ved at lægge varelager, tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter sammen og fratrække leverandørgælden. Dermed er arbejdskapitalen et udtryk for den likviditet, som det kræver at opretholde den daglige drift i en virksomhed. En forbedret arbejdskapital kan enten gøres ved at have kortere forfaldsdato på salgsfakturaer, længere betalingsbetingelser på købsfakturaer eller have et mindre varelager. Såfremt man som virksomhed formår at holde arbejdskapitalen lav og stadigvæk eksekverer på sin strategi, vil man ofte få et bedre afkast af den investerede kapital grundet investeringerne finansieres for egne midler, og på den måde undgår man lån.

| The managerial balance sheet                 |                                | The standard balance sheet                                           |                                     |
|----------------------------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| Invested capital eller netto aktiver         | Capital employed               | Samlede aktiver                                                      | Passiver og egenkapital             |
| Likvider                                     | Kortfristet gæld               | Likvider                                                             | Kortfristet gæld                    |
| Arbejdskapital                               | Langfristet finansiering       | Driftsmidler                                                         | Langfristet passiver                |
| Driftsaktiver fratrullet driftsforpligtelser | Langfristet gæld + egenkapital | Tilgodehavender plus varebeholdninger plus forudbetalte omkostninger | Kreditlån plus udløbne omkostninger |
| Netto anlægsaktiver                          |                                | Netto anlægsaktiver                                                  | Langfristet finansiering            |
|                                              |                                |                                                                      | Langfristet gæld plus egenkapital   |

Tabel 8 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Reformuleringen af balancen giver os nedenstående Managerial balance sheet for de seneste 5 år.

| Managerial Balance Sheet        | 2016/17            | 2017/18            | 2018/19            | 2019/20            | 2020/21            |
|---------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Likvider                        | 49.219.300         | 68.157.200         | 81.763.400         | 14.750.200         | 12.545.100         |
| Arbejdskapital (WCR)            | 517.300.400        | 330.344.600        | 315.910.200        | 477.842.500        | 395.777.400        |
| Anlægsaktiver                   | 315.000.100        | 345.022.900        | 295.340.300        | 243.136.700        | 198.017.300        |
| <b>Invested capital</b>         | <b>881.519.800</b> | <b>743.524.700</b> | <b>693.013.900</b> | <b>735.729.400</b> | <b>606.339.800</b> |
| Kortfristet gæld (rentebærende) | 231.199.100        | 245.369.900        | 241.573.800        | 331.514.100        | 205.654.800        |
| Langfristet gæld (rentebærende) | -                  | 100.000.000        | 112.240.900        | 41.330.200         | -                  |
| Egenkapital                     | 650.320.700        | 398.154.800        | 339.199.200        | 362.885.100        | 400.685.000        |
| <b>Capital employed</b>         | <b>881.519.800</b> | <b>743.524.700</b> | <b>693.013.900</b> | <b>735.729.400</b> | <b>606.339.800</b> |

Tabel 9 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

### 9.1.2 Reformulering af resultatopgørelse

Resultatopgørelsen reformuleres også, så man har det korrekte beregningsgrundlag til analysen. H&M har i deres offentliggjorte regnskaber et driftsresultat, som i resultatopgørelsen til analyseformålet fordeles ud, så man i stedet for har afskrivningerne for sig selv, og på den måde muliggøre beregningen af EBITDA, som er resultat før renter, skat og afskrivning og efterfølgende EBIT, som er resultat efter afskrivninger.

Nedenstående ses resultatopgørelsen til analyseformålet.

| Resultatopgørelse til analyseformål | 2016/17              | 2017/18              | 2018/19              | 2019/20              | 2020/21              |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Nettoomsætning                      | 3.013.717.400        | 3.000.932.300        | 2.874.622.300        | 2.250.177.000        | 1.959.284.700        |
| - Vareforbrug                       | - 1.608.622.600      | - 1.218.887.000      | - 1.084.982.000      | - 850.899.200        | - 654.851.200        |
| <b>Dækningsbidrag</b>               | <b>1.405.094.800</b> | <b>1.782.045.300</b> | <b>1.789.640.300</b> | <b>1.399.277.800</b> | <b>1.304.433.500</b> |
| - Personaleomkostninger             | - 643.922.400        | - 674.300.500        | - 702.376.300        | - 636.100.700        | - 620.379.300        |
| + Andre driftsindtægter             | + 16.064.100         | + 5.605.900          | + 17.908.400         | + 116.491.600        | + 145.247.700        |
| - Andre driftsomkostninger          | - 625.881.000        | - 977.825.600        | - 963.569.200        | - 765.193.800        | - 706.401.500        |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>151.355.500</b>   | <b>135.525.100</b>   | <b>141.603.200</b>   | <b>114.474.900</b>   | <b>122.900.400</b>   |
| - Afskrivninger                     | - 66.582.700         | - 73.658.000         | - 87.492.700         | - 82.999.300         | - 68.282.200         |
| <b>EBIT</b>                         | <b>84.772.800</b>    | <b>61.867.100</b>    | <b>54.110.500</b>    | <b>31.475.600</b>    | <b>54.618.200</b>    |
| EBIT %                              | 2,81%                | 2,06%                | 1,88%                | 1,40%                | 2,79%                |
| + Finansielle indtægter             | -                    | 200.200              | -                    | 102.900              | 137.900              |
| - Finansielle omkostninger          | - 822.400            | - 670.800            | - 1.091.000          | - 984.600            | - 1.330.600          |
| <b>Resultat før skat (EBT)</b>      | <b>83.950.400</b>    | <b>61.396.500</b>    | <b>53.019.500</b>    | <b>30.593.900</b>    | <b>53.425.500</b>    |
| - skat                              | - 18.402.100         | - 13.562.400         | - 11.975.100         | - 6.909.000          | - 15.625.600         |
| <b>Resultat efter skat (EAT)</b>    | <b>65.548.300</b>    | <b>47.834.100</b>    | <b>41.044.400</b>    | <b>23.684.900</b>    | <b>37.799.900</b>    |
| Payout ratio                        | 0,46%                | 0,21%                | -                    | -                    | -                    |
| Rentention rate                     | 99,54%               | 99,79%               | 1,00                 | 1,00                 | 1,00                 |

Tabel 10 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

## 9.2 Rentabilitetsanalyse

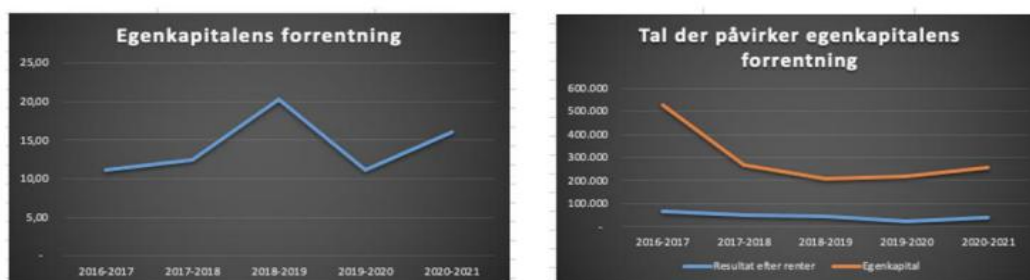
Rentabilitet betyder, hvor god en virksomhed er til at udnytte sine investeringer til at skabe omsætning (60 - Rentabilitet - Hvad er rentabilitet?). En rentabilitetsanalyse er en analyse af virksomhedens nøgletal. Nøgletallene bruges til at give et indblik i virksomhedens økonomiske situation og kan netop vise, hvor god virksomheden er til at forrente den investerede kapital i virksomheden. Rentabilitetsanalyse opdeles i en analyse af profitabiliteten og en analyse af gearingen.

### 9.2.1 Profitabilitetsanalyse

#### 9.2.1.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning viser den rente, som ejerne har opnået i forrentning af den kapital, de har investeret i virksomheden. Egenkapitalens forrentning (ROE) er oplyst i H&Ms regnskab, men beregnes således:

$$\text{Egenkapitalens forrentning} = \text{Resultat efter renter} * 100 / \text{Egenkapital}$$



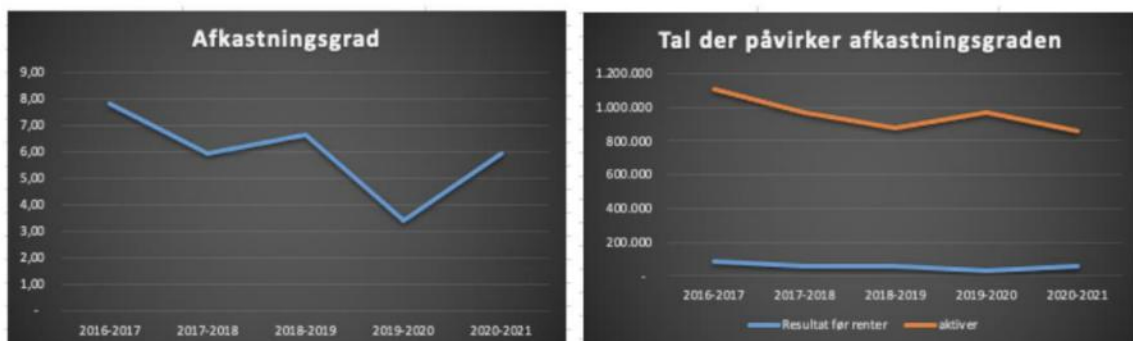
Tabel 11 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Egenkapitalens forrentning er overordnet set steget fra 11,11 % i 2016/17 til 16,03 % i 2020/21. Egenkapitalens forrentning har været svingende i analyseperioden, fordi man i nogle år ofte har udloddet udbytte, og dermed ikke beholdt likviditeten inde i virksomheden, hvilket førte til en stigning i egenkapitalens forrentning, hvorefter man er begyndt at bevare likviditeten i virksomheden, som har forårsaget et dyk heri igen. På trods af den svingende udvikling af egenkapitalens forretning har den i alle år ligget på et tilfredsstillende niveau, da den ligger højere end markedsrenten, som ligger på 2,5 - 3 % plus risikotillæg (61 - Nationalbankens rentesatser). Endvidere er egenkapitalens forrentning i alle årene højere end afkastningsgraden, hvilket vil sige, at H&M får mere værdi ud af fremmedkapitalen, i forhold til, hvad det koster at låne den, hvilket er positivt for H&M. Egenkapitalens forrentning bør altid være højere end afkastningsgraden.

### 9.2.1.2 Afkastningsgraden - Return on invested capital, ROIC

Afkastningsgraden viser, hvor meget virksomheden opnår i forrentning af den investerede kapital. Den er således et udtryk for virksomhedens rentabilitet. Afkastningsgraden er oplyst i H&Ms regnskab, men beregnes således:

$$\text{Afkastningsgrad} = \text{Resultat før renter} * 100 / \text{aktiver}$$



Tabel 12 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Afkastningsgraden har overordnet set været faldende fra 2016/17 til 2020/21, mens den ellers har svinget gennem årene. Som det ses i ovenstående graf har H&M haft et større fald i afkastningsgraden fra 2018/19 til 2019/20, som var det år, hvor COVID-19 for alvor brød ud. Det havde stor indflydelse for forbrugernes købsvaner, fordi ingen vidste, hvad det ville betyde for fremtiden. Det kan ses i H&Ms regnskab, at det havde stor påvirkning på omsætningen, som kan henføres til overskudsgraden. Afkastningsgraden bliver som nævnt påvirket af overskudsgraden, hvorfor det også ses at afkastningsgraden falder i samme periode som overskudsgraden. Omsætningen i de fysiske butikker udviste en nedgang på 22,11 % fra

2018/19 til 2019/20, som er et fald fra t.DKK 2.889.051 til t. DKK 2.250.177. I ledelsesberetningen for året beskrives det også, at året begyndte med gode salgstal og gik som udgangspunkt godt, men salget blev senere i stor grad påvirket af COVID-19 pandemien, idet alle butikker var tvangslukket i en måned, uden at man kunne generere noget fysisk salg (62 - Årsregnskabet 2019/20). H&M oplevede derfor faldende regnskabstal, som påvirkede resultatet før renter. I 2020/21 var der et forbedret resultat før renter, i forhold til 2019/20, som også ses i ovenstående graf, som bevæger sig opad igen efter et nøk nedad. Det kan henføres til, at de er blevet bedre til at minimere omkostninger, en stigning i kompensation af hjælpepakker grundet COVID, samt fald i deres aktiver. Det kan skyldes, at H&M har været mere omstillingsparat i 2020/21, fordi de tidligere har prøvet at navigere i sådan en krise før.

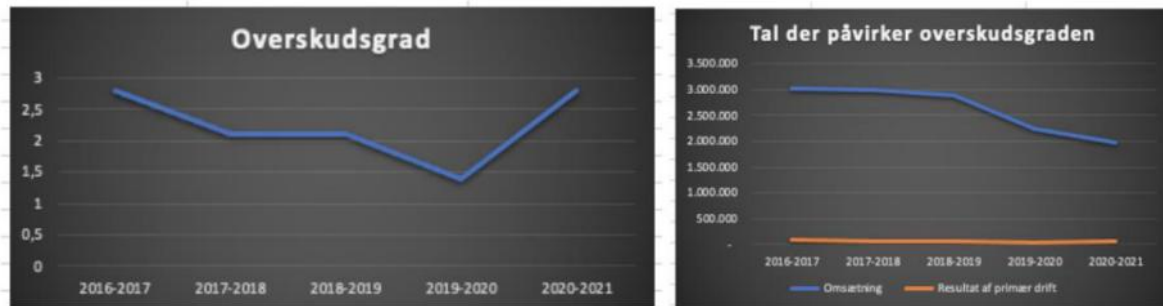
Afkastningsgraden ligger på et tilfredsstillende niveau sammenlignet med en markedsrente på 2,5 - 3 % plus risikotillæg. Set på afkastningsgraden for 2020/21 på 5,96 % vil det betyde, at hver gang der investeres for DKK 100, kommer der et afkast på DKK 5,96. H&M formår derfor at skabe et overskud ud fra den investerede kapital. Det ses således at selvom at afkastningsgraden er faldet gennem årene, er den stadig på et tilfredsstillende niveau, hvor H&M tjener på deres investerede kapital.

Såfremt ROIC udgør mere end WACC, er det et udtryk for, at virksomheden skaber værdi til indehaveren, eftersom at WACC er et udtryk for virksomhedens kapitalomkostninger. Som det ses under afsnit 11.1.4 udregnes WACC i opgaven til 3,41 %, hvilket vil sige at H&M Danmark i alle årene skaber værdi til indehaverne, eftersom ROIC er højere end WACC.

### **9.2.1.3 Overskudsgraden - Operating Profit Margin, EBIT%**

Overskudsgraden viser, hvor stor en procentdel af virksomhedens omsætning, som resulterer i overskud. Overskudsgraden kan derfor fortælle en del om en virksomheds indtjeningssevne. Overskudsgraden er oplyst i regnskabet for H&M, men beregnes således:

$$\text{Overskudsgrad} = \text{Resultat af primær drift} * 100 / \text{nettoomsætning}$$



Tabel 13 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Overskudsgraden er således påvirket af resultatet af den primære drift og omsætningen. Som det ses i ovenstående grafer falder overskudsgraden i takt med omsætningen falder, indtil år 2019/20, hvor overskudsgraden får et nøk opad, som følge af en stigning i resultatet af primær drift som går fra t.DKK 31.476 i år 2019/20 til t.DKK 54.618 i 2020/21, som følge af en stigning i driftsindtægter, herunder hjælpepakker. Stigningen i overskudsgraden sker i en tid, hvor corona-krisen hærger, og hvor omsætningen også lider et tab. Det har dog alligevel lykkedes H&M at tjene penge. Overskudsgraden er i 2021 næsten tilbage på samme niveau som i 2017, hvor Covid-19 krisen endnu ikke havde påvirket virksomhedens resultater. Dette er positivt påvirket af de hjælpepakker, virksomheden kunne søge om i denne tid. Overskudsgraden er således i analyseperioden faldet fra 2,81 % i år 2016/17 til 2,79 % i 2020-2021, hvilket er et fald på 0,2 procentpoint. Det er et lille fald set i lyset af den krise, der har hærget i analyseperioden. H&M har således været i stand til omsætte en god del af deres omsætning til overskud.

Overskudsgraden har en påvirkning på afkastningsgraden. Det vil sige, at en stigning i overskudsgraden påvirker afkastningsgraden positivt, mens en faldende overskudsgrad vil påvirke afkastningsgraden negativt, hvilket også kan ses i nøgletallene for H&M.

