



Strategisk analyse & værdiansættelse af Salling Group

*Afhandling, HD, Regnskab & Økonomistyring
Aalborg Universitet*

Forfatter: Dennis Schrøder Calundan

Studienummer: 20156320

Vejleder: Margit Malmose

6-5-2019

Indhold

1. English Summary	2
2. Indledning	4
2.2 Problemformulering	6
2.3 Metode	6
2.4 Afgrænsning	9
2.5 Kildekritik	10
2.6 Modelkritik	11
3. Historien	12
4. Eksterne analyser	14
4.1 PESTEL	14
Delkonklusion	20
4.2 Porters Five Forces	21
5. Interne analyser	27
5.1 Regnskabsanalyse	27
Delkonklusion	35
5.2 Ansoff	36
Delkonklusion	42
5.3 Boston	43
6. SWOT	46
7. Værdiansættelse	50
7.1 Multipel tilgang	50
7.2 DCF metoden	53
Følsomhedsanalyse	60
Delkonklusion	62
8. Konklusion	63
9. Litteraturliste	65
Bøger	65
Årsrapporter	65
Artikler & publikationer	65
Bilag	68
Bilag 1 – Salling Group CEO Per Bank	68
Bilag 2 – Accounting Data	69

1. English Summary

The bottom-line purpose of this thesis is to estimate and calculate an Equity Value of the Danish retail company Salling Group by year end 2017. The way to do so is to complete a line of internal and external strategic analysis, collect financial data regarding the total market and Salling Group, and process all of this data and knowledge into forecasting the performance of the 5 future accounting years of the Group. The financial forecasts will be used in a discounted cash flow model set up in Microsoft Excel and the model will determine an Equity Value of the firm. For comparison, a secondary value assessment based on an EBITDA multiple calculation from two comparable retail companies, will be applied.

External analysis

The PESTEL analysis and Porters Five Forces is used to describe the world around Salling Group including the competitive situation. Important findings in these analyses show, that especially technological advances and e-commerce are significant to future operations in the grocery market. The arrival of American online retail giant Amazon is expected to transform the market as seen in other countries.

Cross border shopping towards Germany has in many years been of great significance, especially to retailers in close proximity to the German border. The Swedish currency, however, creates the possibility of a new cross border shopping towards Sweden. This could potentially be of far greater magnitude than the German shopping due to the massive population in the Copenhagen area with easy access to Malmö.

The Danish economy continues to grow with low inflation rates. The long term expected rate of inflation is 2 %.

The competition in the market is fierce and has recently costed the life of several stores and a whole chain of stores. The market consist of a handful of huge companies and a network of stores numerous enough to support a population of 16 million people – far more than twice the actual population of Denmark. It seems unlikely that new competitors will try to enter the Danish market due to the low to no growth in the market and low EBIT rates. Lidl did however successfully enter the market in 2005 and have largescale expansion plans.

Due to the size of the competitors, suppliers have little or no power. The costs of losing a chain as a customer could be devastating, so suppliers are forced to acknowledge prices and payment terms decided by the chains.

Internal analysis

The internal analysis consists of a financial analysis and the growth strategies of Ansoff. All of strategies can be traced throughout the behavior of Salling Group. It is a very opportunistic company, who is always prepared to invest when the right opportunity appears. Examples to mention is the closing of the Dagrofa chain Kiwi, and bankruptcy of Top Toy. Furthermore, market penetration and product development goes on a daily basis from store to headquarters. Billions are being invested in developing the existing stores and concepts are constantly being fine-tuned in order to meet the demands of the Danish consumer.

Financially, Salling Group seems to be in a league of its own. Growth, EBIT, Earnings after Tax, WCR, ROE and ROIC are all superior to the nearest competitor COOP. This power is used to maintain a high level of investment in developing and expanding the business in accordance with growth strategies complying with the theoretical approach of Ansoff.

The Boston Matrix tells a tale of Salling Groups chains of stores being mapped far better in the market than the ones of COOP. Only the two department stores Salling are placed in the Dog sector, whereas several of COOPs actual chains are placed here. Salling Group also has a star chain, which COOP hasn't.

Equity Value

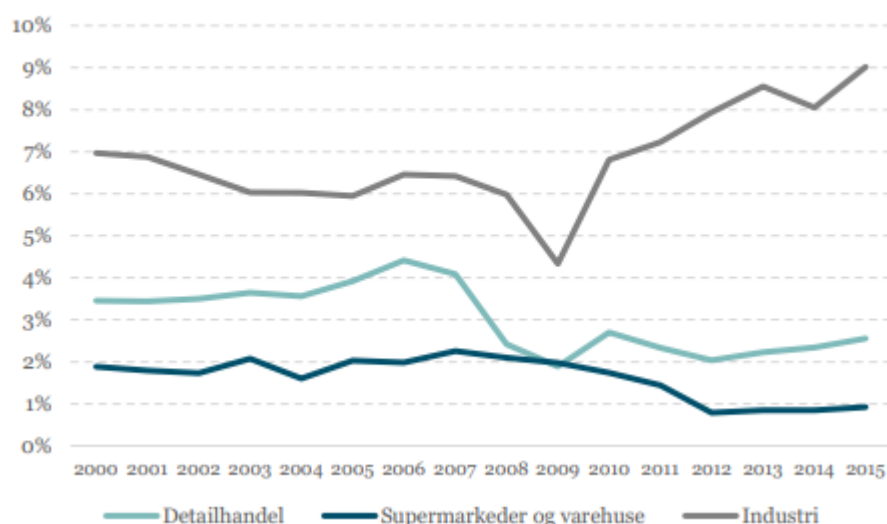
The DCF model is applied to collected and forecasted data. The WACC is calculated using market data but the output of this approach is unrealistic. Instead, data from Salling Groups annual reports is applied to the model and the equity value is hereby estimated to be just over 12 billion DKK. The EBITDA multiple method is applied to control this estimate and it shows an equity value of around 13 billion, making the result considered satisfying.

2. Indledning

Dagligvaremarkedet. En slagmark, der her i landet domineres af en håndfuld supermagter, der bekriger hinanden på finansiell formåen, CSR engagement og til syvende og sidst evnen til at få kunderne til at komme igen og igen.

I 2010 offentliggjorde OECD et omfattende studie, der konkluderede, at det danske marked havde Europas hårdeste konkurrence.¹ Om end dette studie har en del år på bagen, så kom TV2's erhvervsreporter Ole Krohn d. 19/2 i år med en kommentar, der tegner samme billede i dag: *"Danmark har et detailhandelsunderlag, der kan servicere 16 millioner indbyggere, og vi er cirka seks millioner. Det bliver en kamp fra butik til butik om, hvem der kan overleve discountkrigen."*² Branchen er ligeledes præget af et iøjnefaldende lavt niveau, når man vurderer virksomhedernes overskudsgrad:

Overskudsgrad i detailhandlen, supermarkeder/varehuse og industrien, 2000-2015



Kilde: Dansk Erhverv, Perspektiv #16

Det er en bekostelig affære at drive dagligvareforretning i Danmark; markedet er reguleret i form af afgifter, fødevarelovgivning m.m., alle forbrugere i markedet efterspørger dagligvarer og konkurrencen er som nævnt særdeles hård. Det må derfor formodes at finansiell robusthed er en nøglesten i forhold til at overleve på markedet. Vi skal ikke huske længere tilbage end til 28. april 2017, hvor Dagrofa koncernen offentliggjorde nedlukningen

¹ Kilde: OECD 2010 / Molnar og Bottini (2010)ii How large are competitive pressures in service markets?

² <http://nyheder.tv2.dk/business/2019-02-19-lidls-fremstoed-bliver-ikke-gratis-for-de-andre-kaeder-mener-ole-krohn>

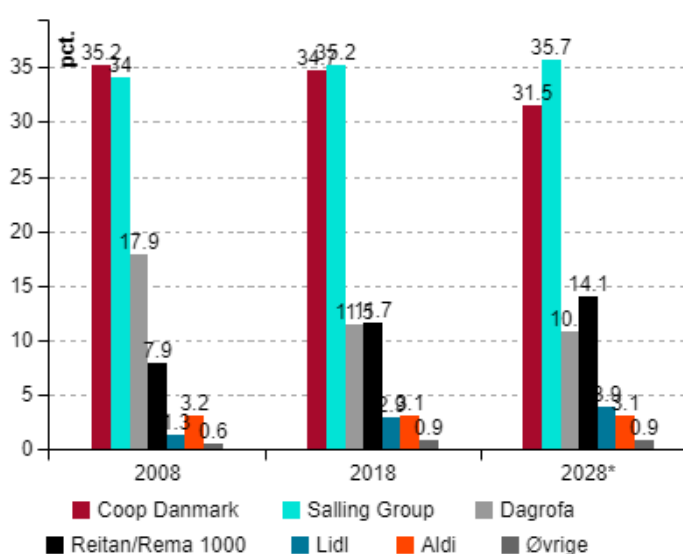
af discountkæden Kiwi i Danmark pga. den hårde konkurrence. Sidenhen har vi i markedet set større lukkerunder af urentable butikker i både Aldi og Fakta.

