

H&M Group

Case af Foreningens investeringsrådgiver

H&M Group – prisvenligt modetøj til alle på bæredygtig vis

H&M blev grundlagt i 1947 af Erling Persson i Sverige, hvor den første butik åbnede med salg af tøj til kvinder under navnet "Hennes". Konceptet var dengang og er det fortsat: prisvenligt modetøj.

1968 Hennes opkøbte jagt- og fiskeudstørsforhandleren Mauritz Widfors og ændrede samtidig navn til Hennes & Mauritz. Købet markerede starten på salg af modetøj til alle.

1969 Hennes & Mauritz havde 42 butikker. I årene herefter ekspanderede selskabet på den internationale scene først i Norge, Danmark, England og Schweiz og derefter i mange flere lande.

1974 Hennes & Mauritz blev noteret på børsen i Stockholm, og samtidig ændrede alle Hennes & Mauritz butikker navn til "H&M". 1980'erne var præget af selskabets globale ekspansion.

1998 H&M introducerede online shopping med Sverige som det første online marked.

2007 60 år efter åbningen af den første Hennes butik, lancerede H&M sit andet brand under navnet COS. Herefter fulgte yderligere 7 brands, der enten blev opkøbt eller udviklet internt: Weekday (opkøbt i 2008), Cheap Monday (opkøbt i 2008, men lukket ned i 2019), Monki (opkøbt i 2008), H&M Home (2009), & Other Stories (2013), Arket (2017) og Afound (2018). De 3 opkøbte brands i 2008 indgik i H&Ms erhvervelse af FaBric Scandinavia AB i 2008. Idag repræsenterer H&M i alt 8 brands.

Den nuværende CEO for H&M, Helena Helmersson, blev ansat ultimo januar 2020 og er den første kvinde, der bestrider topposten i en af de 4 største modekoncerner i verden. Helena Helmersson overtog hvervet efter grundlæggeren Erling Perssons barnebarn, Karl-Johan Persson, der herefter trådte ind i rollen som bestyrelsesformand efter sin far, Stefan Persson.



Helena Helmersson, CEO

H&M beskæftiger ca. 180.000 medarbejdere, har mere end 5.000 butikker på 74 markeder, inklusive franchisemarkeder, og 51 online markeder. I 2020 forventes online lanceringer i Indien, Syd Korea og Australien. I Centralamerika har selskabet indgået franchisekontrakt om åbning af den første H&M butik i Panama.

Brancheperspektiv

Udfordringerne for en tøj kæde som H&M er talrige. At ramme moden er én ting, noget andet er den svære opgave at forudsige forbrugers fremtidige købekraft. Herudover giver prissvingninger i råvarer samt løninflation i lavtlønsproducerende lande også udfordringer, specielt når stigende omkostninger skal overvælttes på forbrugeren, der også står med sine udfordringer. Tøjbranchen har derfor til tider ganske store udsving i indtjeningen ved skift i konjunkturer, hvilket har betydet, at mange aktører, specielt mindre, må lade livet i nedgangstider, hvor selv store aktører kan komme i farezonen pga. faldende indtjening. Tøjbranchen har i de senere år oplevet et stærkt fokus på digitale løsninger og bæredygtighed, og denne strukturelle tendens har gjort selskabers fortsatte succes afhængig af deres evne til hurtigt at omstille sig hertil.