#### 9.2.1.4 Capital Turnover

Capital Turnover, viser forholdet mellem virksomhedens omsætning og dens investerede kapital. Nøgletallet er derfor et udtryk for virksomhedens evne til at skabe omsætning på grundlag af den investerede kapital. Nøgletallet beregnes således:

$$\text{Capital Turnover} = \text{Omsætning} / \text{den gennemsnitlige investerede kapital}$$





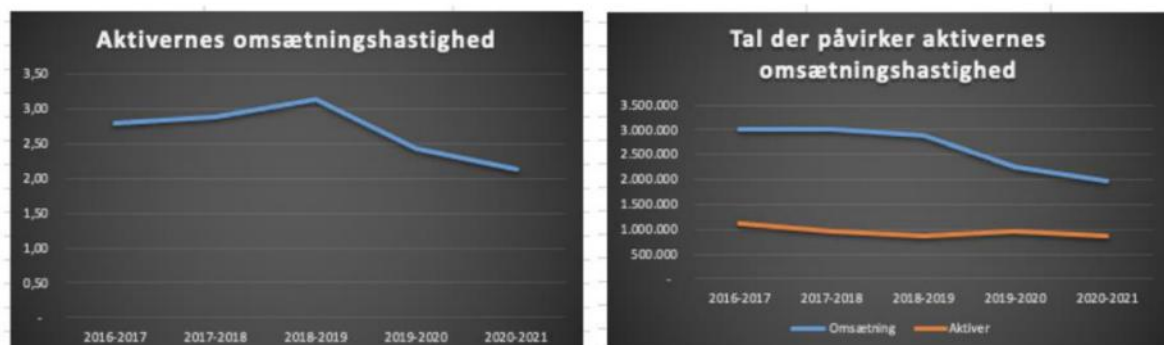
Tabel 14 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

H&M har haft en faldende capital turnover fra 2018/19 til 2020/21, hvilket indikerer at de har øget deres investeringer uden at øge omsætningen tilsvarende. Det kan skyldes, at de ikke har haft samme efterspørgsel på deres produkter som tidligere, grundet følgerne fra coronakrisen, men har været nødsaget til at opretholde butikkerne, så de blev ved med at se præsentable ud over for kunderne.

#### 9.2.1.5 Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed viser, hvordan det går med driften af virksomheden, samt giver en indikation på, om man er hurtig eller langsom til at omsætte varer og aktiver. Aktivernes omsætningshastighed beregnes således:

$$AOH = \text{Nettoomsætning} / \text{gennemsnitlige Aktiver}$$



Tabel 15 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Aktivernes omsætningshastighed er svingende i den 5-årige analyseperiode. H&M er gået fra at have en stigende omsætningshastighed, til at have et større fald fra 3,13 i 2018/19 til 2,44 i 2019/20. Det skyldes, at H&M har et større fald i omsætningen end i deres aktiver. Det ses tit i krisetider, fordi det ofte er sværere at reducere mængden af aktiver i samme grad, som faldet i omsætningen. H&M binder derfor deres aktiver i varelagre og særligt tilgodehavende hos tilknyttede virksomheder. I 2020/2021 har H&M en omsætningshastighed på 2,14, hvilket svarer til, at de omsætter aktiverne 2,14 gange - altså at for hver krone, der bliver investeret i

aktiver, vil der være 2,14 kr. i omsætning. Sammenlignet med Inditex Danmark A/S, som ejer Zara butikkerne i Danmark, som er en af H&Ms tætteste konkurrenter, ligger de nogenlunde på niveau med hinanden. Aktivernes omsætningshastighed i Inditex Danmark i 2021/22 ligger på 2,21 og 1,48 i 2020/21 (63 - Årsregnskabet 2020/21 og 2021/22). Aktivernes omsætningshastighed er derfor tilfredsstillende for H&M.

H&M skal dog gerne ligge i den høje ende, da modevarer er ferske varer, hvilket forudsætter en høj omsætningshastighed af varelageret for hele tiden at kunne tilbyde kunderne nye og inspirerende varer. Fast Fashion har også en stor påvirkning på lageret, da kollektionerne hurtigere bliver skiftet ud, som også er med til at forudsætte en højere omsætningshastighed. Risikoen er dog, at en del af kollektionen ikke falder i kundernes smag eller man ikke får solgt alt inden en ny kollektion kommer frem, hvilket medfører betydelige rabatter og prisnedsættelser. Herudover kan de danske vejrforhold også påvirke omsætningshastigheden. Meget regn og lave temperaturer i starten af forårssæsonen vil påvirke salget af en forårskollektion negativt (46 - Årsregnskabet 2020/21, ledelsesberetning).

## **9.2.2 Gearing**

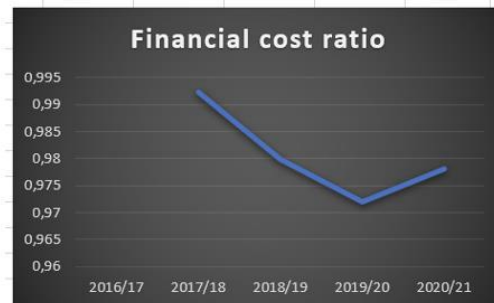
### **9.2.2.1 Financial Cost Ratio**

Financial cost ratio beregnes ud fra resultatopgørelsen, og betyder hvilken resultatpåvirkning renteomkostningerne har for H&M. Tallet viser, om resultat før skat (EBT) sammenlignet med resultatet før renter (EBIT) aftager ved forøgelse af gælden. Såfremt man øger gælden, bør renteomkostningerne ligeledes forøges. EBIT er uafhængig af, at gælden forsøges, mens det er EBT, der påvirkes af en renteforøgelse, hvilket giver et fald i financial cost ratio.

Hvis man har en financial cost ratio som ligger tæt på 1, betyder det, at virksomheden i stor grad er finansieret af egenkapitalen, da det ses, at der ingen eller næsten ingen forskel er mellem EBT og EBIT, hvilket er tilfældet hos H&M. Det ses at i år 2020/21 falder virksomhedens gæld. Dog er de finansielle omkostninger stigende, som følge af det høje renteniveau på nuværende tidspunkt, hvorfor cost ratio ikke er endnu tættere på 1. I hele analyseperioden ligger financial cost ratio dog tæt på 1, hvilket betyder, at virksomheden i stor grad er finansieret af egenkapital. Den finansielle cost ratios maksimale værdi er 1, hvilket betyder, at såfremt en virksomhed har

en cost ratio på 1, betyder det, at der ingen gæld er i virksomheden - og så er der tale om en unlevered virksomhed. Nøgletallet beregnes således:

$$\text{Financial Cost Ratio} = \text{Earning before tax (EBT)} / \text{Earnings before interest and tax (EBIT)}$$



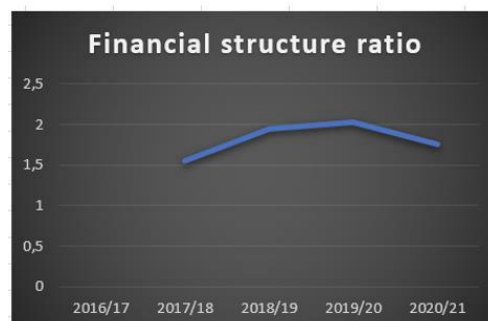
Tabel 16 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

### 9.2.2.2 Financial Structure Ratio

Financial structure ratio beregnes ud fra balancen, og fortæller om virksomhedens investerede kapital er finansieret af egenkapital og/eller gæld.

Nøgletallet beregnes således:

$$\text{Financial Structure Ratio} = \text{Invested capital} / \text{owner equity}$$



Tabel 17 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Hvis man har en financial structure ratio på 1, som er den minimale værdi, betyder det, at den investerede kapital er finansieret 100 % af egenkapitalen. Det ses, at financial structure ratio i hele analyseperioden ligger over 1, hvilket betyder at H&M er finansieret af egenkapital og gæld. Gælden har været stigende i analyseperioden indtil år 2019/20, hvilket betyder, at H&M har haft større behov for at finansiere sin egenkapital med gæld. Fra 2019/20 til 2020/21 sker der et fald i gæld samtidig med en stigning i egenkapital, hvilket bringer financial structure ratio tættere på 1 i denne periode, som betyder, at en større del af gælden er egenkapitalfinansieret.

Det ses også i dette år, at financial cost ratio stiger, som følge af, at der bliver mindre gæld, da det ses, at der ingen eller næsten ingen forskel er mellem EBT og EBIT.

### 9.2.2.3 Financial Leverage Multiplier

Financial Leverage Multiplier betyder på dansk en multiplikator for finansiell gearing. Nøgletallet fortæller om forholdet mellem gæld og egenkapital. Såfremt virksomheden erstatter noget af egenkapitalen med gæld, øges den finansielle gearing. Jo højere gearing der er, jo højere risiko er der ligeledes, da man i så fald har mere gæld. En virksomhed *uden* gæld betegnes som unlevered, mens en virksomhed *med* gæld betegnes som levered.

Nøgletallet beregnes således:

$$\text{Financial Leverage Multiplier} = \text{Financial structure ratio} * \text{financial cost ratio}$$



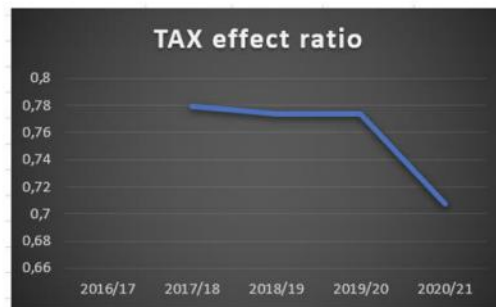
Tabel 18 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Ligesom ved financial cost ratio og financial structure ratio ses det, at gearingen stiger i de år hvor gælden øges, og man har brug for mere fremmedfinansiering, mens fra år 2019/20 til 2020/21 falder gearingen som følge af, at man bliver mere egenkapitalfinansieret. Da financial leverage multiplier i hele analyseperioden er større end 1, betyder det også, at ROE udgør mere end ROIC.

### 9.2.2.4 TAX effect ratio

Tax effect ratio betyder på dansk, hvad den effektive skatteprocent i virksomheden er. Det vil sige, at den indikerer, hvor stor en del af overskuddet, H&M får lov til at beholde efter de har betalt skat. Nøgletallet beregnes således:

$$\text{TAX effect ratio} = \text{Resultat efter skat (EAT)} / \text{Resultat før skat (EBT)}$$



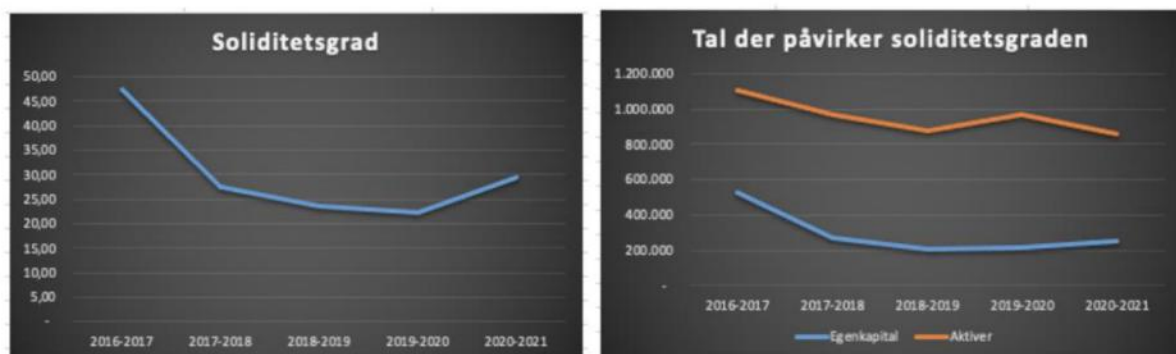
Tabel 19 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Nøgletallet har i hele analyseperioden ligget solidt omkring de 22 %, som har været skatteprocenten for selskabsskat i Danmark de sidste par år (64 - Selskabsskat - hvad er selskabsskat?). Dog falder den i 2020/21 til 29 %, grundet selskabsskatter fra tidligere år. Dette skyldes, at der er lagt en korrektion ind i skatten på DKK 3. mio. I regnskabet 2020/21 er det beskrevet som selskabsskatter fra tidligere år.

### 9.2.3 Soliditetsgrad

En soliditetsgrad viser, hvor stor en del af virksomhedens samlede aktiver, der er finansieret med egenkapital. Soliditetsgraden giver endvidere også en indikation på, hvor sårbar virksomheden er over for eventuelle tab. Soliditetsgraden er oplyst i H&Ms regnskab, og beregnes således:

$$\text{Soliditetsgrad} = \text{Egenkapital} * 100 / \text{aktiver}$$



Tabel 20 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Soliditetsgraden har været faldende i analyseperioden fra 47,56 % i 2016/2017 til 29,61 % i 2020/2021.

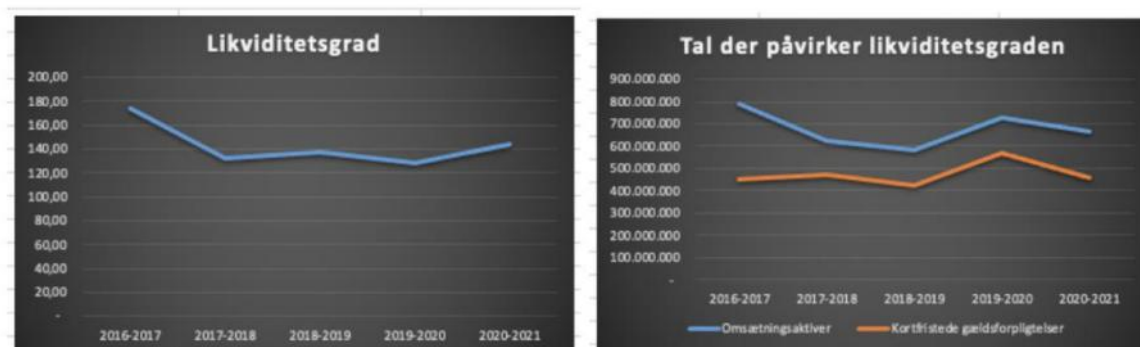
Som tommelfingerregel siger man, at soliditetsgraden skal ligge mellem 30 - 40 %, for at være tilfredsstillende. H&Ms soliditetsgrad har udviklet sig fra at være meget tilfredsstillende på 47,56 % i år 2016/17 til utilfredsstillende i år 2017/18 og 2018/19, hvor den har ligget på

henholdsvis 27,45 % og 23,71 %, også til at ligge lige under grænsen til et tilfredsstillende niveau på 29,61 % i år 2020/21. H&M vil derfor opleve, at virksomheden kan blive stillet overfor større krav af långiveren, hvis/når de vil optage et lån grundet den knap så solide soliditetsgrad. Den faldende soliditetsgrad, skyldes at H&M har foreslået udbytte i 2016/2017 og 2017/2018, som er blevet udloddet i 2017/2018 og 2018/2019 af den oparbejdede egenkapital, som gør at egenkapitalen bliver mindre. Endvidere har H&M optaget mere gæld til at finansiere aktiverne i 2017/2018, som også har påvirkning på egenkapitalen. I 2019/2020 beholder H&M kapitalen, men de har måtte finansiere aktiverne ved hjælp af fremmedkapital. Det har blandt andet været gennem gæld til tilknyttede virksomheder. Fra 2019/20 til 2020/21 stiger soliditetsgraden igen, som skyldes, at H&M beholder kapitalen inde i virksomheden ved ikke at udlodde kapitalen, samt at de er bedre til at finansiere deres aktiver. Det skyldes, at man har haft likvider til at tilbagebetale noget af deres oparbejdede gæld, herunder gæld til tilknyttede virksomheder, samt nedbringe aktiverne, blandt andet som følge af nedlukning af butikkerne. H&M bevæger sig i den rigtige retning efter et nøk i soliditetsgraden, og er igen på rette vej til at have en solid virksomhed.

#### 9.2.4 Likviditetsgrad

Likviditetsgraden viser, hvor likvid en betalingsevne virksomheden har, og om man er i stand til at kunne betale sine kortfristede gældsforpligtelser nu og her. Likviditetsgraden er ikke oplyst i H&Ms regnskab, som de øvrige nøgletal. Til at beregne likviditetsgraden bruges nedenstående formel.

$$\text{Likviditetsgrad} = (\text{Omsætningsaktiver} * 100) / \text{kortfristet gæld}$$



Tabel 21 – Udarbejdet af forfatterne Rikke og Marie

Likviditetsgraden er overordnet set faldet i løbet af den 5-årige analyseperiode, idet den er faldet fra 173,96 % i 2016/2017 til 144,10 % i 2020/2021. Likviditetsgraden skal som minimum være

på 100 % for at der er tilstrækkelig likviditet til at kunne betale de kortfristede gældsforpligtelser. Dog ser man gerne, at en tilfredsstillende likviditetsgrad ligger mellem 150 - 200 %. I 2016/2017 lå likviditetsgraden på et tilfredsstillende niveau på 173,96 %, men falder i 2017/2018 grundet et fald i tilgodehavende til tilknyttede virksomheder og varelager. Dette er som følge af, at man er blevet bedre til at sælge ud af varelageret. Varelageret har været påvirket af mange rabatter samt tilbud, for at få solgt ud af gamle varer på lageret (65 - Årsregnskabet 2021/18). Endvidere er gælden til tilknyttede virksomheder også steget, som er en nemmere finansieringsmetode end at låne penge af banken. I 2020/2021 er likviditetsgraden ved at være tæt på 150 % igen, da den ligger på 144,10 %. Dette fortæller os, at H&M er i stand til at indfri den kortfristede gæld, samtidig med at de har likviditet tilbage til at betale uforudsete regninger, lønninger eller lignende.

## 10. Budgettering

For at besvare problemformuleringen vedrørende at værdiansætte H&M udarbejdes der et budget for de kommende fem år for H&M Danmark. Budgettet udarbejdes på baggrund af tidligere års udvikling i regnskabstallene til - og med 2020/2021, udvikling i nøgletal og ovenstående strategiske analyser for at give et retvisende billede heraf. Der vil således også blive taget forbehold for de nuværende markedsvilkår. Budgetperioden vil være fra 2021/22 og frem til 2025/26. Budgettet vil danne grundlag for værdiansættelsen.