Strategier, butikstyper, salgskanaler, markedsføring – parametrene der spilles på er næsten lige så mange, som vi er forbrugere på markedet. Og måske er et mix af flere forskellige fremgangsmåder vejen til en sikker fremtid. Men den øvelse kræver i særdeleshed en stærk kapital i ryggen og den kan være besværlig at fremskaffe med blot 0 til godt 2 % overskud.

³Der synes at være 2 store aktører i Danmark; COOP og Salling Group, der begge har omtrent 35 % markedsandele.

Retail Institute Scandinavia spår, at COOP, der historisk altid har været størst i Danmark vil opleve at lukke omkring 10 % af sine butikker de følgende 10 år. Samtidig vurderes Salling Group mindst at fastholde deres markedsandel og dermed endegyldigt indtage branchens trone.

Vurdering af markedsandele blandt aktørerne i dansk dagligvarehandel.
*2028 er prognose. Kilde: Retail Institute Scandinavia, nov. 2018



"Kigger man på omsætningsudviklingen over fem år i COOP og Dansk Supermarked tegner det billedet af en stagnerende udvikling begge steder. Kigger man derimod på indtjeningen befinder COOP og Dansk Supermarked på to forskellige planeter. Over fem år har COOP tjent sølle 80 mio. kr., mens Dansk Supermarked har hevet over otte mia. kr. hjem på bundlinjen, ifølge Per Bank. Det er der mange forklaringer på, men ikke nødvendigvis troværdige forklaringer. Set ude fra er det svært at forstå, at to virksomheder, der har de samme kunder og de samme varer på hylderne år efter år økonomisk udvikler sig så forskelligt. Det må

³ <https://finans.dk/erhverv/ECE10978296/ny-prognose-coop-taber-og-rema-vinder-i-kampen-om-dagligvaremarkedet/?ctxref=ext>

nødvendigtvis være resultatet af forskelligheden i ledelse, ejerskab og kapital Power.”⁴ Jens Christian Hansen, Berlingske Business, 19/4 2017.

Undertegnede har en 15 årig karriere i branchen bag sig, heraf langt størstedelen af årene i Dansk Supermarked / Salling Group, dog nuværende hos en konkurrent. Derved haves et indgående branchekendskab og dyb interesse for historisk, nuværende og i særdeleshed den fremtidige udvikling på dette samfundsmæssige essentielle marked. Danskerne skal bruge varer til at drive deres husholdning. Disse varer leverer dagligvarehandlen.

2.2 Problemformulering

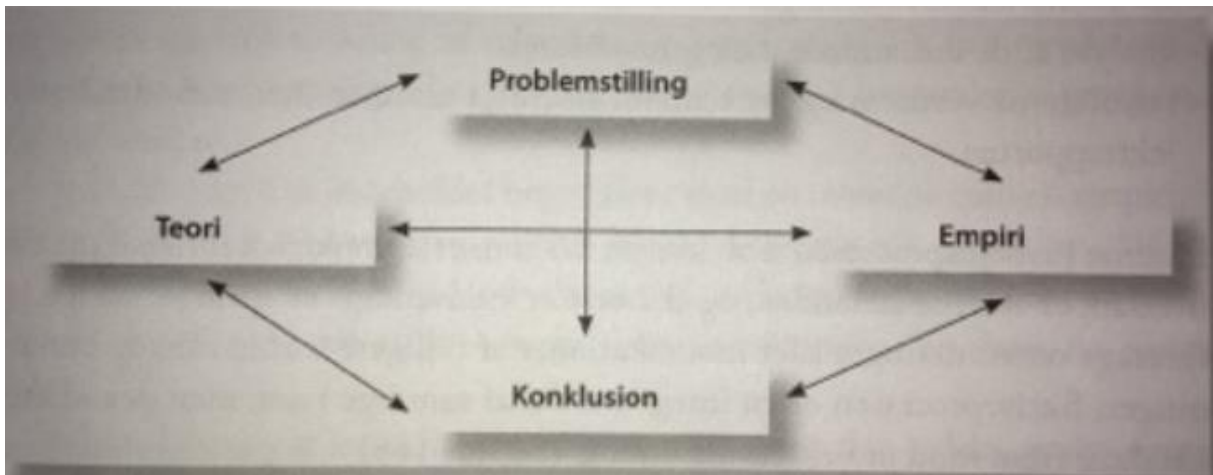
Denne afhandling har til formål at besvare nedenstående overordnede problemformulering, samt besvare underspørgsmålet:

- Hvad er den teoretiske værdiansættelse af Salling Group ved regnskabsåret 2017's afslutning og afspejler denne handelsværdien af virksomheden i forbindelse med ejerskiftet mellem AP Møller Mærsk og Salling Fondene?
 - Hvad kan årsagen / årsagerne være til, at Salling Group spås en lysere fremtid end andre aktører i branchen?

2.3 Metode

I dette projekt vil der blive anvendt en teoretisk tilgang til problemstillingen, som afspejler Ib Andersens Erkendelsesspiral:

⁴ <https://bosserne.blogs.business.dk/2017/04/19/baade-coop-og-dansk-supermarked-staar-paa-vaklende-soejler/>



5

Der tages udgangspunkt i problemformuleringen, der udvælges nogle teoretiske modeller, der på baggrund af deres formål vurderes velegnede til at besvare problemformuleringen. Der indsamles empiriske data, som kobles med teorierne ved analyse og fortolkning af begge. Dette udmunder sig i en konklusion.

Der udarbejdes en strategisk analyse af Salling Group. Denne vil bestå af en ekstern og en intern del. Formålet med det strategiske afsnit er at skabe et oplyst grundlag for – sammen med en regnskabsanalyse – at kunne opstille budgetter for de fremtidige regnskabsår. Virksomheden vil igennem opgaven blive nævnt ved både det historiske navn Dansk Supermarked og det nye Salling Group alt efter hvor de beskrevne hændelser finder sted kronologisk.

For at belyse situationen i det eksterne miljø omkring Salling Group anvendes PESTEL analysen. Modellen er særdeles velegnet til at tegne et grundigt øjeblicsbillede af den omverden, en virksomhed opererer i. Omvendt skal det nævnes at modellen kræver enormt meget vedligeholdelse, da den som udgangspunkt skal opdateres konstant, i takt med at ny information tilvejebringes. Som nævnt i afhandlingens indledning er konkurrencen i dagligvarehandlen særdeles hård. Netop derfor anvendes også Porters Five Forces til nærmere at belyse denne konkurrence.

Der udarbejdes en regnskabsanalyse på baggrund af Dansk Supermarkeds årsrapporter fra 2013, 2014, 2015, 2016 og 2017. Analysen skal danne det historiske grundlag for budgetteringen af de følgende 6 regnskabsår. 5 år vurderes at være en passende periode,

⁵ "Produktion af Viden, 3. udgave", Peter Nielsen, side 11

idet branchen kan ændre sig væsentligt i løbet af relativt kort tid. Det 6. år skal budgetteres for at fastslå en terminalværdi af cash flows. Endvidere skal analysen medvirke til at afdække det, i indledningen omtalte, spørgsmål fra Jens Christian Hansen om, hvorvidt forskellen i indtjeningsniveauet mellem Salling Group og COOP kan afkodes i de finansielle forhold. Der vil derfor drages paralleller til udvalgte nøgletal til COOPs årsrapporter.

Den interne del af strategianalysen vil fokusere på Ansoffs vækstmatrice. Denne teori skal afdække hvordan Salling Group hidtil har genereret vækst, men i høj grad også hvordan virksomheden i fremtiden kan forventes at gøre lige så. Afsnittet omkring Ansoff vil være suppleret med flere andre modeller fra bl.a. detailhandelsteori. Ansoff suppleres af Boston matricen, der skal beskrive hvorledes kæderne i Salling Group er tilstrækkelige til at skabe fremtidig vækst.

Den interne og eksterne del sammenfattes i en SWOT analyse som afrunding på det strategiske teori afsnit.