Selskabets position i branchen

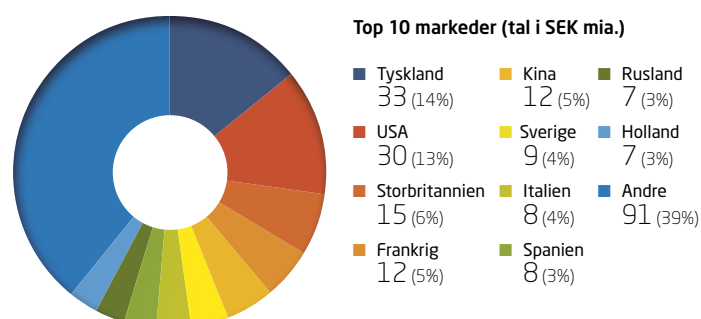
H&Ms finansielle position er stærk sammenlignet med flere af tøjbranchens store aktører og i særdeleshed i forhold til de små og mellemstore butikker. Selskabets flerstrengede distributionsstrategi vurderes på sigt at være en fordel, når de fysiske butikker er blevet justeret til det rette antal, hvilket primært skal ske i Europa, hvor H&M har for mange butikker. H&Ms kom sent i gang med online markedet og satsede i en periode for meget på fysiske butikker. Desuden ramte H&Ms tøjkollektioner i flere sæsoner mere skævt end plet. Fejlskud på moden og problemer i forbindelse med implementering af et nyt logistiksystem med deraf følgende alt for store varelagre har derfor tvunget H&M til at tage "prisvåbenet" i brug, hvilket har påvirket indtjeningen. De nævnte problemer er dog alle adresseret, hvorfor fremtiden for H&M ser mere "normal" ud.

ESG (Environment, Social & Governance)

H&M er afhængig af tredjepartsleverandører til sin tøjproduktion. De fleste er beliggende i asiatiske lande, hovedsageligt i Bangladesh, Kina, Indien og Indonesien, hvor krænkelse af arbejdskraft ikke er ual-

Figur 1

H&Ms nettoomsætning i 2019



Risikokategori

Som aktionær og ejer af et selskab er den risiko, vi er bekymrede for, forbundet med udsving i indtjeningen.

Hvor hurtigt og sikkert er det, at vi kan få vores penge tilbage fra den fremtidige indtjening. Foreningen har etableret fem risikokategorier: A, B, C, D og E, hvor A indeholder de mest indtjeningsstabile selskaber og E de mest cykliske selskaber. Alle selskaber i vores globale univers er blevet klassificeret i en af disse fem risikokategorier. For at mindske og begrænse kurstabrisikoen i porteføljen, skal mindst 2/3 af porteføljen til enhver tid være investeret i risikokategorierne A, B og C.

mindelig. Desuden tiltrækker påstande om børnearbejde og voldelig arbejdspraksis på tøjfabrikkerne løbende kontrol og kunne potentielt sætte spørgsmålstegn ved selskabets omdømme. I regnskabsåret 2018 gennemførte H&M 1.589 inspektioner på stedet hos primære og sekundære leverandører. Selskabet har underskrevet flere brancheinitiativer, der har som målsætning at forbedre arbejdsvilkårene på tøjfabrikkerne. På trods af disse initiativer identificerer nyhedsmedier og ngo'er fortsat krænkelse af arbejdskraft i H&Ms globale forsyningskæde, herunder sager om børnearbejde, hvilket indikerer løbende risici for H&M og konkurrenterne. Efter stærk kritik af arbejdsforholdene i leverandørernes fabrikker viser H&M nu på sin hjemmeside et kort med navne og adresser på alle primære leverandører såvel som på stof- og garnfabrikker, der producerer 65% af H&Ms tøj.

Tøjkeders hurtige produktion af store mængder prisbilligt tøj kræver store ressourcer og genererer mængder af overskudstøj fra forbrugeren, hvilket sætter et kraftigt miljømæssigt aftryk. Da branchen er under pres for at beskytte sig mod huller i forsyningskæderne, som forventes at blive en realitet inden 2030, producerer selskaber i stigende grad efter en cirkulær model. H&M sigter mod en 100%

anvendelse af genbrugte eller bæredygtige materialer i sin produktion inden 2030. H&M har en kvindelig administrerende direktør, og 69% af lederstillingerne var besat af kvinder i regnskabsåret 2019, hvor 76% af alle ansatte i H&M var kvinder. Da kvinder er de primære indkøbere af tøj, bør kønsdiversitet på ledelsesniveau kunne bidrage til bedre indsigt i kundeunderlaget og dermed selskabets strategiske beslutninger.