Vi har valgt en budgetperiode på 5 år, da det giver et retvisende billede af budgetteringen for en tøjvirksomhed som H&M. Det kan være svært at spå om fremtiden, hvorfor en længere budgetperiode hurtigt kan blive uden relevans. Tøjbranchen er en konjunkturudsvingene branche, hvorfor det kan være uforudsigeligt at sige, hvad der sker om ti år.

Nedenfor ses budgettet for resultatopgørelsen.

| Budgettal for resultatopgørelsen | 2020/2021R    | 2021/22B      | 2022/23B      | 2023/24B      | 2024/25B      | 2025/26B      |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Omsætning                        | 1.959.284.700 | 1.880.913.312 | 1.786.867.646 | 1.697.524.264 | 1.612.648.051 | 1.532.015.648 |
| Vareforbrug                      | - 654.851.200 | - 553.349.264 | - 498.014.338 | - 448.212.904 | - 403.391.613 | - 363.052.452 |
| Andre eksterne omk.              | - 706.401.500 | - 671.081.425 | - 637.527.354 | - 605.650.986 | - 575.368.437 | - 546.600.015 |
| Personaleomk                     | - 620.379.300 | - 601.767.921 | - 595.750.242 | - 589.792.739 | - 583.894.812 | - 578.055.864 |
| Andre driftsindtægter            | 145.247.700   | 18.000.000    | 18.000.000    | 18.000.000    | 18.000.000    | 18.000.000    |
| EBITDA                           | 122.900.400   | 72.714.702    | 73.575.713    | 71.867.635    | 67.993.189    | 62.307.317    |
| EBITDA-margin                    | 6,27%         | 3,87%         | 4,12%         | 4,23%         | 4,22%         | 4,07%         |
| Afskrivninger                    | - 68.282.200  | - 24.052.900  | - 34.994.557  | - 42.788.526  | - 48.400.183  | - 52.440.577  |
| EBIT                             | 54.618.200    | 48.661.802    | 38.581.156    | 29.079.109    | 19.593.005    | 9.866.741     |
| EBIT-margin                      | 2,79%         | 2,59%         | 2,16%         | 1,71%         | 1,21%         | 0,64%         |
| Finansielle indtægter            | 137.900       | 135.000       | 120.000       | 120.000       | 120.000       | 120.000       |
| Finansielle omk.                 | - 1.330.600   | - 1.370.518   | - 1.397.928   | - 1.411.908   | - 1.426.027   | - 1.440.287   |
| EBT                              | 53.425.500    | 47.426.284    | 37.303.228    | 27.787.201    | 18.286.979    | 8.546.454     |
| Skat af årets resultat           | - 15.625.600  | - 10.433.782  | - 8.206.710   | - 6.113.184   | - 4.023.135   | - 1.880.220   |
| EAT                              | 37.799.900    | 36.992.502    | 29.096.518    | 21.674.017    | 14.263.843    | 6.666.234     |

Tabel 22 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie



Under nedenstående afsnit vil der være en forklaring af de budgettal, vi er kommet frem til. Hele budgettet kan ses i bilag 5.

## 10.1 Omsætning

I nedenstående figur vises den procentuelle udvikling af omsætningen i budgetperioden.

| Udvikling af resultatopgørelse budget tal | 2020/2021R       | 2021/22B         | 2022/23B         | 2023/24B         | 2024/25B         | 2025/26B         |
|-------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Omsætning                                 | 1.959.284.700,00 | 1.880.913.312,00 | 1.786.867.646,40 | 1.697.524.264,08 | 1.612.648.050,88 | 1.532.015.648,33 |
| Udvikling                                 |                  | -4%              | -5%              | -5%              | -5%              | -5%              |

Tabel 23 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Ved budgettering af omsætningen kigges der på markedsudviklingen for køb af tøj. I perioden for regnskabsanalysen (år 2016-2021) sker der gennemsnitligt et fald i omsætningen på 9,82 %. Dette gennemsnitstal er påvirket af, at omsætningen i nogle af årene er ramt af corona-krisen, som netop kostede et større fald i omsætningen. Dette ses særligt i årene 2018/19 til 2020/21. Siden da har der været en genåbning af samfundet, hvorfor vi ikke forventer, at faldet i omsætningen fortsat vil være på niveau med tidligere. Dog fortsætter tendensen med at fysiske butikker mere og mere bliver udkonkurreret af onlinesalg, hvilket fremadrettet fortsat vil koste en nedgang i omsætningen for H&M Danmark, da onlinesalget kun bliver medregnet i koncernregnskabet. Derfor er omsætningen anslået med et fald på 4 og 5 % på baggrund heraf.

## 10.2 Vareforbrug

På samme måde som ovenstående, er den procentuelle udvikling af vareforbruget vist i nedenstående figur.

| Udvikling af resultatopgørelse budget tal | 2020/2021R       | 2021/22B         | 2022/23B         | 2023/24B         | 2024/25B         | 2025/26B         |
|-------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Vareforbrug                               | - 654.851.200,00 | - 553.349.264,00 | - 498.014.337,60 | - 448.212.903,84 | - 403.391.613,46 | - 363.052.452,11 |
| Udvikling                                 |                  | -16%             | -10%             | -10%             | -10%             | -10%             |

Tabel 24 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Det budgetterede vareforbrug vurderes at være faldende i budgetperioden, da H&M som beskrevet ovenfor også vil opleve et fald i omsætningen. De følges som regel ad, da de begge er variable parametre, som er styret af afsætningen. Sammenlignet med regnskabsperioden i de offentliggjorte regnskaber fra 2016/17 og frem til 2020/21 har der dog været en tendens til et større fald i vareforbruget end i omsætningen. Det kan skyldes, at H&M har forbedret deres købsaftaler, og presset leverandørerne lidt ekstra, idet de har haft udfordringer med deres afsætningsmuligheder. Derfor har de haft behov for at presse omkostningerne ned, for at kunne opretholde bruttofortjenesten.



Det antages at udviklingen i vareforbruget fremadrettet vil have samme tendens, som der har været tidligere, hvor vareforbruget er faldet procentmæssigt mere end omsætningen. Det ses særligt i budgettallene for 2021/2022, hvor faldet i vareforbruget antages at være større end i de efterfølgende kommende år, da virksomheden i dette år stadig vil være påvirket af coronafølgerne. Faldet i vareforbruget forventes, at skyldes, at H&M fortsat vil være presset på faktorer som blandt andet EU-tekstilstrategien, som også nævnt i PESTEL. EU-tekstilstrategien sætter større krav til virksomheden, hvilket gør, at H&M vil have behov for at fremadrettet stadig at presse deres leverandøraftaler, så de kan bibeholde deres lave priser på produkterne.

### 10.3 Andre eksterne omkostninger

| Udvikling af resultatopgørelse budget tal | 2020/2021R       | 2021/22B         | 2022/23B         | 2023/24B         | 2024/25B         | 2025/26B         |
|-------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Andre eksterne omk.                       | - 706.401.500,00 | - 671.081.425,00 | - 637.527.353,75 | - 605.650.986,06 | - 575.368.436,76 | - 546.600.014,92 |
| Udvikling                                 |                  | -5%              | -5%              | -5%              | -5%              | -5%              |

Tabel 25 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Andre eksterne omkostninger omhandler poster vedrørende salg og administration, herunder lokaler, reklame, marketing, varesikring m.m (4 - Årsregnskabet 2020/21). Der har i de tidligere regnskabsår også været en tendens til, at andre eksterne omkostninger falder. Det hænger sammen med, at man skærer ned på omkostningerne, når aktiviteten er faldende og der lukkes butikker. Det forventes, at denne tendens vil fortsætte ud i fremtiden, idet de variable omkostninger, i form af omsætning og vareforbrug, er faldende. Der vil stadig være behov for drift af butikskasser, omkostninger til lokaler, reklame og marketing osv. Dog vil man forsøge at begrænse omkostningerne.

### 10.4 Personaleomkostninger

| Udvikling af resultatopgørelse budget tal | 2020/2021R       | 2021/22B         | 2022/23B         | 2023/24B         | 2024/25B         | 2025/26B         |
|-------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Personaleomk                              | - 620.379.300,00 | - 601.767.921,00 | - 595.750.241,79 | - 589.792.739,37 | - 583.894.811,98 | - 578.055.863,86 |
| Udvikling                                 |                  | -3%              | -1%              | -1%              | -1%              | -1%              |

Tabel 26 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

H&M har været ramt af nedgang og corona-krise, som mange andre virksomheder, som har gjort dem nødsaget til at skære ned på ansatte og antallet af butikker. Antallet af butikker er eksempelvis blevet beskåret fra 105 i år 2019/20 til 102 butikker i år 2020/21, samtidig med at koncernen har sagt farvel til 300 fuldtidsansatte i samme periode. H&M Danmark nævner i en artikel, at de har hentet omkring 16 mio. kr. på personaleomkostninger (66 - H&M's omsætning i Danmark falder til det laveste niveau i 15 år) fra regnskabsåret 2020/21 til 2021/22, hvis regnskab endnu ikke er offentliggjort. Vi har vurderet, at der med antallet af butikslukninger og

fyringer af personale ydermere bliver sparet nogle personaleomkostninger, hvorfor faldet i 2021/22 er på 3 %. I kroner og øre svarer det til DKK 18.611.379.

I ledelsesberetningen i det offentliggjorte regnskab for 2020/21 (4 - Årsregnskabet 2020/21) beskrives det, at H&M løbende vil åbne og lukke butikker i Danmark, for hele tiden at tilpasse sig markedet. Det har påvirkning på personaleomkostningerne, da man stadig vil afskedige medarbejdere - dog ikke i så høj grad som i 2021/22, hvorfor der vil ske et fald på 1 % i 2022/23 og frem til 2025/26. Herudover forventes det også, at de ansatte hvert år skal have en lønstigning, i takt med inflationen, hvilket også er med til at begrunde, at faldet i personaleomkostninger fastlægges til 1 %.

## 10.5 Andre driftsindtægter

| Udvikling af resultatopgørelse budget tal | 2020/2021R     | 2021/22B      | 2022/23B      | 2023/24B      | 2024/25B      | 2025/26B      |
|-------------------------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Andre driftsindtægter                     | 145.247.700,00 | 18.000.000,00 | 18.000.000,00 | 18.000.000,00 | 18.000.000,00 | 18.000.000,00 |
| Udvikling                                 |                | -88%          | 0%            | 0%            | 0%            | 0%            |

Tabel 27 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Driftsindtægterne har særligt været høje i de offentliggjorte regnskaber for regnskabsanalyseperioden (år 2016-2021) grundet hjælpepakker i forbindelse med COVID-19. Der kommer derfor et stort fald i driftsindtægterne fra 2020/21 til 2021/22, da det antages, at der ikke kommer flere hjælpepakker, som H&M kan indtægtsføre.

Andre driftsindtægter er meget uforudsigelige, idet det afhænger af, hvor mange der ikke indløser deres gavekort, tab ved afhændelse af anlægsaktiver, samt andre uforudsigelige poster. Den er derfor vurderet til at være konstant i budgetperioden, da det er svært at anslå, hvor meget den vil stige eller falde.

## 10.6 Afskrivninger

| Udvikling af resultatopgørelse budget tal | 2020/2021R      | 2021/22B        | 2022/23B        | 2023/24B        | 2024/25B        | 2025/26B        |
|-------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Afskrivninger                             | - 68.282.200,00 | - 24.052.900,00 | - 34.994.556,80 | - 42.788.525,70 | - 48.400.183,30 | - 52.440.576,78 |
| Udvikling                                 |                 | -65%            | 45%             | 22%             | 13%             | 8%              |

Tabel 28 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

H&M beskriver i anvendt regnskabspraksis, at de afskriver vederlag for lejemålsrettigheder, driftsmidler og indretning af lejede lokaler over 5 år, samt bygninger over 33 år. Ligeledes beskriver de, at anskaffelser af enkeltaktiver under 30.700 kr. eller med en brugstid under 3 år omkostningsføres fuldt ud i anskaffelsesåret (4 - Årsregnskabet 2020/21). Jævnfør bilag 5, har

vi udarbejdet et anlægskartotek for budgetårene, hvor afskrivningerne er beregnet. Da det ikke kan ses, hvor meget der straksafskrives, er der taget en middelværdi på afskrivningerne på baggrund af de 5 foregående år. Afskrivningerne er faldende i 2021/22, da der ikke er taget højde for anskaffelser, der er straksafskrevet fuldt ud i regnskabsåret. I de efterfølgende år vil afskrivningerne stige i takt med, at afskrivningsgrundlaget bliver højere, som følge af flere tilgange i form af fx indretning af lejede lokaler og driftsmidler, som man skal afskrive på.

## 10.7 Finansielle poster

| Udvikling af resultatopgørelse budget tal | 2020/2021R     | 2021/22B       | 2022/23B       | 2023/24B       | 2024/25B       | 2025/26B       |
|-------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Finansielle indtægter                     | 137.900,00     | 142.037,00     | 143.940,30     | 145.869,10     | 147.823,74     | 149.804,58     |
| Udvikling                                 |                | 3,00%          | 1,34%          | 1,34%          | 1,34%          | 1,34%          |
| Finansielle omk.                          | - 1.330.600,00 | - 1.370.518,00 | - 1.386.553,06 | - 1.402.775,73 | - 1.419.188,21 | - 1.435.792,71 |
| Udvikling                                 |                | 3,00%          | 1,17%          | 1,17%          | 1,17%          | 1,17%          |

Tabel 29 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Udviklingen i finansielle poster er beregnet på baggrund af den gennemsnitlige udvikling af disse regnskabstal i perioden fra 2016-2021. Finansielle poster er generelt et udfordrende område at spå om udviklingen på, da renteniveau svinger meget, hvorfor budgettallene for finansielle poster i denne case bliver udarbejdet på baggrund af gennemsnitstal. Vi har således taget udviklingen år for år og lagt disse procenter sammen og divideret med antal år. For finansielle omkostninger giver det en middelværdi på 1,17 %, hvorfor vi i de budgetterede tal har en stigning på 1,17 % i finansielle omkostninger. Finansielle indtægter var i år 2016/17 og 2018/19 på 0, hvilket ikke gør det muligt for os at bruge samme metode, som ved finansielle omkostninger. I stedet har vi taget den gennemsnitlige udvikling af de to sidste år, hvilket giver en stigning i finansielle indtægter på 1,34 %. År 2021/22 er dog undtaget af ovenstående. Udviklingen af renteniveauet i både finansielle indtægter og omkostninger er i dette år sat til at stige med 3 % grundet den nuværende høje inflation og høje renteniveau i samfundet. I skrivende stund (d. 04.05.2023) har Den Europæiske Centralbank opjusteret renten - og Nationalbanken er fulgt trop (67 - Nationalbanken følger ECB og hæver renten). Af denne grund ser vi det realistisk at der er i regnskabet for 2021/22 er en højere udvikling af de finansielle poster, hvorefter renteniveauet igen vil stabilisere sig.

## 10.8 Skat og EBIT (Driftsresultat)

| Udvikling af resultatopgørelse budget tal | 2020/2021R    | 2021/22B      | 2022/23B      | 2023/24B      | 2024/25B      | 2025/26B     |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| EBIT                                      | 54.618.200,00 | 48.661.802,00 | 38.581.156,46 | 29.079.109,11 | 19.593.005,38 | 9.866.740,66 |
| Udvikling                                 |               | -11%          | -21%          | -25%          | -33%          | -50%         |

Tabel 30 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

På baggrund af nedskæringer og fald i regnskabstallene, vil H&M se et lille fald i EBIT i budgetperioden. I ledelseserklæringen i det offentliggjorte regnskab for 2020/21 nævnes det også, at H&M i næste regnskabsår (2021/22) forventer en aktivitet og indtjening i niveau med året før, herunder et driftsresultat i størrelsesorden 45 - 50 mio. kr (4 - Årsregnskabet 2020/21), hvilket stemmer overens med at vores udarbejdet budgettal rammer en EBIT på 49 mio. kr. Ud fra EBT bliver der beregnet en skat på 22%, som H&M skal betale til staten. De 22 % er fortsat på baggrund af, hvad selskabsskatteprocenten har været i Danmark i løbet af de sidste par år (64 - Selskabsskat - hvad er selskabsskat?).

I de efterfølgende år har H&M en faldende EBIT, som følge af et større fald i omsætningen end de resterende omkostninger, som er kommenteret ovenfor. Faldet begrundes med, at der i de kommende år vil komme endnu mere fart på onlinesalget, hvis omsætning ikke indgår i H&M Danmarks regnskabstal.

## 10.9 Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser

| Varedebitorernes omsætningshastighed | R2019/20         | R2020/21         | B2021/22         | B2022/23         | B2023/24         | B2024/25         | B2025/26         |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Omsætning                            | 2.250.177.000,00 | 1.959.284.700,00 | 1.880.913.312,00 | 1.786.867.646,40 | 1.697.524.264,08 | 1.612.648.050,88 | 1.532.015.648,33 |
| Tilgodehavende                       | 62.429.500       | 74.174.300       | 60.229.611       | 57.216.383       | 54.355.564       | 51.637.786       | 49.055.897       |
| Varedebitorernes omsætningshastighed | 36,04            | 26,41            | 31,23            | 31,23            | 31,23            | 31,23            | 31,23            |
| Dage                                 | 10               | 14               | 12               | 12               | 12               | 12               | 12               |

Tabel 31 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

I stedet for at angive en procentvis stigning eller fald i tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser beregnes tidligere års omsætningshastigheder, da det vurderes at give et mere retvisende billede at tage udgangspunkt i de udregnet omsætningshastigheder til fastlæggelse af de budgetterede tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser.