Til endeligt at besvare problemformuleringen og værdiansætte Salling Group benyttes primært DCF metoden. Denne metode vurderes i dette tilfælde som det mest retvisende – givet at forarbejdet gøres tilstrækkeligt grundigt. *Poorly estimated input data will lead to unreliable estimated values.*⁶ Metoden består af 6 trin, der skal gennemgås for at fastslå værdien af en virksomheds egenkapital. Budgetperioden skal fastlægges, cash flow strømmene skal estimeres, kalkulationsrenten skal beregnes, terminalværdien af virksomhedens aktiver skal estimeres, enterprise value skal beregnes og slutteligt skal egenkapitalens værdi beregnes.

For at kunne teste om værdiansættelsen er nogenlunde retvisende sammenholdes resultatet naturligvis med den indgåede handel mellem Salling Fondene og AP Møller Mærsk, men der benyttes også en yderligere metode, nemlig den indirekte metode med EBITDA multipel. Denne benyttes fordi den kan beregnes med udgangspunkt i virksomheder, der ikke har samme gældsrate eller skatteforhold. Det åbner muligheden for at se på udenlandske sammenlignelige retailers, da det er svært at holde eksempelvis Dagrofa eller COOP op som en sammenlignelig virksomhed med Salling Group, idet COOP er et andelsforetagende med

⁶ Hawawini & Violet, Finance for Executives s. 487

selvstændige brugsforeninger i blandt, og Dagrofa består hovedsageligt af selvstændige købmand, samt engros og foodservice.

2.4 Afgrænsning

Denne afhandling har til formål at beregne en teoretisk værdiansættelse af Salling Group. I afhandlingens afsnit omkring regnskabsanalyse benyttes tal fra Dansk Supermarkeds årsrapporter fra regnskabsårene 2013, 2014, 2015, 2016 og 2017. Der medregnes altså tal fra både den danske aktivitet, samt aktiviteten på de udenlandske markeder, hvor Netto kæden opererer. Idet visse poster i de forskellige årsrapporter er omdøbt, udeladt eller tilføjet, så er der i afhandlingens analyse lavet en standard resultatopgørelse og balance, hvor alle poster fra de forskellige år er tilføjet eller slået sammen med andre. Denne fremgangsmåde er valgt for at gøre tallene nemt sammenlignelige. Ingen tal er udeladt, men der vil derfor i de mere dybdegående analyser kunne spores afvigelser fra de i årsrapporterne angivne beløbsstørrelser. Et eksempel kunne være arbejdskapitalen, der i denne afhandling kan være marginalt forskellig fra arbejdskapitalen opgjort i de originale årsrapporter. Disse afvigelser vurderes uvæsentlige for afhandlingens konklusioner og alle beregninger vil være vedlagt enten i selve rapporten eller i dennes bilag.

Det første år, der budgetteres for vil være 2018. Dette er besluttet idet både COOP, Dagrofa og Salling Group aflægger regnskab omkring april og maj, hvorfor der ikke vil være den fornødne tid til, at bearbejde de helt nye årsrapporter. Det skal i denne sammenhæng nævnes, at mange af de kilder, der anvendes i rapporten er udtalelser m.m., der er foregået i 2018 og 2019 – altså samtidig eller endda efter det første budgetår i afhandlingens del om værdiansættelsen.

I regnskabsanalysens sammenligning med nøgletal fra COOP koncernen anvendes årsrapporter fra COOP Danmark A/S uden de selvstændige brugsforeninger. Dette er valgt for at gøre virksomhedernes forhold så sammenlignelige som muligt.

I afhandlingens strategiske analyser vil fokus blive lagt på det danske marked af hensyn til opgavens omfang. Der vil således ikke blive foretaget undersøgelser af forholdene i udlandet, medmindre der undervejs i opgaven fremkommer viden af væsentlig betydning for besvarelsen af denne. Det vurderes endvidere at indsigt i de danske forhold er tilstrækkeligt

for at danne et kvalificeret billede af de strategiske forhold, der omgiver Salling Group, da langt størstedelen af virksomhedens drift foregår på hjemmemarkedet.

Der vil hovedsageligt blive inddraget artikler m.m., der omtaler dagligvarehandlen, da dette område til stadighed er det primære operationsfelt for Salling Group. Der opereres både med café- og restaurationsdrift, catering og nu også legetøj, men dagligvarer vil være afhandlingens fokusområde.

Der findes endeløse rækker af modeller og teorier, der kunne bruges til at belyse denne afhandlings problemfelt, men det vurderes at de udvalgte modeller er tilstrækkelige til at besvare opgaven. PESTEL analysen vil ikke være fuldtud fyldestgørende, da omfanget af denne vil være af en uoverskuelig størrelse. De medtagne forhold i analysen vil derfor være udvalgt på baggrund af vurderingen af størrelsen af deres påvirkning af forholdene i branchen.

2.5 Kildekritik

I afhandlingens teoretiske afsnit vil der særligt i den eksterne del blive taget udgangspunkt i artikler fra anerkendte medier og analyse institutter. Særligt Dansk Handelsblad, finans.dk, Jyllands Posten, tv2.dk og Børsen vil blive anvendt. Dansk Handelsblad er et tidsskrift, der kun beskæftiger sig med dagligvarehandlen og benytter derfor kun kilder herfra, samt kilder i branchens omverden. Der medtages ofte kilder fra "begge sider af bordet" for at sikre det korrekte billede i de bragte artikler. Der er selvfølgelig altid en vis risiko forbundet med at tage interviews med kæderne selv for gode varer. Risikoen består i at CEO's m.m. til enhver tid vil male det bedst mulige billede af deres virksomhed. Det vurderes at Dansk Handelsblad – og de øvrige nævnte medier i øvrigt – er tilstrækkeligt kompetente til selv at foretage denne sondering.

Årsrapporter fra de forskellige virksomheder anvendt i denne afhandling bruges stort set udelukkende som kilde til taldata, da tekst i disse rapporter på samme måde som interviews kan være til for at male det bedst tænkelige billede af virksomheden. Tekst anvendes kun som kilde til forklaring af ekstraordinære udsving i tallene.

Der indgår som kilde i rapporten også en kort udtalelse fra Salling Groups CEO Per Bank til undertegnede. Denne vurderes reliabel, men man bør naturligvis altid være kritisk overfor udtalelser direkte fra en virksomheds ledelse.

2.6 Modelkritik

PESTEL

En af svaghederne ved modellen er, at den kræver enormt meget vedligeholdelsesarbejde, idet omverdenen konstant ændrer sig og der opstår nye regler, punkter og fokusser i samfundet. Endvidere bruger modellen ikke energi på at se fremad men forholder sig udelukkende til fortiden. Man kan så sige at det må være op til brugeren at "fremskrive" de tendenser, som modellen afdækker. PESTEL analysen er i ordets forstand en analyse, altså en dybdegående beskrivelse og fortolkning af begivenheder i en virksomheds eksterne miljø. Modellen giver ingen svar på, hvordan disse eksterne forhold skal angribes. Den skaber udelukkende overblik over hvilke forhold, man med fordel kunne arbejde med i virksomheden.

Porters Five Forces

Modellen er en brancheanalyse ofte anvendt i strategiarbejde, som i stil med PESTEL beskriver forholdene i og omkring branchen og dermed konkurrencesituationen heri. Den kræver derfor også et stort vedligeholdelsesarbejde. Når man ser på den grafiske model, så viser den en anden udfordring, nemlig at alle delkomponenterne vægter lige højt i analysen, hvilket formentlig aldrig vil være tilfældet.

I realiteten vil der i den enkelte branche med overvejende sandsynlighed være en eller to af de fem "*forces*", der påvirker branchen i langt højere grad end de andre. Det er op til analytikeren at lave denne sondering og lægge fokus der, hvor arbejdet vil give mest værdi.

Ansoff

Ansoffs vækststrategier beskriver 4 forskellige måder at generere vækst på. Det kan være vanskeligt at skille strategierne ad og klart beskrive hvilken der konkret er i anvendelse i den enkelte situation. Dermed bliver vurderingen subjektiv på baggrund af argumentationen. Det

kan skabe problemer i forhold til at bibeholde reliabiliteten i afhandlingens konklusion netop på grund af den subjektive vurdering. Det vurderes dog ikke at have betydning for besvarelsen af afhandlingens problemformulering.

Boston

Problemet med Boston modellen er, at den kun tager 2 parametre med i betragtning i forhold til, at vurdere produkternes styrke. Der kunne nævnes mange flere, der også ville være relevante at medtage i disse overvejelser.