Trusler

- I nogen grad ramt af mindre niche-aktører, der får relativt let markedsadgang hjulpet af innovative designs
- Mange fysiske butikker

I omstillingsprocessen har H&M foretaget omfattende investeringer i deres online- og/eller mobiltilbud, men også i de fysiske butikker for at få mere trækraft og forbedre forbrugeroplevelsen generelt. Dette har betydet mere fokus på integration (omnimix) mellem fysiske butikker og online salg, herunder:

- Levering næste dag og ekspreslevering tilbydes på 14 markeder
- Scan & Buy er tilgængelig på alle online markeder. Kunden scanner QR-koden på et produkt i butikken for at finde og købe varen online i den ønskede størrelse og farve
- "In-store mode" giver kunderne mulighed for via deres mobiler at tjekke varestatus i netop den butik, de befinder sig i såvel som online. Servicen er tilgængelig på 13 markeder
- I Holland kan H&M kunder vælge at modtage og returnere varer via cykellevering, en klimavenlig løsning der nyder stor succes. Kombineret med brug af biogasbiler fra logistikcentret reducerer dette CO₂-emissionen
- H&Ms opgraderede kundeloyalitetsprogram tæller nu godt 70 millioner medlemmer på 21 markeder og vil fortsat blive rullet ud til yderligere markeder i løbet af 2020



100%
H&M sigter mod en 100% anvendelse af genbrugte eller bæredygtige materialer i sin produktion inden 2030



Fotos: H&M Group ©

► Investeringsrationale

Vi vurderer, at et mix af fysiske butikker samt en stærk online del er den rigtige kombination for en fremtidig tøj-kæde. Det store spørgsmål er dog, hvad "forholdet" skal være. Her er det væsentligt at holde sig for øje, at H&M fortsat vækster antallet af fysiske butikker år efter år. Problemet i relation hertil gælder primært Europa, hvor der er for mange og heraf nogle med ikke optimale placeringer. Det overordnede rationale for åbning af nye fysiske butikker er dog en eksponering af H&M brandet, salg og naturligvis som en slags "support" til online delen. Herudover er det også ganske væsentligt, at tilbagebetalings-tiden for en ny forretning er mindre end 17 måneder. Med hensyn til for mange butikker i Europa bør dette ikke give voldsomme udfordringer for H&M, da selskabet allerede i 2020 har ca. 20% af selskabets globale lejemaal til genforhandling. Fremadrettet vil denne proces alt andet lige resultere i pæne besparelser enten i form af bedre økonomiske vilkår eller opsigelse.



H&M påvirkes naturligvis af Covid-19, hvor mange af selskabets butikker har været lukkede i en periode. På positivsiden har H&M dog overordnet set fået styr på de mere strukturelle problemer, som har plaget selskabet i de seneste år. Samtidig er selskabets finansielle styrke et stærkt plus sammenholdt med andre aktører i branchen, i særdeleshed de mindre spillere. Online delen vækster således fortsat pænt, hvor omsætningen i sidste regnskabsår steg med 24%. Online væksten fortsatte ind i indeværende regnskabsår, hvor første kvartal sluttende februar viste en vækst på 48%. Samtidig skal det tilføjes,