Budgettallene for tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser bestående af *andre tilgodehavender* og *tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser* fremkommer således som følge af en beregnet gennemsnitlig omsætningshastighed ud fra regnskabet for årene 2019/20 og 2020/21. Disse år er valgt, da de vurderes at give det mest retvisende billede af de krisetider verden på nuværende tidspunkt, er påvirket af. Det giver os en middelværdi på varedebitorernes omsætningshastighed på 12.

Varedebitorernes omsætningshastighed er et udtryk for, hvor hurtigt ens debitorer er til at betale deres skyldige beløb (68 - 10 nøgletal, der gør dig i stand til at udvikle din virksomhed). Sammen med den budgetterede omsætning, og middelværdien på omsætningshastigheden, angives H&Ms budgetterede tilgodehavende.

## 10.10 Varebeholdninger

| Varelagerets omsætningshastighed | R2019/20    | R2020/21    | B2021/22    | B2022/23    | B2023/24    | B2024/25    | B2025/26    |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Vareforbrug                      | 850.899.200 | 654.851.200 | 553.349.264 | 498.014.338 | 448.212.904 | 403.391.613 | 363.052.452 |
| Varebeholdninger                 | 180.858.700 | 160.347.300 | 125.922.482 | 113.442.902 | 102.098.611 | 91.888.750  | 82.699.875  |
| Varelagerets omsætningshastighed | 4,70        | 4,08        | 4,39        | 4,39        | 4,39        | 4,39        | 4,39        |

Tabel 32 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Ligeså vel som i ovenstående afsnit beregnes H&Ms varebeholdninger på baggrund af tidligere års omsætningshastigheder. Således har vi beregnet den gennemsnitlige omsætningshastighed af år 2019/20 og 2020/21 og benyttet den sammen med det budgetterede vareforbrug til at beregne et realistisk vareforbrug for de kommende budgetår.

Varelagerets omsætningshastighed fortæller, hvor mange gange varelageret bliver omsat på et år (68 - 10 nøgletal, der gør dig i stand til at udvikle din virksomhed). Jo højere tallet er, desto bedre er det for virksomheden, da det betyder, at varerne ligger på lageret i kortere tid. Modevarer er ferske varer, og forudsætter en høj omsætningshastighed for hele tiden at kunne tilbyde kunderne nye og inspirerende varer. Dette er også forbundet med en risiko om, at en del af en kollektion ikke falder i kundernes smag, som medfører betydelige rabatter og prisnedsættninger (4 - Årsregnskabet 2020/21), eller i værste fald, at nogle varer må smides ud. Ligeledes kan de uforudsigelige vejrforhold også påvirke salget. Netop dette kan være årsagen til, at H&M har en dalende omsætningshastighed på lageret fra 2019/20 til 2020/21, hvilket er mindre godt. Sammenlignet med Inditex Danmark, som ejer Zara butikkerne i Danmark, og er en tæt konkurrent til H&M, ligger H&Ms omsætningshastighed i den lave ende, da Inditex Danmark har en omsætningshastighed på 17 i 2021/22 og 20 i 2020/21 (63 - Årsregnskabet 2020/21 og 2021/22).

## 10.11 Varekreditorer

| Varekreditorernes omsætningshastighed | R2019/20       | R2020/21       | B2021/22       | B2022/23       | B2023/24       | B2024/25       | B2025/26       |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Vareforbrug                           | 850.899.200,00 | 654.851.200,00 | 553.349.264,00 | 498.014.337,60 | 448.212.903,84 | 403.391.613,46 | 363.052.452,11 |
| Varekreditorer                        | 38.983.400     | 31.875.800     | 26.119.211     | 23.714.968     | 21.343.472     | 19.209.124     | 17.288.212     |
| Varekreditorernes omsætningshastighed | 22             | 21             | 21             | 21             | 21             | 21             | 21             |
| Kreditdage                            | 17             | 18             | 17             | 17             | 17             | 17             | 17             |

Tabel 33 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Ligesom ved de to ovenstående afsnit, beregnes varekreditorerne på baggrund af tidligere års omsætningshastigheder. Således har vi beregnet den gennemsnitlige omsætningshastighed af år 2019/20 og 2020/21 og benyttet den sammen med det budgetterede vareforbrug til at beregne varekreditorerne for de kommende budgetår.

Varekreditorerne er et udtryk for, hvor lang kredittid virksomheden har hos deres kreditorer (68 - 10 nøgletal, der gør dig i stand til at udvikle din virksomhed). H&M har ikke haft de store udsving i omsætningshastigheden i år 2019/20 og 2020/21. De budgetterede kreditordage, som konstant vurderes at være 17 i budgetperioden, er udtryk for, at vi forventer, at H&Ms leverandører ikke ændrer betalingsbetingelser, og at de betaler deres regninger i samme hastighed.

Det er forskelligt fra virksomhedens størrelse og branche om en kreditor-omsætningshastighed er høj eller lav, men som udgangspunkt siger man, at en lav kreditor-omsætningshastighed er bedst (68 - 10 nøgletal, der gør dig i stand til at udvikle din virksomhed). En lav omsætningshastighed kan både betyde, at virksomheden har svært ved at betale sine regninger, men det kan også betyde, at de har lavet nogle stærke forhandlingsaftaler omkring kredittiden med leverandørerne, således de har længere tid til at betale dem, og på den måde beholder pengene i virksomheden, så lang tid som muligt.

### **10.12 Investeringer**

H&M har både til- og afgang, som har været svingende i den 5 årige regnskabsperiode, som kan ses i bilag 5. Grundet de store udsving, er der foretaget en middelværdi ud fra alle 5 år, som bruges som konstante værdier i alle budgetårene. Afskrivninger er omtalt særskilt i ovenstående, se afsnit 10.6.

I ledelsesberetningen skriver H&M, at de fortsat vil være så attraktive som muligt over for kunderne, og stå stærkt på det danske marked nu og i fremtiden. Butiksnettet vil løbende blive tilpasset og vurderet, herunder åbning og lukning af butikker samt fornyelse af eksisterende butikker (4 - Årsregnskabet 2020/21). Derfor er der både til- og afgang i budgetårene.

### **10.13 Øvrige poster**

I de øvrige budgetterede poster som ikke er beskrevet ovenfor, er der foretaget en middelværdi i de foregående 3 år. Det skyldes, at det er poster, der er svære at forudsige, hvor meget de vil stige eller falde.

## 11. Værdiansættelse

En værdiansættelse er som navnet indikerer en beregning af, hvad den pågældende virksomhed er værd lige nu og her. Der findes forskellige metoder, man kan benytte for at beregne værdien af en virksomhed, men de mest almindelige metoder er:

- Værdiansættelse ved brug af comparables fx P/E eller EBITDA-multiplier
- Discounted Cashflow (DCF)
- Værdiansættelse på baggrund af likvidationsværdien eller genanskaffelsesværdien

Der vil i denne case blive beregnet en værdi på baggrund af DCF-metoden. DCF-modellen tager udgangspunkt i virksomhedens fremtidige forventede indkomst. Således beregnes værdiansættelse ved en opgørelse af de fremtidige forventede frie pengestrømme for en vis periode. Den frie pengestrøm er de penge, som virksomheden frit kan råde over efter man har betalt alting. Det vil sige, at det er forskellen på virksomhedens pengestrøm og investeringsudgifterne (69 - Værdiansættelse af virksomhed). Det er nødvendigt at have udarbejdet budgetter for virksomheden, før man kan gøre brug af metoden, hvorfor et godt kendskab til virksomheden kan være nødvendigt for at få den mest realistiske værdi. I denne case er budgetterne udarbejdet på baggrund af dybdegående strategiske analyser og regnskabsanalyser, da det ikke har været muligt at opsætte interview med virksomheden.

### 11.1 Værdiansættelse efter DCF-metoden

#### 11.1.1 Step 1 - Fastlæggelse af kapitalomkostninger:

For at kunne lave en beregning af værdien af virksomheden ud fra DCF-metoden skal man først finde frem til virksomhedens WACC. WACC står for *weighted average cost of capital* og betyder således vægtet gennemsnitlige kapitalomkostninger. WACC er, som den danske oversættelse indikerer, et udtryk for de omkostninger, der er forbundet med fremskaffelse af kapital til virksomheden. Der tages både højde for ejernes og långivernes afkastkrav.

WACC beregnes således:

$$(\text{egenkapitalandel} * \text{egenkapitalomkostning}) + (\text{fremmedkapitalandel} * \text{fremmedkapitalomkostning})$$

(70 - DFC-modellen)

For at kunne beregne WACC skal man således først beregne fremmedkapitalandelen, som beregnes således:  $Gæld/balance$ , hvor der tages udgangspunkt i regnskabsåret 2020/21. Det vil sige  $459.558.600 / 860.243.600 = 53 \%$ . Derefter beregnes andelen af egenkapitalen, som beregnes således:  $Egenkapital/balance = 400.685.000 / 860.243.600 = 47 \%$ .

Det ses dermed at 53 % af kapitalstrukturen udgøres af gæld, mens 47 % udgøres af egenkapital.

### 11.1.2 Step 2 - Fastlæggelse af egenkapitalomkostningen

Næste step til beregning af WACC er at finde frem til egenkapitalomkostningen. Før man kan fastlægge egenkapitalomkostningen, som også kaldes *cost of equity*, er der nogle øvrige faktorer, der skal på plads. Cost of equity udregnes ved at sige, den risikofrie rente + (betaværdien \* risikopræmien). Det er derfor nødvendigt først at analysere sig frem til, hvad værdien er på netop disse faktorer. Dette gøres nedenfor.

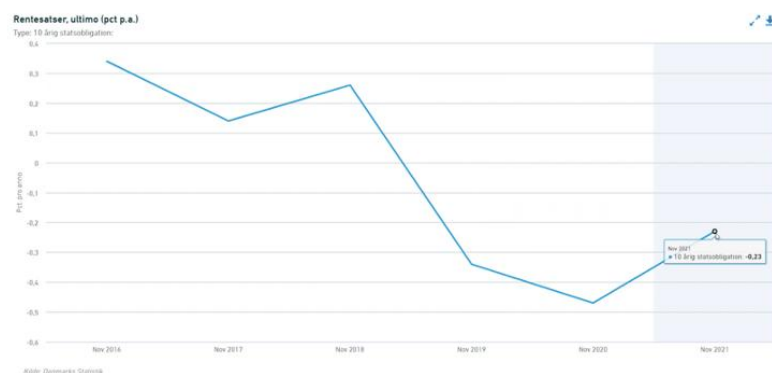
#### 11.1.2.1 Step 2.1 - Den risikofrie rente

Den risikofrie rente er den rente, som en investor får ved en såkaldt risikofri investering. Med det menes, at der er tale om et sikkert afkast, hvor investor ikke vil løbe samme risiko, som ved investering i f.eks. aktier (71

- Risikofri rente). Når man fastsætter den risikofrie rente anvender man i praksis ofte den effektive rente på en 10-årig statsobligation, hvilket også er en metode, som skattestyrelsen tilslutter sig (72 - Risikofri rente).

Såfremt der er tale om

værdiansættelse af en dansk virksomhed eller dansk aktivitet (hvilket er tilfældet her) bruges således den effektive rente på den 10-årige statsobligation, som den risikofrie rente. I ovenstående graf ses udviklingen af statsobligationen i analyseperioden. Pr. 30. november 2021, hvilket er den dato, hvorfra værdiansættelsen af H&M Danmark ønskes beregnet, ses det, at den 10-årige statsobligation er -0,23, hvorfor det er denne værdi, der tages udgangspunkt i som værende den risikofrie rente.



Tabel 34 – Statistik Banken, (73 - Graf over statsobligationen)



### 11.1.2.2 Step 2.2 - Estimering af beta

En beta-værdi kan fortælle noget om kursfølsomheden på en aktiekurs sammenholdt med markedet som helhed. Det vil sige, at en beta-værdi kan fortælle om en aktiekurs svinger mere eller mindre end markedet som helhed (74 - Beta). Den neutrale beta-værdi er 1, mens en beta-værdi mellem 0 og 1 betyder, at risikoen er mindre end markedet og en beta-værdi større end 1 betyder, at aktien har en større risiko end markedet som helhed.

Man kan kun beregne betaværdien ved virksomheder, der handles på et aktivmarked, såsom en børs. Eftersom H&M Danmark ikke er børsnoteret bruges hjemmesiden Damodaron til at finde beta-værdien for H&M Danmark. Damodaron viser, at ud fra branchen *retail*, hvor 17 virksomheder er analyseret, har man fundet en betaværdi på 0,74. Det betyder at H&M Danmark har en risiko, der er mindre end markedet, hvilket med andre ord betyder, at H&M Danmark vil være mindre ustabil end markedet som helhed.

| Industry Name    | Number of firms | Beta |
|------------------|-----------------|------|
| Retail (General) | 17              | 0,74 |

Tabel 35 – Damodaran, (75 - Levered and Unlevered Betas by Industry (Europe))

### 11.1.2.3 Step 2.3 - Risikopræmie

En risikopræmie er det afkast over det risikofrie afkast, som man forventer af en investering. Det er med andre ord en form for kompensation for, at investoren i aktivet tager en større risiko sammenlignet med det risikofrie aktiv (76 - Risikopræmie). Der findes tre valide måder, jf. skat, at vurdere og finde en risikopræmie på. Den kan fastsættes ud fra at rundspørge, historiske observationer eller forventninger til risikopræmien (77 - Markedsrisikopræmie). I denne case er risikopræmien valgt på baggrund af en offentliggjort undersøgelse af Holm, Petersen og Plenborg jf. SKAT. Undersøgelsen konkluderer at danske revisionsfirmaer, banker, private equity-investorer og management konsulenter i gennemsnit anvender en markedsrisikopræmie på 4,5 % (77 - Markedsrisikopræmie), hvorfor vi har valgt at gøre det samme.

### 11.1.2.4 Step 2.4 - Beregning af ejernes afkastkrav, Cost of Equity

På baggrund af ovenstående risikofrie rente, betaværdi og risikopræmien kan ejernes afkastkrav, også kaldet Cost of Equity beregnes. Ejernes afkastkrav er det krav om afkast, som ejerne forlanger af sin investering. Det beregnes således:

$$\text{Risikofrie rente} + (\text{beta-værdi} * \text{risikopræmien}) \rightarrow -0,23 + (0,74 * 4,5) = 3,10 \%$$

Således forlanger ejerne et afkast på 3,10 % af sine investeringer.

### 11.1.3 Step 3 - Fastlæggelse af fremmedkapitalomkostningen

For at kunne finde frem til fremmedkapitalomkostningen skal man først have styr på den risikofrie rente, som vi har fastlagt ovenfor, den gennemsnitlige gældsrente og den effektive skatteprocent. Redegørelsen for de øvrige tal findes herunder.

#### 11.1.3.1 Step 3.1 - Den gennemsnitlige gældsrente

Til estimering af lånerenten er der i denne case igen taget udgangspunkt i hjemmesiden Damodaron, som er en hjemmeside, der besidder en masse data vedrørende diverse parametre, som en værdiansættelse udregnes på baggrund af. Den gennemsnitlige gældsrente er, ifølge hjemmesiden, for retail-branchen på 4,94 % (After-tax cost of debt).

| Industry Name    | Number of Firms | Beta | Cost of Equity | E/(D+E) | Std Dev in Stock | Cost of Debt | Tax Rate | After-tax Cost of Debt |
|------------------|-----------------|------|----------------|---------|------------------|--------------|----------|------------------------|
| Retail (General) | 17              | 0,74 | 9,39%          | 42,25%  | 32,72%           | 6,57%        | 14,50%   | 4,94%                  |

Tabel 36 – Damodaran, After-tax cost of debt (Europe)

#### 11.1.3.2 Step 3.2 - Den effektive skatteprocent

Den effektive skatteprocent er fastsat til 22 %, idet selskabsskatten har været ligget på 22 % siden år 2016 (64 - Selskabsskat - hvad er selskabsskat?).

#### 11.1.3.3 Step 3.3 - Fremmedkapitalomkostningen

Fremmedkapitalomkostningen er udregnes således:

$(\text{Den risikofrie rente} + \text{den gennemsnitlige gældsrente}) * (1 - \text{den effektive skatteprocent}) \rightarrow (-0,23 \% + 4,94 \%) * (1 - 22 \%) = 3,67 \%$ .

Således har H&M Danmark en fremmedkapitalomkostning på 3,67 %.