3. Historien

Det hele startede i Århus i 1906. Ferdinan Salling åbnede en manufakturhandel i centrum af byen og opbyggede herfra en sund forretning. Han tog sin søn Herman ind og han viste format til at drive virksomheden videre og han overtog endeligt roret efter faderens død i 1953. Det tog hurtigt fart og i 1948 åbnede stormagasinet Salling som vi kender det i dag. Herman Salling var visionær og satte altid kunden i fokus. Han ville være first mover i Danmark og søgte megen inspiration i udlandet. Han drømte om at åbne kæder af butikker og ønskede at gå ind i dagligvarebranchen. Således skrev han danmarkshistorie, da han i 1960 åbnede landets første supermarked med et mix af fødevarer og tekstiler – deraf det velkendte navn Føtex – netop for at husmødrene skulle kunne gøre hele deres indkøb i en og samme butik. Føtex blev hurtigt en succes og Herman Salling manglede kapital til at ekspandere. Efter lang tids søgen og da han var på nippet til at søge udenlandske investorer, så dannede han samarbejde med AP Møller Mærsk og sammen stiftede de selskabet Dansk Supermarked A/S i 1964. Arnold Peter Møller var i første omgang skeptisk og ønskede at fokusere på sin virksomheds kerneforretning, men efter 2. Verdenskrig, hvor en stor del af AP Møllers flåde kom i klemme og blev konfiskeret af både tyske og allierede, tog frygten for at lade en stolt dansk virksomhed få tyske ejere over.

I 1970 gjorde Herman Salling det igen og introducerede lavprisvarehuset for Danmark med åbningen af Bilka i Tilst. Her skulle familien Danmark kunne handle alt og i store mængder til lave priser. Åbningen blev en succes uden lige og skabte trafikalt kaos i hele området. I 1981 kom turen til discountsektoren, hvor han som modsvar til tyske Aldi indtog i Danmark i

1977, åbnede Netto kæden, der som bekendt udviklede sig til landets suverænt største kæde og i dag tæller over 500 butikker i Danmark alene.

7. januar 2014 skete der noget, der lagde låg på lang tids usikkerhed i og omkring Dansk Supermarked. Herman Salling og hans samarbejdspartner gennem 50 år Mærsk McKinney Møller var begge gået bort. Det lå i kortene at AP Møller koncernen ville rette sit fokus mod kerneforretningen og sælge Dansk Supermarked fra. Den nye topchef i Dansk Supermarked Per Bank kom fra britiske Tesco og han hentede flere af sine tidligere kolleger med til direktionsgangen uden for Århus. Alt tydede på at Tesco skulle blive den nye ejer, men sådan gik det ikke. Dansk Supermarked kom tilbage til hvor det startede⁷. Virksomheden blev værdiansat til 41 milliarder kroner og i første omgang købte Salling fondene 49 % af aktierne, da man ikke havde kapital til mere på daværende tidspunkt, og det blev aftalt at de resterende 19 % skulle tilbagekøbes indenfor 5 år. Således gik det og allerede inden udgangen af 2017 var den endelige overdragelse af de resterende aktier fuldført. Cirklen blev sluttet 1. juni 2018, hvor Dansk Supermarked blev lagt i graven og virksomheden skiftede navn til det nuværende og historiske Salling Group.

I dag driver Salling Group stormagasinerne Salling, supermarkedskæden Føtex, herunder de mindre Føtex Food butikker, hypermarkedskæden Bilka herunder de sidste rene nonfood varehuse A-Z, discountkæden Netto, kaffebarerne Starbucks, burgerrestauranterne Carls Jr. og webshopsene bilka.dk, føtex.dk, salling.dk, wupti.com, flowr.dk, skagenfood.dk, husetsforsikring.dk og bilkatogo.dk

⁷ Hanne Sindbæk, "Vi kan ikke sidde her til juleaften" side 281

4. Eksterne analyser

Dette projekt har til hensigt på baggrund af særligt DCF modellen at værdiansætte Salling Group. Det indebærer at skulle estimere driftsresultater for fremtidige regnskabsår og dermed virksomhedens aktivers evne til at skabe værdi. For at kunne foretage disse estimer, er det nødvendigt at danne et overblik over virksomhedens interne og eksterne miljø. Det er nødvendigt at skabe viden om forholdene i befolkning og marked, hvori virksomheden opererer, hvilke konkurrenter gør sig gældende osv. Udover værdiansættelsen ønskes også en belysning af, hvilke årsager der er til, at Salling Group synes at være et skridt foran sine konkurrenter på markedet. Årsagerne der måtte findes må forventes at kunne afdækkes i de interne og eksterne analyser.

4.1 PESTEL

PESTEL analysen er en grundlæggende omverdens analyse, som kan hjælpe med at danne et billede af, hvordan verden ser ud rundt om en virksomhed. Modellen hjælper med at skabe overblik over de utallige eksterne faktorer, der kan have indflydelse på virksomhed.

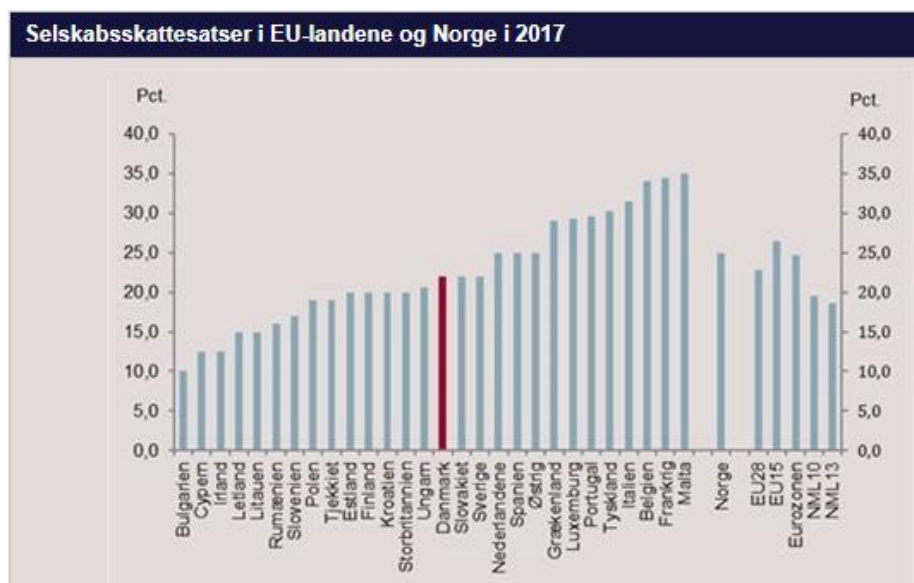
Political

På det politiske plan i relation til dagligvarehandlen er afgifter og grænsehandlen en af de helt varme kartofler. Regeringen og Dansk Folkeparti har i den nyeste finanslov sænket nogle centrale afgifter rettet mod grænsehandlen. I 2019 sænkes afgiften på øl med 70 mio. kr. og vin 25 mio. kr. og afgifterne sænkes løbende yderligere over de kommende år. Brian Mikkelsen fra Dansk Erhverv hilser afgiftsændringerne velkommen, men Claus Bøgelund Nielsen fra De Samvirkende Købmænd vurderer at den danske forbruger med den nye afgift eksempelvis vil spare cirka 15 øre på en flaske vin⁸; næppe en besparelse, der sætter den store stopper for grænsehandlen.

I 2019 er der valg til Folketinget. Noget tyder på at Danmark kunne få et regeringsskifte i år. Om end Socialdemokratiet de seneste år har nærmet sig den nuværende regerings politik på mange punkter, så må det forventes, at ikke alle udsigter til liberale tiltag gennemføres. Det kunne fx være planlagte sænkninger af afgifter, hvilket alt andet lige vil gavne grænsehandlen. Derudover forelægger risikoen for ændringer i skattesatser. Det ligger i hvert fald i tråd med paroler om, at store virksomheder i højere grad skal medvirke til at

⁸ Dansk Handelsblad 7/12-18, side 7

finansiere det samfund, de lever af at sælge varer til. Hvis man sammenligner med de øvrige EU lande, så ligger Danmark nogenlunde i midten hvad angår den direkte selskabsskat.



9

Ifølge skatteministeriet, så er selskabsskatten faktisk mere end 2 % højere i EURO zonen, end i Danmark. Så skal der selvfølgelig korrigeres for afgifter m.m., men det er relativt at forestille sig politikere fra den nuværende opposition stå på mål for en højere selskabsskattesats på baggrund af disse tal.