| H&M Group | | www.hmgroupp.com |
|--|--|------------------|
| Hjemsted Sverige | | |
| Etableringsår Grundlagt i 1947 af Erling Persson i Sverige. | | |
| Antal ansatte Selskabet beskæftiger globalt ca. 180.000 medarbejdere. | | |
| Produkter Konceptet er i dag som dengang: prisvenligt modetøj. Fordelt på 8 brands H&M, COS, Weekday, Monki, H&M Home, & Other Stories, Arket og endelig Afound. Betjent via mere end 5.000 butikker på 74 markeder, inklusive franchisemarkeder, og 51 online markeder. | | |
| Omsætningen fordelt på geografisk Top-ti omsætning på markeder: Tyskland (14%), USA (13%), Storbritannien (6%), | | |
| Frankrig (5%), Kina (5%), Sverige (4%), Italien (4%), Spanien (3%), Rusland (3%), Holland (3%) samt de resterende 64 markeder (39%). Danmark har en omsætning på 2% og markeds-mæssigt placeret på en 14. plads. | | |
| Styrker Online del vækster stærkt, hvilket på sigt vil give det "rette" mix mellem fysiske butikker og online. | | |
| Svagheder Mange fysiske butikker. | | |
| Muligheder Nye brands vækster flot og vil på sigt bidrage yderligere til indtjening. | | |
| Trusler Mindre nicheaktører. | | |
| Omsætning 11/2019 SEK 232.755.000.000 +11% i SEK og +6% i lokale valutaer | | |
| Markedsværdi inkl. gæld SEK 309.640.864.000 | | |
| Forventet driftsresultat (EBIT) 11/2020 SEK 18.733.680.000 | | |
| Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed 6,1% (Earnings Yield) | | |
| Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾ 0,5% | | |
| Merakast for virksomhedsejeren 5,6% point | | |
| Indtjeningsstabilitet | | Høj |

(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i f.t. MSCI Verden Aktier's vægtnings landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.

at indtjeningen på online delen, målt ved overskudsgrad, er betydelig over gennemsnittet for H&M, hvilket automatisk vil løfte indtjeningen pr. krone, da online salget vokser betydelig hurtigere end salget i de fysiske butikker.

Et andet forhold, som også på sigt vil løfte indtjeningen i selskabet, er "størrelse". H&M brandet er i dag ubetinget koncernens største og dækker næsten 90% af alle H&Ms fysiske butikker. De øvrige 7 brands er fortsat i en ekspansionsfase, hvilket koster på den korte til mellemlange bane. Salgsmæssigt er de 7 brands overordnet set en succes, og kan H&M have succes med en online udrulning af disse mindre brands, er der store synergier at hente for selskabet.

Samlet vurderes H&Ms risikoprofil at være betydelig mindre end for blot 2-5 år siden. Covid-19 har vist både svagheden ved fysiske butikker, men så sandelig også styrken ved at være tilstede online over for kunderne. Når H&M får justeret antallet af fysiske butikker primært i Europa, bør selskabet stå endnu stærkere i fremtiden.

Nøglepunkter

- Solid finansiell position
- Online del vækster stærkt
- Åbner fortsat flere butikker uden for Europa
- Nye brands vækster flot og vil på sigt bidrage yderligere til indtjening
- Vil på sigt have det "rette" mix mellem fysiske butikker og online
- 20% af H&Ms butikker skal genforhandles i 2020, hvor selskabet vil kunne opnå bedre økonomiske vilkår eller opsigelse lejemaal
- Har fået langt bedre kontrol over arbejdskapitalen
- Rammer igen moden rigtigt
- Prisvenlige produkter

6,1%

H&M aktien er steget kraftigt og ifølge vores værdiansættelsesmodel er Earnings Yield nu på 6,1% (B-selskab)

Værdiansættelse

Vi forventer, at væksten i den nærmeste fremtid vil blive svækket af nedgangen i det globale BNP forårsaget af Covid-19 pandemien, dog afbødet af den kraftige stigning i online salget. Selskabets fundamentale stabilitet er god, og den nuværende nedgang i indtjening forventes derfor blot at være midlertidig.

Foreningen købte aktien første gang til porteføljen ultimo marts, da kursen på det tidspunkt var på et attraktivt lavt niveau. Efterfølgende er aktien dog atter steget kraftigt. Ifølge vores værdiansættelsesmodel er H&M risikoklassificeret som et B-selskab med en Earnings Yield på 6,1%. H&M er indtjeningsmæssigt langt fra tidligere tiders indtjeningsniveauer. Indtjeningen bør således i takt med ovennævnte forskellige tiltag kunne forbedres betydeligt henover årene og dermed reflektere den bredere prisfastsættelse på branchen som helhed.