### 11.1.4 Step 4 - Beregning af WACC

På baggrund af ovenstående tal er det nu muligt at beregne WACC. Som nævnt beregnes WACC ved at sige (egenkapitalandel \* egenkapitalomkostning) + (fremmedkapitalandel \* fremmedkapitalomkostning). Beregningen ses nedenfor:

$$\text{WACC} = (47\% * 3,10 \%) + (53 \% * 3,67 \%) = 3,41 \%$$

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| Egenkapitalandel            | 47%    |
| Fremmedkapitalandel         | 53%    |
| Den risikofrie rente        | -0,23% |
| Betaværdien                 | 4,50%  |
| Risikopræmien               | 0,74   |
| Den effektive skatteprocent | 22%    |
| Fremmedkapitalomkostning    | 4,94%  |

$$\text{Egenkapitalomkostninger} = -0,23 \% + 0,74 * 4,5 \% = 3,1 \%$$

$$\text{Fremmedkapitalomkostning} = (-0,23 \% + 4,94 \% ) * (1 - 22 \%) = 3,67 \%$$

$$\text{WACC} = (47 \% * 3,1 \%) + (53 \% * 3,67 \%) = 3,41 \%$$

*Tabel 37 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie*

Det betyder, at virksomhedens kapitalomkostninger er 3,41 %. Det vil sige, at den procentmæssige omkostning ved fremskaffelse af kapital til virksomheden er 3,41 %. Med andre ord betyder det, at en WACC på 3,41 % betyder, at virksomheden har en relativ lav samlet omkostning ved at finansiere sin virksomhed. Det kan skyldes, at virksomheden har en lav gældsbyrde og derfor betaler relativt lave renter på sin gæld. Det hænger også sammen med at H&M er blevet mere egenkapitalfinansieret i det sidste regnskabsår, som kommenteret under financial structure ratio. En lav WACC kan også indikere, at virksomheden har en lav risiko og derfor er mere attraktiv for investorer. Generelt betragtes en lav WACC som positiv for virksomheden, da det betyder, at virksomheden kan finansiere sin vækst og investere i nye projekter til en lavere omkostning.

#### 11.1.5 Step 5 - Beregning af det frie cash flow og DCF-metoden

Et cashflow viser penge, som går ud og ind i virksomheden, men det frie cash flow tager også forbehold for investeringsudgifter. Det vil sige, at det frie cash flow udtrykker virksomhedens finansielle præstation, når investeringsudgifterne er fratrasket. Således har man de penge tilbage, som eksterne investorer og ejere har til rådighed til at investere i løbende aktiviteter i virksomheden (78 - Cash Flow - Hvad er cash flow?). Nedenfor ses det udarbejdet frie cashflow for H&M Danmark.

| Værdi ud fra DCF:         | 2021/22B        | 2022/23B        | 2023/24B        | 2024/25B        | 2025/26B        |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Vækst i omsætningen       |                 |                 |                 |                 |                 |
| EBIT%                     |                 | -10,9%          | -20,7%          | -24,6%          | -32,6%          |
| WCR                       |                 | 325.843.716     | 357.771.027     | 325.033.752     | 313.170.942     |
| Tax effect ratio          |                 | 0,78            | 0,78            | 0,78            | 0,78            |
| Frit cash flow            | 2021/22B        | 2022/23B        | 2023/24B        | 2024/25B        | 2025/26B        |
| Omsætning                 | 1.880.913.312,0 | 1.786.867.646,4 | 1.697.524.264,1 | 1.612.648.050,9 | 1.532.015.648,3 |
| EBIT                      | 48.661.802,0    | 38.581.156,5    | 29.079.109,1    | 19.593.005,4    | 9.866.740,7     |
| EBIT*(1-tax)              | 37.956.205,6    | 30.093.302,0    | 22.681.705,1    | 15.282.544,2    | 7.696.057,7     |
| +depreciation             | 24.052.900,0    | 34.994.556,8    | 42.788.525,7    | 48.400.183,3    | 52.440.576,8    |
| -ændring i arbejdskapital | 69.933.684      | 31.927.312      | 32.737.275      | 11.862.809      | 2.168.953       |
| Netto investeringer       | 58.820.732,0    | 59.088.633,1    | 59.121.754,2    | 59.153.550,4    | 59.184.074,8    |
| Free Cash Flow            | 73.122.058,0    | 25.928.086,0    | 39.085.752,0    | 16.391.986,5    | 3.121.512,4     |
| Nettoinvesteringer        |                 |                 |                 |                 |                 |
| Anlægsaktiver, slut       | 232.785.132,0   | 256.879.208,3   | 273.212.436,8   | 283.965.803,9   | 290.709.302,0   |
| - Anlægsaktiver, start    | 198.017.300,0   | 232.785.132,0   | 256.879.208,3   | 273.212.436,8   | 283.965.803,9   |
| + Afskrivninger           | 24.052.900,0    | 34.994.556,8    | 42.788.525,7    | 48.400.183,3    | 52.440.576,8    |
| =                         | 58.820.732,0    | 59.088.633,1    | 59.121.754,2    | 59.153.550,4    | 59.184.074,8    |

Tabel 38 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Det ses, at det frie cashflow generelt er faldende i budgetårene, dog med et stort fald fra 2021/22 til 2022/23, som følge af en stigende arbejdskapital, hvilket primært kan begrundes med en stigning i tilgodehavende hos tilknyttede virksomheder. Et faldende frit cashflow betyder, at virksomheden har mindre penge til rådighed, efter at have betalt for sine driftsudgifter, investeringer og finansielle forpligtelser. Dette kan skyldes en række faktorer, såsom faldende indtægter, stigende omkostninger eller en øget investering i virksomhedens aktiviteter. Generelt betragtes et faldende frit cashflow som en negativ indikator for virksomheden, da det kan signalere at virksomheden har økonomiske problemer eller er i en ugunstig situation. For H&Ms vedkommende kan det faldende frie cashflow ydermere begrundes med, at det forventes at onlinesalget fylder mere og mere, og som tidligere nævnt indgår omsætningstallene af onlinesalg ikke i H&M Danmarks regnskab, hvorfor det ikke nødvendigvis betyder, at virksomheden er i en ugunstig situation, men blot skal føre forretning på andre vilkår.

### 11.1.6 Step 6 - DCF-metoden

For at kunne beregne værdiansættelsen af virksomheden skal der fastlægges en vækstrate i terminalperioden. Vækstraten i terminalperioden bør svare til den langsigtede nominelle vækstrate i samfundet. Det betyder, at der skal tages højde for inflationen tillagt realvækst (79 - Vækst i terminalperioden). Terminalvæksten i terminalperioden fastsættes derfor forsigtigt til 1,5 %, idét det forventes at blive en normaliseret inflation på sigt. Terminalvækstraten bruges til beregningen af terminalværdien.

|                                  |                    |  |  |  |                |
|----------------------------------|--------------------|--|--|--|----------------|
| Terminalværdi                    |                    |  |  |  | 163.726.995,07 |
| NPV af explicit forecast periode | kr. 98.790.569,28  |  |  |  |                |
| NPV af terminalværdi             | 138.477.866,33     |  |  |  |                |
| Samlet EV                        | kr. 237.268.435,61 |  |  |  |                |
| +cash (2020/21 regnskabet)       | 12.545.100,00      |  |  |  |                |
| -gæld (2020/21 regnskabet)       | 205.654.800        |  |  |  |                |
| =EK                              | 44.158.735,6       |  |  |  |                |
| WACC                             | 3,41%              |  |  |  |                |
| Terminalværdi                    | 1,50%              |  |  |  |                |

Tabel 39 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Ud fra ovenstående beregning, ved brug af DCF-modellen, vurderes det, at H&M Danmarks værdi pr. 30. november 2021 er 44.158.735,6 kr., ud fra den opgjorte finansielle præsentation.

H&M Danmark er kun en del af den børsnoterede koncern H&M Hennes & Mauritz AB, hvor hele koncernen afspejles ud fra en markedsværdi/børskurs som fastsættes ud fra selskabets resultater i årsregnskabet, forventninger til indtjeningen, udviklingen i den økonomiske udvikling og generelle faktorer (80 - Hvad er en aktie?). H&M Danmark er derfor ikke direkte børsnoteret, som gør at der ikke findes en markedsværdi/børskurs at sammenligne den udarbejdede værdi med.

#### **11.1.6 Kritik af DCF**

DCF-metoden er en kapitalværdibaseret model, hvis formål er at værdiansætte et projekt på baggrund af nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Modellen er forholdsvis nem at anvende, når man har analyseret sig frem til de fremtidige cash flows, og modellen tager også højde for tidsværdien af penge. Dog indgår der i modellen en del subjektive inputs, hvilket er et kritikpunkt, idét det kan medføre, at metoden giver for store udsving. De subjektive inputs betyder også, at for at bruge metoden optimalt bør man have et vis internt kendskab til virksomheden. Således vil metoden blive brugt mest retvisende af folk, som har internt kendskab til virksomheden. Denne case er udarbejdet på baggrund af sekundært data i form af hjemmesider, avisartikler, offentlige regnskaber m.m. Som nævnt i afgrænsningen har det ikke været muligt for os at opsætte et interview, og på trods af, at H&M har meget tilgængeligt information på nettet vil værdiansættelsen være påvirket af, at vi ikke har adgang til intern information, hvorfor der indgår subjektive inputs. Det påvirker hvor retvisende værdiansættelse vurderes at være.

## **12. Følsomhedsanalyse**

Som fortsættelse til værdiansættelsen af H&M Danmark udarbejdes der en følsomhedsanalyse. En følsomhedsanalyse er en analyse, som viser, hvor meget værdien af udvalgte parametre i kriteriefunktionen kan ændres, uden at det ændrer på den optimale løsning. I denne case vil der blive ændret på de kritiske faktorer *terminalvækst i terminalperioden* og *WACC*. Dette skyldes, at netop disse to parametre er præget af skøn, hvilket giver en vis usikkerhed angående værdiansættelsen.

| Følsomhedsanalyse |                |                |             |             |             |
|-------------------|----------------|----------------|-------------|-------------|-------------|
| Terminalværdi     | WACC           |                |             |             |             |
|                   | 2,4%           | 2,9%           | 3,4%        | 3,9%        | 4,4%        |
| -0,5%             | 2.997.566      | -13.945.463    | -26.736.760 | -36.785.106 | -44.925.167 |
| 0,0%              | 22.809.597     | -286.054       | -16.817.242 | -29.299.417 | -39.106.486 |
| 0,5%              | 53.013.270     | 19.049.320     | -3.484.891  | -19.616.277 | -31.798.332 |
| 1,0%              | 104.690.760    | 48.526.324     | 15.387.521  | -6.601.631  | -22.344.844 |
| 1,5%              | 213.373.764    | 98.960.508     | 44.158.736  | 11.821.058  | -9.638.861  |
| 2,0%              | 589.396.647    | 205.028.711    | 93.385.336  | 39.906.665  | 8.346.905   |
| 2,5%              | -3.057.719.210 | 572.004.877    | 196.913.869 | 87.960.213  | 35.766.416  |
| 3,0%              | -559.374.898   | -2.987.365.179 | 555.103.249 | 189.021.698 | 82.680.296  |

Tabel 40 – Udarbejdet og udregnet af forfatterne Rikke og Marie

Værdiansættelsen er beregnet på baggrund af en WACC på 3,41 % og en terminalvækst på 1,5 %. Det giver en værdiansættelse, som tidligere nævnt, på DKK 44.158.736, som er markeret i ovenstående tabel. Tabellen viser ydermere, hvor stor en følsomhed, der vil være, såfremt man ændrer på de to kritiske faktorer, som analysen er udarbejdet på baggrund af. Det ses, at en højere WACC vil betyde en mindre værdi af virksomheden, mens en mindre WACC vil betyde en højere værdi. En ændring i WACC på 0,5 % betyder, at værdien af virksomheden tæt på fordobles, hvilket blot fortæller, at der er stor følsomhed i beregningen og stor usikkerhed i forbindelse med værdiansættelsen af H&M Danmark. Dette skyldtes blandt andet de faktorer, som spiller ind i udarbejdelsen, herunder særligt de subjektive inputs.

Ydermere ses det, at hvis terminalværdi er højere end WACC betyder det, at virksomheden får en negativ værdiansættelse.

### 13. Konklusion

Formålet med ovenstående afhandling var at undersøge og beregne værdien af H&M Danmark på baggrund af strategiske - og økonomiske analyser. På baggrund heraf kan det konkluderes, at H&M pr. 30. november 2021 har en værdi på DKK 44.158.736. Denne værdi er dog stærkt påvirket af følsomhed. Det ses i den udarbejdet følsomhedsanalyse, at ændrer man på WACC eller terminalvæksten, så påvirker det den beregnet værdi en del. Ydermere er værdien beregnet på baggrund af nogle subjektive inputs, idet det ikke har været muligt for os at opsætte et interview med virksomheden, og via den vej få nogle interne informationer, hvilket også fører til øget følsomhed.

På baggrund af de strategiske analyser gøres det klart, at H&M er i en branche med hård konkurrence grundet de mange udbydere. Det er en attraktiv branche at være i, når først man har fået etableret sig - og at nå dertil er ikke nødvendigvis nemt. Tøjbranchen er en branche i

konstant udvikling, hvorfor det er vigtigt at man som virksomhedsejer holder sig orienteret omkring de gældende love & regler, trends og økonomiske forhold.

Det ses også, at kundernes loyalitet til virksomhederne er lille, hvorfor det er vigtigt at have et stærkt differentieringsparameter, for at vinde forbrugernes tillid. H&Ms kernekompetence ligger især i deres lave prissætning på produkterne, som har betydet, at de trods lavkonjunkturer stadigvæk har klaret sig fornuftigt igennem krisetider. Mens der kæmpes om at være kundernes foretrukne, gælder det modsatte, hvad det angår leverandører. Der findes nemlig et hav af leverandører til tøj - og modebranchen, hvilket giver virksomheden forhandlingsstyrken overfor dem. Dog bliver der grundet det øget fokus på bæredygtighed og klimaforandringer i verden stillet større krav til leverandørerne og de produkter, de producerer. Det gør, at virksomheder som H&M har krav til sine leverandører, hvorfor det er fordelagtigt at oparbejde et tæt samarbejde til dem.

På baggrund af den interne strategiske analyse, værdikæden, kan det ydermere konkluderes, at H&M netop følger med på bølgen om at sætte fokus på klimaet og bæredygtighed, dog uden at gå på kompromis med deres kernekompetence; prisen. H&M har nemlig et ønske om at være cirkulære i deres produktion i 2030, og netop dette mål forfølger de blandt andet ved at producere deres tøj med særligt udvalgte råvarer, såsom det såkaldte "*better cotton*".

På trods af, at H&M har formået at klare sig fint igennem krisetider qua deres lavprissætning, så er H&M Danmarks regnskaber negativt påvirket af, at der i de senere år har været et øget fokus på digitalisering, og sammen med nedlukninger i forbindelse med COVID-19 er onlinesalget boomet frem. Det har betydet at salget så småt flytter sig fra butik til online. Onlinesalget fremgår dog ikke af H&M Danmarks regnskaber, men er i stedet medregnet i koncernregnskabet, hvorfor det ses, at udviklingen i H&M Danmark regnskaber har udvist en faldende omsætning.

## 14. Litteraturliste

1. Christensen S., *Hennes & Mauritz*, Den Store Danske (Lex). Fundet d. 1. marts 2023.  
[https://denstoredanske.lex.dk/Hennes\\_&\\_Mauritz](https://denstoredanske.lex.dk/Hennes_&_Mauritz)
2. H&M, *The H&M Way*. Fundet d. 1. Marts 2023.  
[https://about.hm.com/content/dam/hmgroup/groupsite/documents/da/hm-way/HM%20Way\\_da.pdf](https://about.hm.com/content/dam/hmgroup/groupsite/documents/da/hm-way/HM%20Way_da.pdf)
3. H&M Group, *Investors*. Fundet d. 1. Marts 2023. <https://hmgroup.com/investors/>
4. Virk Data, H&M Hennes & Mauritz A/S. *Årsregnskabet 2020/21*. Fundet d. 1. marts 2023.  
<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/33345828?fritekst=Hennes&sideIndex=0&size=10>
5. Schou, P., Keiding, H., Blunch, N., Wolffsen, P., *Marked - økonomisk begreb*, Den Store Danske (Lex). Fundet d. 1. marts 2023.  
[https://denstoredanske.lex.dk/marked\\_-\\_økonomisk\\_begreb](https://denstoredanske.lex.dk/marked_-_økonomisk_begreb)
6. Marketingteorier, *Positioneringskort*. Fundet d. 1. marts 2023.  
<https://marketingteorier.dk/positioneringskort-2>
7. Tingey, S., *Konsekvenser af inflationen for de almene beboere*, BL – Danmarks Almene Boliger. Fundet d. 1. marts 2023.  
<https://bl.dk/politik-og-analyser/analyser/2022/9/analyse-konsekvenser-af-inflationen-for-de-almene-beboere/>
8. Olsen, L., *Danskerne vil skære ned på tøj og kosmetik efter høj inflation*, DETAILWATCH. Fundet d. 1. marts 2023. <https://detailwatch.dk/article14043392.ece>
9. Ritzau, *Bæredygtigt tøj – en nødvendighed for at beskytte miljøet*. Fundet d. 1. marts 2023.  
<https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/baeredygtigt-toj-en-nodvendighed-for-at-beskytte-miljoet?publisherId=13560932&releaseId=13667129>
10. H&M, *Let's be transparent*. Fundet d. 6. marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/sustainability-at-hm/our-work/transparent.html](https://www2.hm.com/da_dk/sustainability-at-hm/our-work/transparent.html)
11. H&M, *Varens bæredygtighed*. Fundet d. 6. marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/customer-service/product-and-quality/product-sustainability.html](https://www2.hm.com/da_dk/customer-service/product-and-quality/product-sustainability.html)