Economic

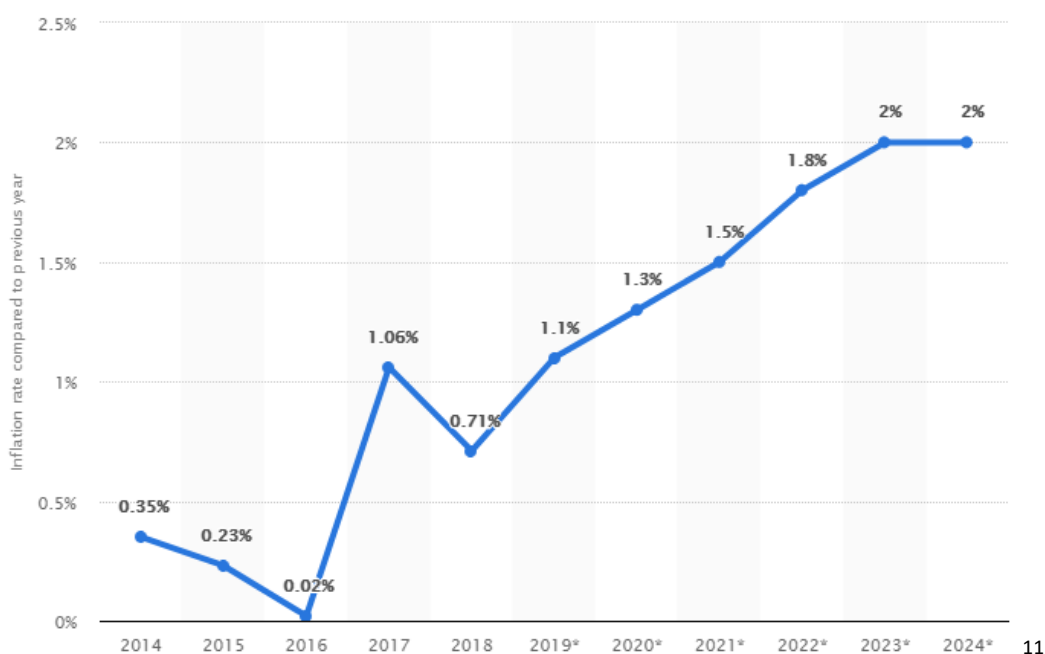
Den svenske krone er svag i forhold til den danske og i øvrigt faldende. Dette faktum åbner reelt muligheden for en ny grænsehandel mod Sverige. Dansk Handelsblad nævner, at forbrugere kan spare helt op til 80 % på eksempelvis konfektur sammenlignet med gennemsnitspriser i hovedstadsområdet, hvis man vælger at handle i Sverige i stedet.¹⁰ Det er ganske velkendt, at Århus og især København er i skarpt fokus for alle de store dagligvarekæder i Danmark grundet den relativt enorme befolkning sammenlignet med resten af landet. Derfor er en dansk / svensk grænsehandel potentielt langt mere væsentlig end den "traditionelle" grænsehandel mod Tyskland. Befolkningen i Sønderjylland er beskeden i sammenligning med hovedstadsområdet og på den måde bør det forventes at langt flere forbrugere vil gøre brug af grænsehandlen mod Sverige, såfremt denne for alvor

⁹ <https://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene>

¹⁰ <https://dhblad.dk/dsk-vi-mangler-tal-for-den-dansk-svenske-graensehandel-10/04-2019>

slår igennem og man vil se målrettet markedsføring fra svenske aktører på samme måde som man ser det i Flensburg området.

Inflationen er til stadighed historisk lav i Danmark og fødevarepriserne er ifølge Danmarks Statistik de højeste i EU. Den historiske inflation kan i forhold til Salling Group anvendes til at vurdere omsætningsudviklingen, dette vendes der tilbage til i regnskabsanalysen. Den forventede fremtidige inflation har imidlertid større betydning for denne afhandlings problemløsning.



Der forventes altså en tiltagende inflation i de følgende år, hvilket alt andet lige er fordelagtigt for omsætningen i detailhandlen.

Socio-cultural

Tobaksrygning må kunne nævnes som tidens vel nok største emne af sociokulturel karakter i relation til dagligvarer. Før nævnte finanslov indeholdt ganske overraskende ikke stigning i afgifterne på tobak, hvilket naturligvis er en fordel for butikkerne i forhold til grænsehandlen, men til gengæld ej i trit med samfundets målsætning om røgfri generation i

¹¹ <https://www.statista.com/statistics/318356/inflation-rate-in-denmark/>

2030. En række af aktørerne på dagligvaremarkedet, herunder Salling Group, har valgt at gemme tobakken væk fra kundernes synsfelt i butikkerne for ikke at friste unødigt.¹²

Meget generelt kan man sige at forbrugertrends er vigtige at have for øje, når fremtidig strategi i dagligvarehandlen skal planlægges. Convenience, takeaway, vegansk, kød løs dag er alle eksempler på trends der forventes at vokse betydeligt de kommende år. Det kan være nødvendigt at gentænke hele butikskoncepter for at imødegå nye trends.¹³

CSR er blevet en stor faktor, når dagligvarekæderne skal markedsføre sig. Der gøres store numre ud af at brande sig med økologi, fairtrade, dyrevelfærd, bæredygtigt fiskeri, madspild osv. Sidstnævnte er blevet en PR faktor udover det sædvanlige i de senere år, især op til højtiderne, hvor der deles overskudsmad ud i voldsomme mængder. Således forventede Netto alene at man i forbindelse med julen 2018 skulle uddele 40 tons overskudsmad til udsatte borgere.¹⁴ Det bliver pludselig en interessant diskussion, når kæderne ligefrem forventer fastsatte mængder af mad, der ikke vil blive solgt. Det rejser spørgsmålet om ikke man kunne drive forretningen bedre op mod helligdagene, hvis man forventer at skulle kassere – eller uddele – 40 tons fødevarer. Cand.pæd. i pædagogisk sociologi Christian Hansen adresserer denne holdning i en kronik i Jyllands Posten 11. januar 2019.¹⁵

”Fundamentalt set kan vi sætte spørgsmålstejn ved den gode gerning, når den person eller virksomhed, der bedriver den gode gerning, har behov for at fortælle om den offentligt på sociale medier. På den måde kan det være svært at gennemskue, hvorvidt den gode gerning er baseret på reel medmenneskelighed eller på motiver om anerkendelse fra omverdenen for at have bedrevet en god gerning for folk i nød. Eller for virksomhedernes vedkommende: om en bevidst god gerning er en del af en brandingstrategi, hvor virksomhedens image poleres og boostes ved at bedrive gode gerninger.”

¹² <https://dhblad.dk/dagligvarekaeder-faar-haederspris-for-tobaksindsats-05/02-2019>

¹³ <https://dhblad.dk/coop-tester-fremtidens-butikker-under-coop-navnet-06/03-2019>

¹⁴ Dansk Handelsblad 30/11 2019, bagsiden

¹⁵ https://jyllands-posten.dk/debat/kronik/ECE11112269/taeller-en-god-gerning-kun-hvis-man-fortaeller-om-den-paa-facebook/?fbclid=IwAR0yF_BvXHd8XthVVfsGxxAeA9LMdGDWcxG_X-mumJ_ZFvlwBjBPvqBMeDA

Technological

Loyalitetsprogrammer vinder mere og mere frem og er i stigende grad blevet digitale, hvilket giver kæderne et meget præcist indblik i købsadfærden hos kunderne. App løsninger i stedet for mere traditionelle medlemskort er blevet normen og eksempelvis COOP's app har rundet en million downloads.¹⁶ Med app løsningen ønsker aktørerne i dagligvarehandlen at transformere måden, man markedsføre på. Man tracker i udpræget grad kundernes indkøbsmønstre og tegner helt tydelige sammenhænge i hvilke varer, der købes og i hvilke sammenhænge. Det giver muligheden for at skræddersy tilbud til den enkelte kunde. Dette i sig selv skaber ikke nødvendigvis øget indtjening, men det kan være et overordentligt stærkt kort i forhold til at skabe kundeloyalitet. Når denne teknologi for alvor virker, så "ved" forbrugeren at butikken vil give personlige tilbud som han/hun konkret kan bruge og derfor ikke skal bruge tid på at gennemlæse tilbudsaviser og overveje, hvor det samlet set bedst kan betale sig at gøre sine indkøb.

E-commerce og Amazon er den helt varme kartoffel i detailhandlen. Dagligvarer er til stadighed en sektor der ikke helt er slået igennem på e-commerce. Nonfood områder er i langt højere grad flyttet fra den fysiske butik til nethandlen. Dette område vil der blive set nærmere på i konkurrence analysen i afsnittet Porters Five Forces.

Social Media er ligeledes en teknologi faktor, der skal være opmærksomhed omkring. Med de sociale mediernes udbredelse ligger der både muligheder og trusler og lure. Det kan være en kilde til meget effektiv PR og markedsføringsarbejde, men kan samtidig være en kanal til begrebet *shitstorm*. Dårlige historier kan sprede sig som steppebrande og er for virksomheden umulige at stoppe. Derfor ses det ofte i større virksomheder, at der er hele forretningsenheder, der kun beskæftiger sig med kommunikation og sociale medier.