12. Holmberg, J., *Vil du vide, hvordan dit tøj fra H&M bliver produceret?* B.T. Fundet d. 6. marts.  
<https://www.bt.dk/udland/afsloering-vil-du-vide-hvordan-dit-toej-fra-hm-bliver-produceret>
13. CSR.dk, *Modebranchen øger fokus på bæredygtighed, men det går stadig for langsomt, viser undersøgelse.* Fundet d. 6. marts 2023.  
<https://csr.dk/modebranchen-oeger-fokus-pa-baeredygtighed-men-det-gaar-stadig-langsomt-viser-undersogelse>
14. Systime, *Substituerende produkter.* Fundet d. 6. marts 2023.  
<https://virksomhed.systime.dk/?id=685>
15. Klitkou, P., *Maslows behovspyramide teori – basale behov & egobehov*, PK Medier. Fundet d. 6. marts 2023. <https://pkmedier.dk/maslows-behovspyramide/>
16. Erhvervsstyrelsen, *Stiftelse og registrering af selskaber.* Fundet d. 6. marts 2023.  
<https://erhvervsstyrelsen.dk/stiftelse-og-registrering-af-selskaber>
17. Ritzau, *Ovenpå ny eksport-rekord i 2022: Modebranchen er afmalt optimistisk trods usikre udsigter.* Fundet d. 15. marts 2023.  
<https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/ovenpa-ny-eksport-rekord-i-2022-modebranchen-er-afmalt-optimistisk-trods-usikre-udsigter?publisherId=11980121&releaseId=13669517>
18. Den Europæiske Union, *Landeprofiler.* Fundet d. 15. marts 2023.  
[https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/country-profiles\\_da?page=1](https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/country-profiles_da?page=1)
19. Den Europæiske Union, *Hvad er Unionen, og hvad gør den?.* Fundet d. 15. marts 2023.  
<https://op.europa.eu/webpub/com/eu-what-it-is/da/>
20. Mustelin, M. J., *Ny EU-regulering i tekstil- og skobranche*, Dansk Erhverv. Fundet d. 15. marts 2023.  
<https://www.danskerhverv.dk/presse-og-nyheder/nyheder/2022/juni/ny-eu-regulering-i-tekstil--og-skobranche/>
21. Vejsgaard, C., *Greenwashing – Undgå at blive snydt af grøn salgsgas*, Forbrugerrådet Tænk. Fundet d. 15. marts 2023.  
<https://taenk.dk/raadgivning/markedsfoering/greenwashing-undgaa-blive-snydt-af-groen-salgsgas>

22. FN's Verdensmål for bæredygtig udvikling, *Mål 8: Anstændige jobs og økonomisk vækst*. Fundet d. 15. marts 2023. <https://www.verdensmaalene.dk/maal/8>
23. Arrouas, M., Skytt, L., *Forenede Nationer (FN)*, Faktalink. Fundet d. 15. marts 2023. <https://faktalink.dk/titelliste/forn>
24. Dansk Erhverv, CSR. Fundet d. 15. marts 2023. <https://www.danskerhverv.dk/radgivning/csr/>
25. H&M, *H&M Retail India corporate social responsibility policy*. Fundet d. 25. Marts 2023. [https://www2.hm.com/en\\_in/customer-service/corporate-social-responsibility/corporate-social-responsibility-csr-policy.html](https://www2.hm.com/en_in/customer-service/corporate-social-responsibility/corporate-social-responsibility-csr-policy.html)
26. Bach, A., *Nyt forpligtigende samarbejde skal gøre den danske tekstilbranche grønnere*, Ritzau. Fundet d. 15. marts 2023. <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/nyt-forpligtigende-samarbejde-skal-gore-den-danske-tekstilbranche-gronnere?publisherId=13560422&releaseId=13656339>
27. Hecklen, A., *Forbrugere ser kulsort på fremtiden: Det sparer vi på i krisetider*, DR. Fundet d. 15. marts 2023. <https://www.dr.dk/nyheder/penge/forbrugere-ser-kulsort-paa-oekonomien-det-sparer-vi-paa-i-krisetider>
28. Mortensen, M., *Sådan hænger de stigende priser og krigen i Ukraine sammen*, TV2. Fundet d. 15. marts 2023. <https://nyheder.tv2.dk/penge/2022-03-10-saadan-haenger-de-stigende-priser-og-krigen-i-ukraine-sammen>
29. Ritzau, *Inflationen sætter igen rekord – men ifølge cheføkonom er der håb forude*, Politiken. Fundet d. 15. marts 2023. <https://politiken.dk/oekonomi/art8911805/Inflationen-sætter-igen-rekord---men-ifølge-cheføkonom-er-der-håb-forude>
30. Hansen, S., Hillmose, M., *Nu bliver tøjet dyrere*, Ritzau. Fundet d. 15. marts 2023. <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/nu-bliver-tojet-dyrere?publisherId=11980121&releaseId=13642717>
31. Hansen, S., *Efter år med voldsomme prisstigninger: Nu falder råvare- og fragtpriiserne*, Dansk Mode & Textil. Fundet d. 15. marts 2023. <https://www.dmogt.dk/branchenyt/efter-aar-med-voldsomme-prisstigninger-nu-falder-raavare-og-fragtpriiserne>

32. Juel, F., *Din løn kan slet ikke følge med priserne – Vi oplever en tordnende nedgang*, Berlingske. Fundet d. 15. marts 2023.  
<https://www.berlingske.dk/business/din-loen-kan-slet-ikke-foelge-med-priserne-vi-oplever-en-tordnende>
33. Superprof, *Fast Fashion brands: Hvordan kan man spotte dem?* Fundet d. 15. marts 2023. <https://www.superprof.dk/blog/fast-fashion-brands/>
34. Videnskab, *Køber du genbrugstøj? Så har du sandsynligvis stil*. Fundet d. 15. marts 2023. <https://videnskab.dk/kultur-samfund/koeber-du-genbrugstoej-saa-har-du-sandsynligvis-stil/>
35. Jensen, K., *Hvad er fast fashion?*, Modeinspiration. Fundet d. 15. marts 2023.  
<https://modeinspiration.dk/hvad-er-fast-fashion/>
36. Sørensen, T., *Ny e-handelsrapport fra Nets: Corona har ændret danskernes online købsmønstre*, Ritzau. Fundet d. 15. marts 2023.  
<https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/ny-e-handelsrapport-fra-nets-corona-har-aendret-danskernes-online-kobsmonstre?publisherId=9534562&releaseId=13616765>
37. Andersen, A. *Biodiversitet*, Faktalink. Fundet d. 15. marts 2023.  
<https://faktalink.dk/biodiversitet>
38. H&M, *Let's clean up*. Fundet d. 15. Marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/sustainability-at-hm/our-work/clean-up.html](https://www2.hm.com/da_dk/sustainability-at-hm/our-work/clean-up.html)
39. PWC, *Hvad er CSRD?* Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://www.pwc.dk/da/artikler/2022/06/nye-eu-regler-om-virksomheders-baeredygtighedsrapportering.html>
40. Koktvedgaard, K., Aggerholm, T., *Rapportering om bæredygtighed for virksomheder med 250 eller færre ansatte*, Dansk Industri. Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://www.danskindustri.dk/vi-radgiver-dig/virksomhedsregler-og-varktojer/regnskab-og-rapportering/rapportering-om-baeredygtighed/rapportering-om-baeredygtighed-for-virksomheder-med-250-eller-farre-ansatte/>
41. Horten, *CSRD-direktiv vedtaget: Fra 2024 stilles der større krav til virksomheders bæredygtighedsrapportering*, CSR. Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://csr.dk/csr-direktiv-vedtaget-fra-2024-stilles-der-storre-krav-til-virksomheders-baeredygtighedsrapportering>

42. Dinero, *Værdikæde – Hvad er Porters værdikæde?* Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://dinero.dk/ordbog/vaerdikaede/>
43. H&M, *Let's be fair.* Fundet d. 22. marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/sustainability-at-hm/our-work/fair.html](https://www2.hm.com/da_dk/sustainability-at-hm/our-work/fair.html)
44. H&M Carees, *Design & Produktudvikling.* Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://career.hm.com/dk-da/job-family/design-product-development-2/>
45. Suner, E. S., *H&M's nye designsamarbejde er et af de fineste, vi har set*, Costume. Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://costume.dk/mode/modenyheder/hms-nye-designsamarbejde-er-deres-fineste-til-dato>
46. Virk Data, H&M Hennes & Mauritz A/S. *Årsregnskabet 2020/21, ledelsesberetning.* Fundet d. 1. marts 2023.  
<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/33345828?fritekst=Hennes&sideIndex=0&size=10>
47. Ritzau, *H&M vil gøre alt sit tøj bæredygtigt*, Berlingske. Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://www.berlingske.dk/virksomheder/hm-vil-goere-alt-sit-toej-baeredygtigt>
48. H&M, *Kvalitet.* Fundet d. 22. marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/customer-service/product-and-quality/quality.html](https://www2.hm.com/da_dk/customer-service/product-and-quality/quality.html)
49. Ritzau, *H&M T-shirts fremstilles af børn*, Ekstra Bladet. Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://ekstrabladet.dk/nyheder/samfund/article4417873.ece>
50. H&M, *Levering af varer fra H&M.* Fundet d. 22. marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/customer-service/shippinganddelivery.modal.html](https://www2.hm.com/da_dk/customer-service/shippinganddelivery.modal.html)
51. H&M, *Tilmeld dig fashion news.* Fundet d. 22. marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/customer-service/newsletter.html](https://www2.hm.com/da_dk/customer-service/newsletter.html)
52. H&M, *Returnering.* Fundet d. 22. marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/customer-service/returns.html](https://www2.hm.com/da_dk/customer-service/returns.html)
53. H&M, *Kontakt os.* Fundet d. 22. marts 2023.  
[https://www2.hm.com/da\\_dk/customer-service/contact.html](https://www2.hm.com/da_dk/customer-service/contact.html)
54. Ritzau, *H&M i tronskifte – direktør overtager sin fars post som formand*, Børsen. Fundet d. 22. marts 2023.  
<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/h-m-i-tronskifte-direktoer-overtager-sin-fars-post-som-formand>

55. Jensen, A., *H&M i Danmark får ny landechef igen*, DETAILWATCH. Fundet d. 22. marts 2023. [https://detailwatch.dk/nyheder/mode\\_velvaere/article13813610.ece](https://detailwatch.dk/nyheder/mode_velvaere/article13813610.ece)
56. H&M Careers, *Who we are*. Fundet d. 22. Marts 2023. <https://career.hm.com/dk-da/who-we-are/>
57. H&M Careers, *inclusion and diversity*. Fundet d. 22. Marts 2023. <https://career.hm.com/dk-da/inclusion-and-diversity/>
58. H&M, *Mode, sjov og højt tempo*. Fundet d. 22. marts 2023. <https://hm.ofir.com>
59. Appstore, H&M App.
60. Billy, *Rentabilitet – Hvad er rentabilitet?* Fundet d. 5. april 2023. <https://www.billy.dk/billypedia/rentabilitet/>
61. Danmarks Nationalbank, *Nationalbankens rentesatser*. Fundet d. 5. april 2023. <https://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officiellerentesatser/sider/default.asp>
62. Virk Data, H&M Hennes & Mauritz A/S. *Årsregnskabet 2019/20*. Fundet d. 1. marts 2023. <https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/33345828?fritekst=Hennes&sideIndex=0&size=10>
63. Virk Data, Inditex Danmark A/S. *Årsregnskabet 2020/21 og 2021/22*. Fundet d. 19. april 2023. <https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/24209717?fritekst=Inditex%2520danmark&sideIndex=0&size=10>
64. E-conomic, *Selskabsskat – hvad er selskabsskat?* Fundet d. 5. april 2023. <https://www.e-conomic.dk/regnskabsprogram/ordbog/selskabsskat>
65. Virk Data, H&M Hennes & Mauritz A/S. *Årsregnskabet 2017/18*. Fundet d. 1. marts 2023. <https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/33345828?fritekst=Hennes&sideIndex=0&size=10>
66. Jensen, A., *H&M's omsætning i Danmark falder til det laveste niveau i 15 år*, DETAILWATCH. Fundet d. 5. april 2023. <https://detailwatch.dk/article14192533.ece>
67. Jørgensen, L., *Nationalbanken følger ECB og hæver renten*, TV2. Fundet d. 4. maj 2023. <https://nyheder.tv2.dk/samfund/2023-05-04-nationalbanken-foelger-ecb-og-haever-renten>

68. PWC, *10 nøgletal, der gør dig i stand til at udvikle din virksomhed*. Fundet d. 5. april 2023. <https://www.pwc.dk/da/services/sme/artikler/noegletal.html>
69. Legal Desk, *Værdiansættelse af virksomhed*. Fundet d. 19. april 2023. <https://www.legaldesk.dk/erhverv/virksomhedsoverdragelse/vaerdiansaettelse-af-virksomhed>
70. SKAT, *DCF-modellen*. Fundet d. 19. april 2023. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813207>
71. Dansk Aktionærforening, *Risikofri rente*. Fundet d. 19. april 2023. <https://www.shareholders.dk/investorordbogen/risikofri-rente>
72. SKAT, *Risikofri rente*. Fundet d. 19. april 2023. [https://skat.dk/data.aspx?oid=1813218#\\_ftn1](https://skat.dk/data.aspx?oid=1813218#_ftn1)
73. Danmarks Statistik, *Graf over statsobligationen*. Fundet d. 19. april 2023. <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>
74. Dansk Aktionærforening, *Beta*. Fundet d. 19. april 2023. <https://www.shareholders.dk/investorordbogen/beta>
75. Damodaran, *Levered and Unlevered Betas by Industry (Europe)*. Fundet d. 19. april 2023. [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)
76. Invested.dk, *Risikopræmie*. Fundet d. 19. april 2023. <https://www.invested.dk/encyclopedia/risikopraemie>
77. SKAT, *Markedsrisikopræmie*. Fundet d. 19. april 2023. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813219>
78. Billy, *Cash Flow – Hvad er cash flow?* Fundet d. 27. april 2023. <https://www.billy.dk/billypedia/cash-flow/>
79. SKAT, *Vækst i terminalperioden*. Fundet d. 27. april 2023. <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813213>
80. Sydinvest, *Hvad er en aktie?* Fundet d. 27. april 2023. <https://www.sydinvest.dk/investeringshaandbogen/hvad-er-en-aktie>

Til beregningen af nøgletal har vi brugt følgende årsregnskaber: 2016/17, 2017/18, 2018/19, 2019/20 og 2020/21.

Virk Data, H&M Hennes & Mauritz A/S. Fundet d. 1. marts 2023. <https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/33345828?fritekst=Hennes&sideIndex=0&size=10>

## 15. Bilag

### 15.1 Bilag 1

Vi har sammenlignet et par habitbukser i hør til herrer, en basic t-shirt til børn og dame med H&Ms direkte konkurrenter.

#### Habitbukser i hør til herrer

The image displays two screenshots of online retail websites, Zara and H&M, showcasing men's linen trousers.