Environmental

Der kan næppe findes en forbruger i Danmark, der ikke har indsigt i klodens udfordringer vedr. plastik i verdenshavene. Der gøres enorme kvantespring i branchen med fokus på at nedbringe mængden af plastik. Således har vi set Netto indføre pant på indkøbsposer, Lidl har helt udfaset de traditionelle indkøbsposer af plastik og flere kæder har fjernet

¹⁶ Dansk Handelsblad 7/12 2018, side 15

engangsservice og sågar vatpinde af plastik fra deres hylder. Regeringen samarbejder med branchen på dette punkt og der tales om forbud mod udlevering af gratis poser, som man ofte har set det i fx tøjbutikker og flere af kæderne arbejder intenst med deres egne ideer til at få nedbragt forbruget af engangsplastik poser.¹⁷

Miljøpolitisk er der naturligvis også stort fokus på hele *global warming* debatten og branchens ansvar i den sammenhæng. Når man går en tur i et supermarked i dag sammenlignet med for 5-10 år siden er der sket enormt meget i forhold til energieffektivisering. Der benyttes LED lys og der er sat låger for alle de køle- og frysemøbler, hvor det er fysisk muligt. Disse tiltag er både godt for miljøet og for virksomhedernes bundlinje.

Legal

Der findes i sagens natur en lang række love, der har relevans for dagligvarehandlen. I undertegnede's øjne er de 3 centrale fødevarelovgivningen, loven om butikstid, samt planloven. Fødevarelovgivningen vil ikke blive kommenteret yderligere i denne afhandling – den er til for forbrugernes sikkerhed og skaber ikke hverken fordele eller ulemper for den enkelte kæde.

Lov om butikstid – eller lukkeloven i folkemunde – er mere relevant at se på. 1. oktober 2012 blev loven liberaliseret således, at butikker må holde åbent 24 timer i døgnet hele året med undtagelse af de 13 helligdage der kommer i forbindelse med jul, påske o.l.. Undtaget er butikker med en årsomsætning under 33,2 mio. kr.¹⁸. Regeringen forsøgte i begyndelsen af 2019 helt at afskaffe de sidste restriktioner på området, for at styrke de fysiske butikker mod internethandlen, men også for at styrke butikkerne, der særligt betjener turister. Dette blev imidlertid nedstemt med henvisning til, at den butiksdød, der allerede nu er oplevet, særligt i landdistrikterne, vil fortsætte i eskalerende tempo. Ser man på udnyttelsen af mulighederne, der blev skabt i 2012 er det primært Salling Group, der har været flagskib i forhold til at udvide åbningstider. Den hedengangne Kiwi kæde var med og holdt åben fra 7-23 de fleste steder, mens Netto generelt valgte 8-22 med visse undtagelser. En række

¹⁷ Dansk Handelsblad, 7/12 2018, side 9

¹⁸ <http://nyheder.tv2.dk/politik/2019-02-07-flertal-tvinger-regeringen-til-at-bevare-lukkeloven>

butikker i Netto kæden har man sågar forsøgt at give døgnåbent, og Bilka varehusene har i dag åbent fra kl. 6-24.

Planloven har ligeledes stor betydning for dagligvarebranchen. Loven siger jf. kapital 2 § 5L-5T¹⁹, at man ikke må bygge butikker større end 5.000 kvadratmeter. Bilka er til stadighed den eneste kæde, der driver hypermarkeder i Danmark. Denne status hjælper Planloven med til at bevare. COOP havde en konkurrent på bordet i form af OBS kæden, der senere skiftede navn til Kvickly Xtra, men nu blot er en del af Kvickly kæden. Der er kun nogle få af disse store varehuse tilbage, da man ikke har formået at skabe rentabel drift. Det nyeste Bilka varehus på stammen, der åbnede i Randers i august 2018, var netop en lukket Kvickly, som man havde overtaget. Men Planloven gør det nærværd umuligt for nye aktører at åbne et hypermarked på en bare nogenlunde attraktiv placering.

Slutteligt skal GDPR reglerne naturligvis også nævnes. De skal især ses i lyset af mulighederne for at samle data ind om forbrugerne, som blev nævnt under teknologiske faktorer. Her skal virksomhederne være særligt opmærksomme på at overholde alle regler, da overtrædelse kan medføre enorme bøder helt op til 4 % af en virksomheds samlede globale årsomsætning.²⁰

Delkonklusion

Det kommende Folketingsvalg kan få betydning i fremtiden. Spørgsmålet om skat og afgifter er centralt også i forhold til grænsehandlen. Netop grænsehandlen kan få en ny betydning grundet en svag svensk krone, der åbner muligheden for at det store befolkningsgrundlag i hovedstadsområdet kan skabe en ny grænsehandel mod Sverige.

Teknologien udvikler sig hastigt og giver muligheder for at samle data ind om forbrugerne, der kan bruges til målrettet markedsføring. Der skal i denne sammenhæng holdes fokus på overholdelse af persondataforordningen. E-commerce bliver mere og mere udbredt. Sociale medier er en massiv kontaktparameter, der kan virke både positivt og negativt for en virksomhed. Kontrollen med kommunikationen med omverdenen via de sociale medier kan i nogle sammenhænge være umulig at styre.

¹⁹ <https://www.retsinformation.dk/forms/R0710.aspx?id=200614#idf97c7a3c-9720-47d9-9701-a55aea5b23ac>

²⁰ <https://www.fdi.dk/nyheder/2018/november-18/forste-gdpr-bode-er-sendt-af-sted-flere-er-pa-vej>

CSR er blevet en markedsføringsfaktor, der nærmest bruges lige så meget krudt på, som prisbudskaber. Tobaksrygning, plastik affald og madspild er eksempler på emner, der har stor betydning i forbrugernes bevidsthed. Convenience er særligt en forbrugertrend i vækst og dette område kræver stor bevågenhed i dagligvarehandlen.

Planloven gør, at Salling Group vil beholde deres monopol på drift af hypermarkeder.

4.2 Porters Five Forces²¹

Konkurrencen på det danske dagligvaremarked er som bekendt hård. Der er mange kæder om buddet og nogle klarer sig bedre end andre. Markedet fordeler sig som vist i skemaet her. Der skal skelnes mellem de store bagvedliggende koncerners markedsandele og de enkelte kæders. Kæderne kan betragtes som en del af en koncern eller stå alene som eksempelvis Rema1000, Lidl og Aldi.

For at analysere situationen i konkurrencen benyttes modellen Porters Five Forces, der anskuer konkurrencen som det centrale punkt, der påvirkes af de 4 omkringliggende faktorer. Disse bliver behandlet herunder.

		mio. DKK	Kr.	%
Koncerner / kæder				
Totalmarkedet	kr.	114.500.000,00		100%
Salling Group	kr.	40.304.000,00		35,20%
COOP	kr.	39.502.500,00		34,50%
Rema1000	kr.	13.625.500,00		11,90%
Dagrofa	kr.	11.908.000,00		10,40%
Lidl	kr.	3.435.000,00		3,00%
Aldi	kr.	3.435.000,00		3,00%
Andre	kr.	2.175.500,00		1,90%
Kæder				
Netto	kr.	17.862.000,00		15,60%
Super Brugsen	kr.	14.656.000,00		12,80%
Føtex	kr.	12.938.500,00		11,30%
Bilka	kr.	9.389.000,00		8,20%
Fakta	kr.	8.931.000,00		7,80%
Kvickly	kr.	8.587.500,00		7,50%
Meny	kr.	6.984.500,00		6,10%
Dagli Brugsen	kr.	5.152.500,00		4,50%
Spar	kr.	2.862.500,00		2,50%
Irma	kr.	2.175.500,00		1,90%
Min Købmand	kr.	1.717.500,00		1,50%

Kilde: Retail Institute Scandinavia / Dansk Handelsblad

²¹ "Driftsøkonomi 7. Udgave" Peter Lynggaard, side 274

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Der er ingen tvivl om at dagens dagligvaremarked ikke efterlader megen magt til leverandørerne. Markedet er domineret af 2-4 kæmpe eller store aktører, hvorfor leverandører i vid udstrækning ikke har mulighed for at forhandle med kæderne – hvis kæderne ikke får det som de vil, risikerer leverandøren at miste kæden som kunde og når Salling Group fx har over 35 % af markedet, kan tabet af sådan et kundeforhold være fatalt. 12. maj 2014 bragte Børsen²² en artikel, der satte fokus på især Dansk Supermarkeds magt overfor leverandørerne. Nye krav til leverandørerne lød på 90 dages kredit, hvilket er i strid med et EU direktiv, der er ophøjet til lov i Danmark, der fastsætter maksimalt 30 dages kredittid i samhandel mellem virksomheder – medmindre der indgås aftaler om andet. Her er vi så tilbage ved magtforholdet; ingen leverandør har råd til at miste Salling Group som kunde og derfor kan en sådan aftale formentlig indgås uden de store problemer for Salling Group. Der nævnes i artiklen i øvrigt det interessante faktum at de samme leverandører kun afkræves 30 dages kredittid af COOP. Uden at vide hvordan disse leverandøraftaler har udviklet sig frem til idag, så tyder det altså på at Salling Group kan beholde pengene for leverede varer i lommen hele to måneder længere end COOP, hvilket alt andet lige må give et væsentligt finansielt trumfkort. Senere hen har Dansk Supermarked sågar yderligere udvidet sine kreditaftaler til nuværende 120 dage, hvilket blev iværksat med henblik på at rejse den fornødne kapital til at tilbagekøbe de sidste 19 % af aktierne i virksomheden fra AP Møller Mærsk.²³

En anden side der skal tages i betragtning, når vi ser på leverandørernes styrke, er private label universet. Kædernes egne mærker der traditionelt set er væsentligt billigere end mærkevarerne, men i diverse tests ofte er set med bedre kvalitet end mærkevaren. Henrik Burkal, CEO for Rema1000 Danmark udtalte 23. august 2013 til Dansk Handelsblad *"De senere år er det lykkedes detaillisterne sammen med private labelleverandører at udvikle egne varer af en meget høj kvalitet og til nogle prispunkter, som ofte ligger langt under mærkevarerne. Forbrugerne efterspørger disse varer, fordi man ikke ønsker at betale det dobbelte for varer af samme kvalitet. Det har sat mærkevareleverandørerne mere under pres end tidligere, mener han."* I takt med at kæderne er blevet så store som de er i dag, så er

²² <https://borsen-dk.zorac.aub.aau.dk/nyheder/avisen/artikel/11/82309/artikel.html>

²³ Dansk Handelsblad, 10/11-17, side 8

private label kampen ikke uvæsentlig for leverandørerne og trenden er stigende. Ifølge Dansk Handelsblad²⁴ så er de store kæders brug af private labels i deres eksterne markedsføring steget med 11 % på bare et år fra 2017-2018. Denne udvikling er med til at sætte mærkevareleverandørerne under endnu mere pres og underminerer deres magt i konkurrencen på markedet.

Købernes forhandlingsstyrke

Den ultimativt stærkeste kraft på et marked som det danske dagligvaremarked er forbrugerne. Kunderne. Køberne. Der konkurreres på varer som grundlæggende alle forbrugere i samfundet efterspørger og indtjeningsmarginerne er presset i bund sammenlignet med andre brancher. Alt hvad medarbejderne fra top til bund i de forskellige kæder foretager sig, skal og bør være rettet mod at skabe tilfredse kunder. Som markedet er skruet sammen i Danmark qua citatet fra TV2's Ole Krohn bragt i denne rapports indledning, så vil det være særdeles nemt og omkostningsfrit for en forbruger at skifte indkøbssted, fordi butiksnettet i Danmark er så fintmasket, som tilfældet er.

Der kæmpes på alle parametre for at lukke kunderne til. Priskrig, tilbudsaviser, loyalitetskampagner, voldsom markedsføring af CSR aktiviteter osv.

Konkurrencen fra substituerende produkter

Som værende en ret basal vare for enhver forbruger er det vanskeligt at forestille sig et egentligt substituerende produkt til dagligvarer som kategori. Man kan selvfølgelig gå ned i detaljen og tale om præferencer for særlige mærker, der kun føres i enkelte kæder, men denne sag må vurderes at veje nogenlunde lige tungt på de forskellige kæders vægtskåle.

Man kan selvfølgelig nævne restaurationsbranchen som en mulighed for at få dækket de samme behov for mad og drikke. Udviklingen peger imod at danskerne laver mindre og mindre mad hjemme i køkkenet. Netop denne udvikling blev beskrevet på TV2 News 12/4 2019, hvor en undersøgelse fra Landbrug & Fødevarer blev fremlagt. Undersøgelsen viste, at danskerne i 2018 brugte 46 mia. kr. på mad tilberedt andre steder end i hjemmet, hvilket er en stigning på 10 mia. kr. på bare 5 år. Tallet dækker således både over takeaway og

²⁴ Dansk Handelsblad, 8/2-19 side 4.

restaurationsbesøg. Udviklingen peger altså mod at i stedet for at gå i supermarkedet og købe ind til en stor og velpræpareret middag, så bestiller man bord på en restaurant i stedet.

Man kan også se lidt på forskellige salgs- og distributionskanaler og anskue dette felt som en substitutionsmulighed for forbrugeren. E-commerce kommer her ind i billedet. COOP.dk, Bilka Togo, Osuma og ikke mindst nemlig.com er her de største aktører. COOP og Bilka kan være svære at sige det store om rent økonomisk, da de i sagens natur hører under den eksisterende forretning i de respektive koncerner og man må derfor stole blindt på udtalelser fra deres bagland omkring performance. Bilka Togo er ej heller rendyrket e-commerce, men mere en click & collect løsning, der langt henad vejen stadig lokker kunden ud til varehuset.

De to "store" rendyrkede e-commerce aktører – nemlig.com og Osuma – har aldrig fået fat i en fornuftig drift om end Osumas seneste årsregnskab viser et overskud på 300.000 kr. Nemlig.com har de seneste 5 år skabt 2 cifrede millionunderskud. Disse tal til trods for at dagligvaresalget online oplever vækstrater markant højere end dagligvarer generelt. Ifølge brancheorganisationen for e-commerce FDIH oplevede onlinesalg af dagligvarer i 2018 en vækst på 12 %.²⁵ Med den manglende vækst på totalmarkedet er det derfor absolut værd at nævne e-commerce som en betydelig konkurrent, da der jo er tale om rent flyttet salg fra de fysiske butikker.

Slutteligt skal grænsehandel også nævnes her. Særligt interessant er den "nye" grænsehandel over den dansk / svenske grænse. Det store befolkningsgrundlag i hovedstadsområdet kan vise sig at gøre sig særligt gældende i diskussionen om grænsehandel sammenlignet med den dansk / tyske grænse.

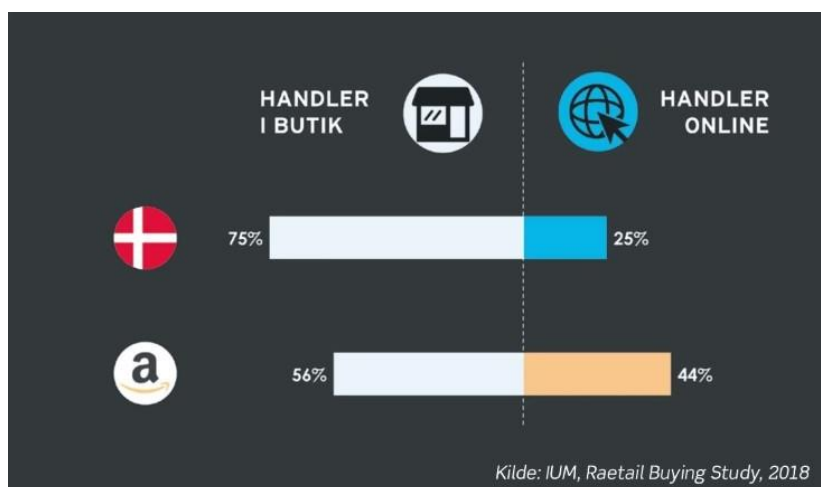
Truslen fra nye udbydere

Det er svært at forestille sig en ny aktør træde ind på det danske dagligvaremarked. Markedet synes mere end mættet og adgangsbarriererne er væsentlige i forhold til at skabe et holdbart distributionsnet. Lidl gjorde indtog i 2005 med stort set samme forhold som i dag og er blevet en succes om end i lidt lavere tempo end man selv havde håbet og forventet i starten. Man har fokuseret på at få de rette beliggenheder fremfor så mange beliggenheder

²⁵ Dansk Handelsblad, 15/2 2019, side 9

som muligt²⁶. Så muligheden forelægger naturligvis stadig for en ny spiller på markedet, men det er ikke blevet nemmere endsige billigere siden at skaffe attraktive butiksplaceringer især i de store byer, som er strategisk altafgørende. Lidl selv bebuder at man alene i 2019 vil investere 1 mia. kr. ovenpå 800 mio. kr. i 2018 på at udvikle butiksnettet med fokus på Århus og København²⁷. I København vurderes der at være belæg for over 60 Lidl butikker, hvilket uomtvisteligt vil gøre det svært for nye aktører at få foden indenfor.