**Zara Screenshot:**

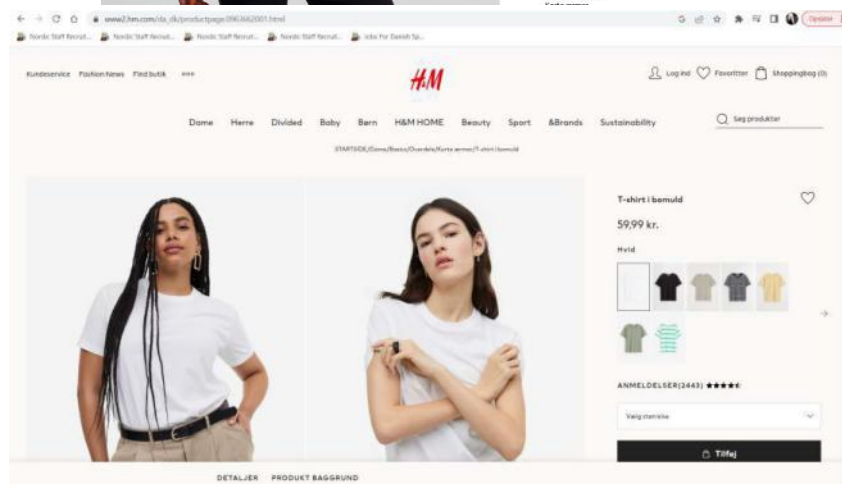
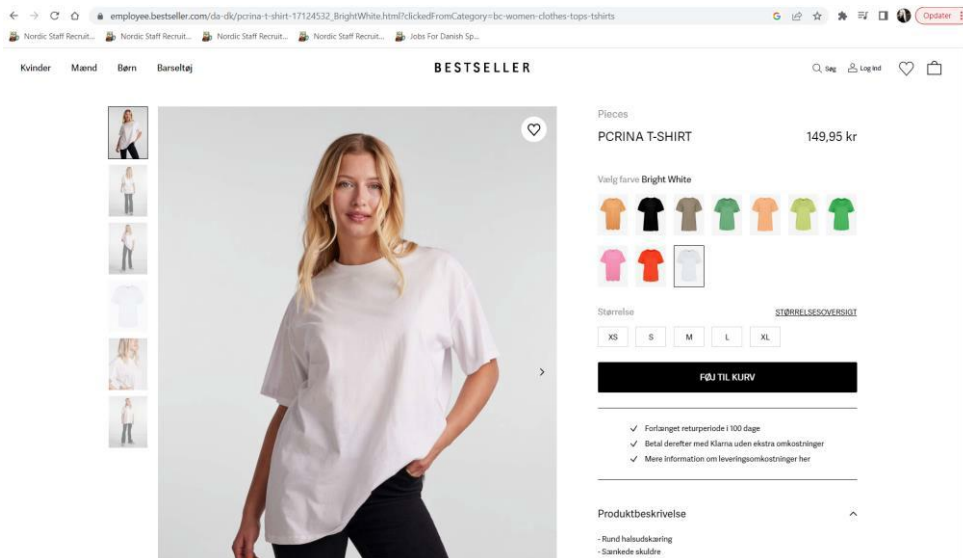
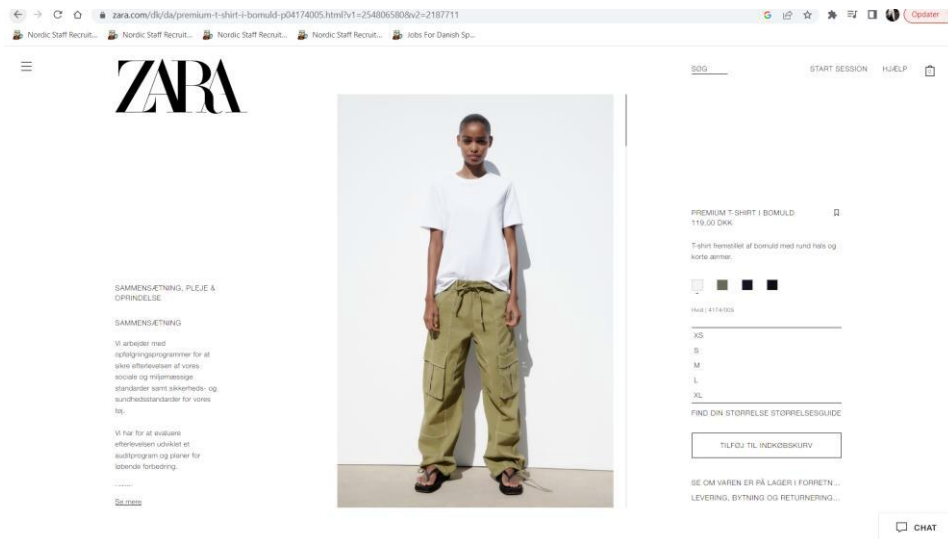
- Header:** ZARA logo, navigation links (Kvinder, Mænd, Børn, Barseltøj), and a 'BESTSELLER' banner.
- Product Image:** A mannequin wearing a dark blue suit jacket over a white shirt and dark trousers, holding a black bag.
- Text:** 'SAMMENSETNING, PLEJE & OPBEVARING', 'SAMMENSETNING', 'Vi arbejder med opfølgingsprogrammer for at sikre efterlevelse af vores sociale og miljømæssige standarder samt sikre et højt niveau af sikkerhed og kvalitet for vores NS', 'Vi har for at sikre efterlevelse udvalgt et auditprogram og planer for', 'Go FREE'.
- Product Details:** 'HABITBUKSER I HØR', '459,00 DKK', 'Bukser fremstillet af hør. Forlommer og paspelerende former med knapper bagpå. Lukning foran med lynlås og knap foroven.', 'BLÅ 1448408', size selection (38, 40, 42, 44, 46), 'FIND DIN STØRRELSE STØRRELSEGUIDE', 'TILFØJ TIL INDKØBSKURV', 'SE OM VAREN ER PÅ LAGER I FORRETN...', 'LEVERING, RYTNING OG RETURNERING...'.

**H&M Screenshot:**

- Header:** H&M logo, navigation links (Kundeservice, Fashion News, Find butik, osv.), 'Log ind', 'Favoritter', 'Shoppingbag (0)', 'Dame, Herre, Divided, Baby, Børn, H&M HOME, Beauty, Sport, & Brands, Sustainability', 'Søg produkter'.
- Product Image:** A mannequin wearing a white shirt and dark trousers.
- Text:** 'NEW ARRIVALS', 'Selected Homme Black', 'HØRBLANDING BUKSER', '799,95 kr', 'Vælg farve Dark Navy', size selection (40, 42, 44, 46, 48, 50, 52, 54, 56, 58, 60, 62, 64, 66, 68, 70, 72, 74, 76, 78, 80, 82, 84, 86, 88, 90, 92, 94, 96, 98, 100, 102, 104, 106, 108, 110), 'FØJ TIL KURV', '✓ Forlængt returretperiode i 100 dage', '✓ Betal derefter med Klarna uden ekstra omkostninger', '✓ Mere information om leveringsbetingelser her'.

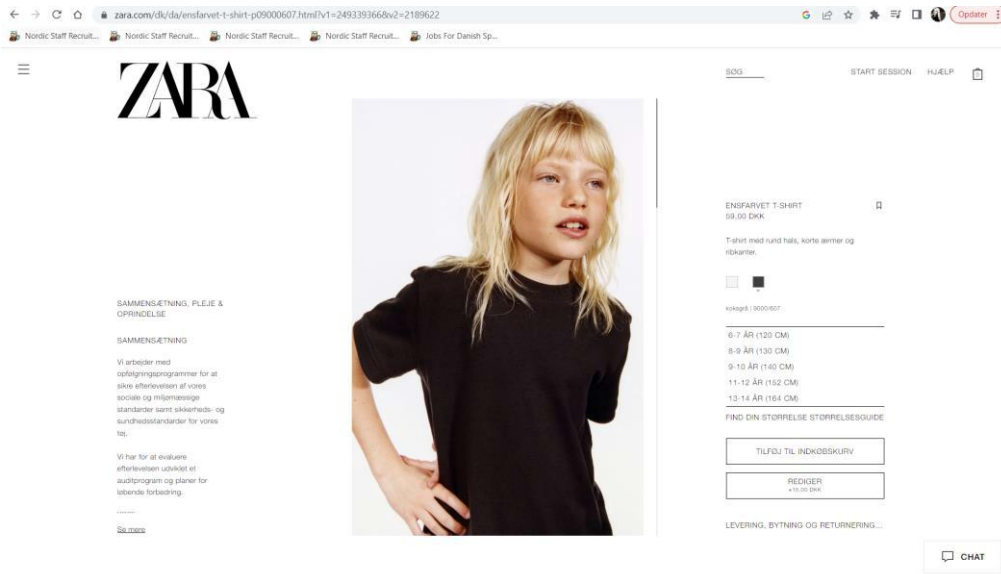


## Basic t-shirt til dame

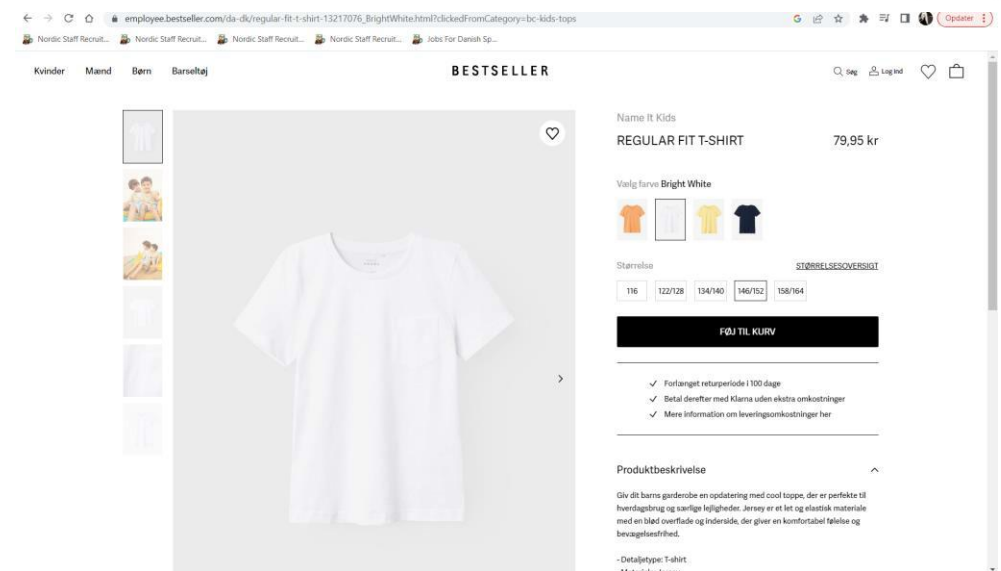




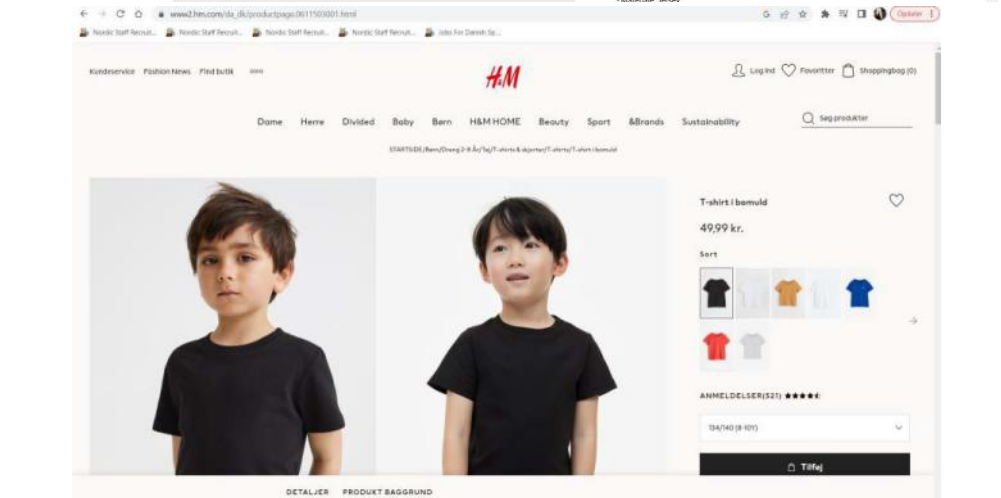
## Basic t-shirt til børn



The screenshot shows the Zara website for a black t-shirt. The main image features a young girl with blonde hair wearing the t-shirt. To the left, there is a sidebar with the Zara logo and a section titled 'SAMMENSTÆNING, PLEJE & OPRINDELSE'. To the right, the product details are listed: 'ENSFARVET T-SHIRT' for 59.00 DKK. Below this, there is a size selection dropdown menu with options for 6-7 ÅR (120 CM), 8-9 ÅR (130 CM), 9-10 ÅR (140 CM), 11-12 ÅR (152 CM), and 13-14 ÅR (164 CM). There are buttons for 'TILFØJ TIL INDKØBSKURV' and 'BEHOLD'.



The screenshot shows the Bestseller website for a white t-shirt. The main image features a white t-shirt with a pocket. To the right, the product details are listed: 'Name It Kids REGULAR FIT T-SHIRT' for 79.95 kr. Below this, there is a color selection dropdown menu with options for Bright White, Orange, Yellow, and Dark Blue. There is a size selection dropdown menu with options for 116, 122/128, 134/140, 146/152, and 158/164. There is a button for 'FØJ TIL KURV'. Below the product image, there is a section for 'Produktbeskrivelse'.



The screenshot shows the H&M website for a black t-shirt. The main image features two young boys wearing the t-shirt. To the right, the product details are listed: 'T-shirt i bomuld' for 49.99 kr. Below this, there is a color selection dropdown menu with options for Black, White, Orange, and Blue. There is a size selection dropdown menu with options for 134/140 (8-10Y). There is a button for 'Tilføj'.

## 15.2 Bilag 2

Velkommen i H&M

H&M:  
Velkommen til vores Live chat. Er der noget jeg kan hjælpe dig med?

Dig:  
Hej, Vi er to studerende på HD-R studiet regnskab og økonomistyring på Aalborg Universitet, som er ved at skrive vores afsluttende hovedopgave om H&M. Vi kunne rigtig godt tænke os, at interviewe jer om nogle få spørgsmål vedr. projektet. Har I en person, vi vil have mulighed for at kontakte herom. Det behøver ikke tage mere end 5-10 minutter (og kan både være mundtligt og skriftligt), men det vil betyde alverden for os :- ) Marie & Rikke

AA

Velkommen i H&M

regnskab og økonomistyring på Aalborg Universitet, som er ved at skrive vores afsluttende hovedopgave om H&M. Vi kunne rigtig godt tænke os, at interviewe jer om nogle få spørgsmål vedr. projektet. Har I en person, vi vil have mulighed for at kontakte herom. Det behøver ikke tage mere end 5-10 minutter (og kan både være mundtligt og skriftligt), men det vil betyde alverden for os :- ) Marie & Rikke

Isabella:  
Hej Marie og Rikke! Tak for jeres interesse i H&M. Vi deltager ikke i skoleopgaver men i kan finde en masse information om H&M Group via hjemmesiden :) Held og lykke med projektet.

AA

## 15.3 Bilag 3

| Resultatopgørelse til analyseformål           | 2016/17              | 2017/18              | 2018/19              | 2019/20              | 2020/21              |
|-----------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Nettoomsætning                                | 3.013.717.400        | 3.000.932.300        | 2.874.622.300        | 2.250.177.000        | 1.959.284.700        |
| - Vareforbrug                                 | - 1.608.622.600      | - 1.218.887.000      | - 1.084.982.000      | - 850.899.200        | - 654.851.200        |
| <b>Dækningsbidrag</b>                         | <b>1.405.094.800</b> | <b>1.782.045.300</b> | <b>1.789.640.300</b> | <b>1.399.277.800</b> | <b>1.304.433.500</b> |
| - Personaleomkostninger                       | - 643.922.400        | - 674.300.500        | - 702.376.300        | - 636.100.700        | - 620.379.300        |
| + Andre driftsindtægter                       | 16.064.100           | 5.605.900            | 17.908.400           | 116.491.600          | 145.247.700          |
| - Andre driftsomkostninger                    | - 625.881.000        | - 977.825.600        | - 963.569.200        | - 765.193.800        | - 706.401.500        |
| <b>EBITDA</b>                                 | <b>151.355.500</b>   | <b>135.525.100</b>   | <b>141.603.200</b>   | <b>114.474.900</b>   | <b>122.900.400</b>   |
| - Afskrivninger                               | - 66.582.700         | - 73.658.000         | - 87.492.700         | - 82.999.300         | - 68.282.200         |
| <b>EBIT</b>                                   | <b>84.772.800</b>    | <b>61.867.100</b>    | <b>54.110.500</b>    | <b>31.475.600</b>    | <b>54.618.200</b>    |
| EBIT %                                        | 2,81%                | 2,06%                | 1,88%                | 1,40%                | 2,79%                |
| + Finansielle indtægter                       | -                    | 200.200              | -                    | 102.900              | 137.900              |
| - Finansielle omkostninger                    | - 822.400            | - 670.800            | - 1.091.000          | - 984.600            | - 1.330.600          |
| <b>Resultat før skat (EBT)</b>                | <b>83.950.400</b>    | <b>61.396.500</b>    | <b>53.019.500</b>    | <b>30.593.900</b>    | <b>53.425.500</b>    |
| - skat                                        | - 18.402.100         | - 13.562.400         | - 11.975.100         | - 6.909.000          | - 15.625.600         |
| <b>Resultat efter skat (EAT)</b>              | <b>65.548.300</b>    | <b>47.834.100</b>    | <b>41.044.400</b>    | <b>23.684.900</b>    | <b>37.799.900</b>    |
| Payout ratio                                  | 0,46%                | 0,21%                | -                    | -                    | -                    |
| Retention rate                                | 99,54%               | 99,79%               | 1,00                 | 1,00                 | 1,00                 |
|                                               |                      |                      |                      |                      |                      |
| Balance til analyseformål                     | 2016/17              | 2017/18              | 2018/19              | 2019/20              | 2020/21              |
| - Erhvervede immaterielle anlægsaktiver       | 1.221.700            | 758.300              | 383.300              | 216.700              | 116.700              |
| - Grunde og bygninger                         | 64.729.500           | 61.816.000           | 58.902.500           | 55.988.900           | 53.075.400           |
| - Andre anlæg, driftsmateriel og inventar     | 86.299.500           | 107.169.100          | 84.926.000           | 65.354.100           | 51.912.700           |
| - Indretning aflejede lokaler                 | 137.190.600          | 149.602.100          | 127.428.500          | 97.838.700           | 71.349.300           |
| - Finansielle anlægsaktiver                   | 25.558.800           | 25.677.400           | 23.700.000           | 23.738.300           | 21.563.200           |
| <b>Anlægsaktiver i alt</b>                    | <b>315.000.100</b>   | <b>345.022.900</b>   | <b>295.340.300</b>   | <b>243.136.700</b>   | <b>198.017.300</b>   |
| - Likvider                                    | 49.219.300           | 68.157.200           | 81.763.400           | 14.750.200           | 12.545.100           |
| - Varedebitorer                               | 96.706.700           | 93.669.200           | 61.445.400           | 52.741.500           | 64.201.100           |
| - Lagre                                       | 312.520.400          | 237.981.100          | 234.449.900          | 180.858.700          | 160.347.300          |
| - Tilgodehavende hos tilknyttede virksomheder | 250.158.000          | 139.505.900          | 114.019.700          | 417.449.000          | 343.129.500          |
| - Tilgodehavende selskabsskat                 | 11.105.800           | -                    | -                    | -                    | -                    |
| - Andre tilgodehavender                       | 11.251.500           | 11.774.100           | 10.649.800           | 9.688.000            | 9.973.200            |
| - Periodaefgrænsningsposter                   | 41.879.100           | 54.248.200           | 51.908.600           | 21.291.300           | 36.750.000           |
| - Udsudte skatteaktiver                       | 15.843.800           | 21.676.500           | 26.066.400           | 32.567.300           | 35.280.100           |
| <b>Omsætningsaktiver i alt</b>                | <b>788.684.600</b>   | <b>627.012.200</b>   | <b>580.303.200</b>   | <b>729.346.000</b>   | <b>662.226.300</b>   |
| <b>Aktiver i alt</b>                          | <b>1.103.684.700</b> | <b>972.035.100</b>   | <b>875.643.500</b>   | <b>972.482.700</b>   | <b>860.243.600</b>   |
| <b>Egenkapital</b>                            | <b>650.320.700</b>   | <b>398.154.800</b>   | <b>339.199.200</b>   | <b>362.885.100</b>   | <b>400.685.000</b>   |
| <b>Langfristet gældsforpligtelser</b>         | <b>-</b>             | <b>100.000.000</b>   | <b>112.240.900</b>   | <b>41.330.200</b>    | <b>-</b>             |
| - Kortfristet bankgæld                        | -                    | -                    | -                    | -                    | -                    |
| - Gæld til tilknyttede virksomheder           | 225.035.500          | 245.344.800          | 239.537.700          | 328.577.300          | 197.273.000          |
| - Selskabsskat                                | 6.163.600            | 25.100               | 2.036.100            | 2.936.800            | 8.381.800            |
| - Varekreditorer                              | 39.926.600           | 40.737.100           | 21.398.100           | 38.983.400           | 31.875.800           |
| - Anden gæld (ikke rentebærende)              | 182.238.300          | 187.773.300          | 161.231.500          | 197.769.900          | 222.028.000          |
| <b>Kortfristet gældsforpligtelser i alt</b>   | <b>453.364.000</b>   | <b>473.880.300</b>   | <b>424.203.400</b>   | <b>568.267.400</b>   | <b>459.558.600</b>   |
| <b>Passiver i alt</b>                         | <b>1.103.684.700</b> | <b>972.035.100</b>   | <b>875.643.500</b>   | <b>972.482.700</b>   | <b>860.243.600</b>   |

## 15.4 Bilag 4

|                                         | 2016-2017    | 2017-2018    | 2018-2019    | 2019-2020    | 2020-2021    |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Egenkapitalens forrentning (ROE)</b> | <b>11,11</b> | <b>12,42</b> | <b>20,34</b> | <b>11,16</b> | <b>16,03</b> |
| <b>Afkastningsgrad (ROIC)</b>           | <b>7,85</b>  | <b>5,96</b>  | <b>6,64</b>  | <b>3,41</b>  | <b>5,96</b>  |
| <b>Overskudsgrad (EBIT%)</b>            | <b>2,81</b>  | <b>2,10</b>  | <b>2,12</b>  | <b>1,4</b>   | <b>2,79</b>  |
| <b>Capital turnover</b>                 |              | <b>3,69</b>  | <b>4,00</b>  | <b>3,15</b>  | <b>2,92</b>  |
| <b>Aktivernes omsætningshastighed</b>   | <b>2,79</b>  | <b>2,89</b>  | <b>3,13</b>  | <b>2,44</b>  | <b>2,14</b>  |
|                                         |              |              |              |              |              |
| Gearing                                 | 2016/17      | 2017/18      | 2018/19      | 2019/20      | 2020/21      |
| Financial Leverage multiplier           |              | 1,54         | 1,91         | 1,98         | 1,72         |
| Financial cost ratio                    |              | 0,99         | 0,98         | 0,97         | 0,98         |
| Financial structure ratio               |              | 1,55         | 1,95         | 2,04         | 1,76         |
| TAX effect ratio                        |              | 0,78         | 0,77         | 0,77         | 0,71         |

## 15.5 Bilag 5

| Budgettal for resultatopgørelsen              | 2020/2021R    | 2021/22B      | 2022/23B      | 2023/24B      | 2024/25B      | 2025/26B      |
|-----------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Omsætning                                     | 1.959.284.700 | 1.880.913.312 | 1.786.867.646 | 1.697.524.264 | 1.612.648.051 | 1.532.015.648 |
| Vareforbrug                                   | - 654.851.200 | - 553.349.264 | - 498.014.338 | - 448.212.904 | - 403.391.613 | - 363.052.452 |
| Andre eksterne omk.                           | - 706.401.500 | - 671.081.425 | - 637.527.354 | - 605.650.986 | - 575.368.437 | - 546.600.015 |
| Personaleomk                                  | - 620.379.300 | - 601.767.921 | - 595.750.242 | - 589.792.739 | - 583.894.812 | - 578.055.864 |
| Andre driftsindtægter                         | 145.247.700   | 18.000.000    | 18.000.000    | 18.000.000    | 18.000.000    | 18.000.000    |
| EBITDA                                        | 122.900.400   | 72.714.702    | 73.575.713    | 71.867.635    | 67.993.189    | 62.307.317    |
| EBITDA-margin                                 | 6,27%         | 3,87%         | 4,12%         | 4,23%         | 4,22%         | 4,07%         |
| Afskrivninger                                 | - 68.282.200  | - 24.052.900  | - 34.994.557  | - 42.788.526  | - 48.400.183  | - 52.440.577  |
| EBIT                                          | 54.618.200    | 48.661.802    | 38.581.156    | 29.079.109    | 19.593.005    | 9.866.741     |
| EBIT-margin                                   | 2,79%         | 2,59%         | 2,16%         | 1,71%         | 1,21%         | 0,64%         |
| Finansielle indtægter                         | 137.900       | 135.000       | 120.000       | 120.000       | 120.000       | 120.000       |
| Finansielle omk.                              | - 1.330.600   | - 1.370.518   | - 1.397.928   | - 1.411.908   | - 1.426.027   | - 1.440.287   |
| EBT                                           | 53.425.500    | 47.426.284    | 37.303.228    | 27.787.201    | 18.286.979    | 8.546.454     |
| Skat af årets resultat                        | - 15.625.600  | - 10.433.782  | - 8.206.710   | - 6.113.184   | - 4.023.135   | - 1.880.220   |
| EAT                                           | 37.799.900    | 36.992.502    | 29.096.518    | 21.674.017    | 14.263.843    | 6.666.234     |
| Budgettal for balance                         | 2020/2021R    | 2021/22B      | 2022/23B      | 2023/24B      | 2024/25B      | 2025/26B      |
| - Erhvervede immaterielle anlægsaktiver       | 116.700       | -             | -             | -             | -             | -             |
| - Grunde og bygninger                         | 53.075.400    | 50.161.900    | 47.248.400    | 44.334.900    | 41.421.400    | 38.507.900    |
| - Andre anlag, driftsmateriel og inventar     | 51.912.700    | 70.363.486    | 83.648.053    | 93.212.940    | 100.099.659   | 105.058.097   |
| - Indretning af lejede lokaler                | 71.349.300    | 91.559.074    | 106.110.111   | 116.586.857   | 124.130.115   | 129.561.260   |
| - Finansielle anlægsaktiver                   | 21.563.200    | 20.700.672    | 19.872.645    | 19.077.739    | 18.314.630    | 17.582.045    |
| Anlægsaktiver i alt                           | 198.017.300   | 232.785.132   | 256.879.208   | 273.212.437   | 283.965.804   | 290.709.302   |
| - Likvider                                    | 12.545.100    | 36.352.900    | 21.216.067    | 23.371.356    | 26.980.107    | 23.855.843    |
| - Varedebitorer                               | 64.201.100    | 60.229.611    | 57.216.383    | 54.355.564    | 51.637.786    | 49.055.897    |
| - Lagre                                       | 160.347.300   | 125.922.482   | 113.442.902   | 102.098.611   | 91.888.750    | 82.699.875    |
| - Tilgodehavende hos tilknyttede virksomheder | 343.129.500   | 291.532.733   | 350.703.744   | 328.455.326   | 323.563.935   | 334.241.002   |
| - Tilgodehavende selskabsskat                 | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| - Andre tilgodehavender                       | 9.973.200     | -             | -             | -             | -             | -             |
| - Periodeafgrænsningsposter                   | 36.750.000    | 36.649.967    | 31.563.756    | 34.987.907    | 34.400.543    | 33.650.735    |
| - Udskudte skatteaktiver                      | 35.280.100    | 31.304.600    | 33.050.667    | 33.211.789    | 32.522.352    | 32.928.269    |
| Omsætningsaktiver i alt                       | 662.226.300   | 581.992.294   | 607.193.518   | 576.480.553   | 560.993.473   | 556.431.621   |
| Aktiver i alt                                 | 860.243.600   | 814.777.426   | 864.072.726   | 849.692.990   | 844.959.277   | 847.140.923   |
| Egenkapital                                   | 400.685.000   | 335.400.848   | 370.283.036   | 378.011.222   | 367.860.024   | 370.418.329   |
| Langfristet gældsforpligtelser                | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| - Kortfristet bankgæld                        | -             | -             | -             | -             | -             | -             |
| - Gæld til tilknyttede virksomheder           | 197.273.000   | 255.129.333   | 260.326.544   | 237.576.293   | 251.010.723   | 249.637.853   |
| - Selskabsskat                                | 8.381.800     | 4.451.567     | 5.256.722     | 6.030.030     | 5.246.106     | 5.510.953     |
| - Varekreditorer                              | 31.875.800    | 26.119.211    | 23.714.968    | 21.343.472    | 19.209.124    | 17.288.212    |
| - Anden gæld (ikke rentebærende)              | 222.028.000   | 193.676.467   | 204.491.456   | 206.731.974   | 201.633.299   | 204.285.576   |
| Kortfristet gældsforpligtelser i alt          | 459.558.600   | 479.376.578   | 493.789.691   | 471.681.768   | 477.099.253   | 476.722.594   |
| Passiver i alt                                | 860.243.600   | 814.777.426   | 864.072.726   | 849.692.990   | 844.959.277   | 847.140.923   |

| Note 1                                  | 2020/2021R     | 2021/22B       | 2022/23B       | 2023/24B       | 2024/25B       | 2025/26B       |
|-----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| - Erhvervede immaterielle anlægsaktiver |                |                |                |                |                |                |
| Kostpris, primo                         | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   |
| Kostpris, ultimo                        | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   | 9.150.000,00   |
| Af- og nedskrivninger, primo            | - 8.933.300,00 | - 9.033.300,00 | - 9.150.000,00 | - 9.150.000,00 | - 9.150.000,00 | - 9.150.000,00 |
| Årets afskrivninger                     | - 100.000,00   | - 116.700,00   | -              | -              | -              | -              |
| Af- og nedskrivninger, ultimo           | - 9.033.300,00 | - 9.150.000,00 | - 9.150.000,00 | - 9.150.000,00 | - 9.150.000,00 | - 9.150.000,00 |
| Regnskabsmæssig værdi, ultimo           | 116.700,00     | -              | -              | -              | -              | -              |

| Note 2                        | 2020/2021R      | 2021/22B        | 2022/23B        | 2023/24B        | 2024/25B        | 2025/26B        |
|-------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| - Grunde og bygninger         |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Kostpris, primo               | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  |
| Kostpris, ultimo              | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  | 115.737.700,00  |
| Af- og nedskrivninger, primo  | - 59.748.800,00 | - 62.662.300,00 | - 65.575.800,00 | - 68.489.300,00 | - 71.402.800,00 | - 74.316.300,00 |
| Årets afskrivninger           | - 2.913.500,00  | - 2.913.500,00  | - 2.913.500,00  | - 2.913.500,00  | - 2.913.500,00  | - 2.913.500,00  |
| Af- og nedskrivninger, ultimo | - 62.662.300,00 | - 65.575.800,00 | - 68.489.300,00 | - 71.402.800,00 | - 74.316.300,00 | - 77.229.800,00 |
| Regnskabsmæssig værdi, ultimo | 53.075.400,00   | 50.161.900,00   | 47.248.400,00   | 44.334.900,00   | 41.421.400,00   | 38.507.900,00   |

| Note - Aktiver                                      | R2016/17    | R2017/18     | R2018/19     | R2019/20     | R2020/21     | R2021/22     | R2022/23     | R2023/24     | R2024/25     | R2025/26     |
|-----------------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Materielle anlægsaktiver - driftsmidler             |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Kostpris Primo                                      | 210.075.500 | 244.355.600  | 249.467.000  | 230.093.400  | 214.353.200  | 200.486.800  | 198.522.000  | 196.557.200  | 194.592.400  | 192.627.600  |
| Overførsel                                          | - 235.300   | -            | 0            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| Tilgang                                             | 39.121.800  | 49.420.300   | 12.283.200   | 11.919.000   | 11.810.600   | 24.910.980   | 24.910.980   | 24.910.980   | 24.910.980   | 24.910.980   |
| Afgang                                              | - 5.077.000 | - 44.308.900 | - 31.656.800 | - 27.659.200 | - 25.677.000 | - 26.875.780 | - 26.875.780 | - 26.875.780 | - 26.875.780 | - 26.875.780 |
| Kostpris ultimo                                     | 244.355.600 | 249.467.000  | 230.093.400  | 214.353.200  | 200.486.800  | 198.522.000  | 196.557.200  | 194.592.400  | 192.627.600  | 190.662.800  |
| Af- og nedskrivninger primo                         | 137.018.500 | 158.056.100  | 142.297.900  | 145.167.400  | 148.999.100  | 148.574.100  | 128.158.514  | 112.909.147  | 101.379.460  | 92.527.941   |
| Tilbageførsel af afskrivninger på afhændede aktiver | - 4.898.600 | - 43.943.000 | - 31.583.000 | - 26.927.600 | - 25.677.000 | - 26.875.780 | - 26.875.780 | - 26.875.780 | - 26.875.780 | - 26.875.780 |
| Årets afskrivninger                                 | 25.936.200  | 28.184.800   | 34.452.500   | 30.759.300   | 25.252.000   | 6.460.194    | 11.626.414   | 15.346.092   | 18.024.261   | 19.952.542   |
| Procentvis afskrivning i året                       | 23%         | 21%          | 29%          | 32%          | 33%          | 28%          | 28%          | 28%          | 28%          | 28%          |
| Af- og nedskrivninger ultimo                        | 158.056.100 | 142.297.900  | 145.167.400  | 148.999.100  | 148.574.100  | 128.158.514  | 112.909.147  | 101.379.460  | 92.527.941   | 85.604.703   |
| Regnskabsmæssig værdi ultimo                        | 86.299.500  | 107.169.100  | 84.926.000   | 65.354.100   | 51.912.700   | 70.363.486   | 83.648.053   | 93.212.940   | 100.099.659  | 105.058.097  |

| Note - Aktiver                                          | R2016/17    | R2017/18     | R2018/19     | R2019/20     | R2020/21     | R2021/22     | R2022/23     | R2023/24     | R2024/25     | R2025/26     |
|---------------------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Materielle anlægsaktiver - indretning af lejede lokaler |             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Kostpris Primo                                          | 251.122.300 | 318.833.700  | 350.116.200  | 341.334.000  | 335.744.700  | 325.431.400  | 340.340.280  | 355.249.160  | 370.158.040  | 385.066.920  |
| Overførsel                                              | - 235.300   | -            | 0            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| Tilgang                                                 | 71.272.900  | 57.531.200   | 27.627.900   | 19.563.400   | 13.600.500   | 37.919.180   | 37.919.180   | 37.919.180   | 37.919.180   | 37.919.180   |
| Afgang                                                  | - 3.326.200 | - 26.248.700 | - 36.410.100 | - 25.152.700 | - 23.913.800 | - 23.010.300 | - 23.010.300 | - 23.010.300 | - 23.010.300 | - 23.010.300 |
| Kostpris ultimo                                         | 318.833.700 | 350.116.200  | 341.334.000  | 335.744.700  | 325.431.400  | 340.340.280  | 355.249.160  | 370.158.040  | 385.066.920  | 399.975.800  |
| Af- og nedskrivninger primo                             | 147.601.200 | 181.643.100  | 200.514.100  | 213.905.500  | 237.906.000  | 254.082.100  | 248.781.206  | 249.139.049  | 253.571.183  | 260.936.805  |
| Tilbageførsel af afskrivninger på afhændede aktiver     | - 3.287.500 | - 23.229.500 | - 36.360.100 | - 25.159.300 | - 23.840.500 | - 23.010.300 | - 23.010.300 | - 23.010.300 | - 23.010.300 | - 23.010.300 |
| Årets afskrivninger                                     | 37.329.400  | 42.096.300   | 49.751.900   | 49.159.800   | 40.016.700   | 17.709.406   | 23.368.143   | 27.442.433   | 30.375.922   | 32.488.035   |
| Procentvis afskrivning i året                           | 21%         | 22%          | 28%          | 33%          | 36%          | 28%          | 28%          | 28%          | 28%          | 28%          |
| Af- og nedskrivninger ultimo                            | 181.643.100 | 200.509.900  | 213.905.900  | 237.906.000  | 254.082.100  | 248.781.206  | 249.139.049  | 253.571.183  | 260.936.805  | 270.414.540  |
| Regnskabsmæssig værdi ultimo                            | 137.190.600 | 149.606.300  | 127.428.100  | 97.838.700   | 71.349.300   | 91.559.074   | 106.110.111  | 116.586.857  | 124.130.115  | 129.561.260  |