Nye aktører på e-commerce kunne i højere grad være en realistisk mulighed, især fordi der ikke umiddelbart er nogen, som har formået at tjene penge på dette foretagende endnu. Butikslokationer er overflødiggjort i denne sektor, hvorfor de samme finansielle og fysiske adgangsbarrierer ikke gør sig gældende. Ser man lidt bort fra dagligvarer, så ved vi at verdens største e-commerce virksomhed Amazon med hastige skridt er på vej. Særligt nonfood kategorierne spås at blive *transformeret*²⁸. En stor international undersøgelse med mere end 50.000 forbrugerinterviews viser med al tydelighed at Amazon gør en markant forskel i købsadfærden. I lande, hvor Amazon har etableret sig med distributionscentre er der næsten en ligelig fordeling mellem indkøb i fysiske butikker kontra online. I Danmark hedder fordelingen 75-25 % i de fysiske butikkers favør. Som sagt ligger handlen på nonfood sektoren, men tendensen må næsten forventes at kunne smitte af på dagligvarer ligeså.



Konkurrencesituationen i branchen

Konkurrencen i den danske dagligvarehandel er præget af en håndfuld kæmpe aktører med Salling Group og COOP som de største. Den skærpede konkurrence kommer forbrugerne til gode, da de står med gode kort på hånden, da aktørerne bekriger hinanden for at vinde

²⁶ Dansk Handelsblad 7/12-18, side 18

²⁷ Jyllands Posten Erhverv, 20/2 2019, side 4

²⁸ Dansk Handelsblad 7/12 2018, side 4

deres gunst. Leverandørerne synes at være taberne pga. det relativt lave antal forskellige salgskanaler. En leverandør kan ofte ikke klare at miste en af de store dagligvaregiganter som kunde, og dagligvaregiganten har derfor mulighed for at presse priser og betalingsbetingelser meget langt i bestræbelserne på at skaffe de bedste varer til de bedste priser hjem til forbrugerne.

E-handel er på vej frem og Amazon er på vej ind. Det gælder om at være finansielt og teknologisk parat til når dette sker. Det synes usandsynligt at en ny fysisk aktør skulle træde ind på markedet, grundet høje indgangsbarrierer.

Forbrugerne har den ultimative magt i markedet, da der er så mange udbydere, at det vil være aldeles omkostningsfrit for forbrugeren at skifte udbyder.

5. Interne analyser

5.1 Regnskabsanalyse

I dette afsnit ses der nærmere på et helt centralt punkt i denne rapport; nemlig Salling Groups finansielle rapportering. Dette afsnit er centralt af to årsager. For det første skal der heri afdækkes hvorvidt der – i henhold til denne afhandlings problemformulering – kan spores årsager til Salling Groups umiddelbare overlegenhed sammenlignet med konkurrenterne.

Alle tal i afsnittet er hentet fra Dansk Supermarkeds årsrapporter. Nogle er "tilpasset" i posteringstekst eller lignende, for at kunne skabe et sammenligneligt billede henover analyseårene. Der er naturligvis ikke ændret i værdierne, men nogle er slået sammen eller opdelt for at posterne har samme titel i alle årene.

Der vil blive kommenteret på de 3 finansielle rapporteringsformer – resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse – i et relevant omfang for afhandlingens problemløsning. Skemaerne med de relevante tal er anført på engelsk.

Resultatopgørelsen

DKK mio. INCOME STATEMENT SALLING GROUP A/S										
Year	2013	% of sales	2014	% of sales	2015	% of sales	2016	% of sales	2017	% of sales
Sales	56.003,00	100%	56.299,00	100,00%	57.474,00	100,00%	57.899,00	100,00%	58.805,00	100,00%
CoGS	41.082,00	73,36%	41.324,00	73,40%	42.242,00	73,50%	42.589,00	73,56%	42.861,00	72,89%
Gross profit	14.921,00	26,64%	14.975,00	26,60%	15.232,00	26,50%	15.310,00	26,44%	15.944,00	27,11%
SG&A costs	11.850,00	21,16%	11.811,00	20,98%	12.095,00	21,04%	12.304,00	21,25%	12.938,00	22,00%
EBITDA	3.071,00	5,48%	3.164,00	5,62%	3.137,00	5,46%	3.006,00	5,19%	3.006,00	5,11%
Depreciation & amortisation	762,00	1,36%	856,00	1,52%	831,00	1,45%	929,00	1,60%	1.397,00	2,38%
Gains from disposal of assets	-	0,00%	-	0,00%	253,00	0,44%	87,00	0,15%	863,00	1,47%
EBIT	2.309,00	4,12%	2.308,00	4,10%	2.559,00	4,45%	2.164,00	3,74%	2.472,00	4,20%
Financial items	-23,00	-0,04%	56,00	0,10%	309,00	0,54%	401,00	0,69%	241,00	0,41%
EBT	2.332,00	4,16%	2.252,00	4,00%	2.250,00	3,91%	1.763,00	3,04%	2.231,00	3,79%
Tax	561,00	1,00%	507,00	0,90%	511,00	0,89%	441,00	0,76%	533,00	0,91%
EAT	1.771,00	3,16%	1.745,00	3,10%	1.739,00	3,03%	1.322,00	2,28%	1.698,00	2,89%

SG & A costs består samlet af salgs- og administrationsomkostninger. Under posten afskrivninger er i øvrigt anført en indkomstpost for afhændelse af aktiver, der bliver relevant særligt i 2017 som følge af salget af Næstved Storcenter.

Omsætningen er fra 2014 og frem til 2017 vokset henholdsvis 2,87, 0,53 %, 2,09 %, 0,74 % og 1,56 %. I årsrapporten for 2017 nævnes der på side 37, at man på langt sigt forventer en omsætningsudvikling på 2 % vækst om året, hvilket er i tråd med den forventede inflationsrate. Dette punkt er interessant at følge tæt qua markedsudviklingen, som er blevet

beskrevet tidligere i denne rapport. Hidtil har omsætningen i forhold til inflationen udviklet sig som vist i skemaet herunder:

	2013	2014	2015	2016	2017
Omsætningsindeks	102,87	100,53	102,09	100,74	101,56
Forbrugerprisindeks	99,00	99,60	100,00	100,03	101,40

29

Dette tegner et billede af at Dansk Supermarked trods alt formår at skabe højere vækst end inflationen, dog uden at forskellen er enorm. Derfor vurderes det absolut realistisk, at man i fremtiden mindst kan skabe vækst i niveau med inflationen. Som konkurrencen på markedet udvikler sig i øjeblikket med butiks- og kædelukninger hos konkurrenterne kan man endda diskutere om ikke man – i hvert fald i nær fremtid – kan skabe vækst et pænt stykke højere end den forventede inflation. I afsnittet heri rapporten omkring selve værdiansættelsen er det et centralt punkt at bestemme den fremtidige omsætningsvækst. Det skal i denne sammenhæng nævnes, at terminalåret i budgetperioden ikke må estimeres med for høj omsætningsvækst. Dette år definerer den vækst, man regner med vil være gældende ud i evigheden og er denne højere end inflationen vil den givne virksomhed på et eller andet tidspunkt overtage hele økonomien.

Vareforbruget – CoGS – holdes meget stabilt omkring 73,4 % af omsætningen, men vokser i 2017. Dette var året, hvor man lancerede Føtæsk kampagnen og ganske som CEO Per Bank udtaler til undertegnede, så koster kampagnen penge på vareforbruget.

EBIT holdes stødt nær 4 %, som også er virksomhedens målsætning fremadrettet.³⁰ Det er i øvrigt centralt at bemærke posten ”financial items”, der udgøres af finansielle indtægter- og udgifter, som i 2013 er negativ. Det vil sige, at Dansk Supermarked reelt tjente penge på denne post, der ellers generelt er en omkostningspost. Dette vendes der tilbage til senere i dette afsnit.

²⁹ Kilde: Danmarks Statistik & Dansk Supermarked årsrapporter

³⁰ Bilag 1 – Salling Group CEO Per Bank

Balancen

DKK mio. Salling Group Balance Sheet					
Year	2013	2014	2015	2016	2017
Assets					
Intangibles	1.139,00	1.138,00	1.578,00	1.555,00	1.339,00
Property	17.723,00	17.891,00	18.679,00	18.730,00	19.147,00
Financial Assets	-	44,00	125,00	32,00	4,00
Deferred Tax	286,00	293,00	246,00	186,00	125,00
Total fixed assets	19.148,00	19.366,00	20.628,00	20.503,00	20.615,00
Inventories	4.436,00	4.766,00	5.006,00	4.732,00	4.892,00
Receivables	8.257,00	592,00	841,00	800,00	660,00
Securities	516,00	1.229,00	4.303,00	4.718,00	2.797,00
Cash	1.001,00	1.721,00	1.689,00	1.118,00	1.513,00
Total Assets	33.358,00	27.674,00	32.467,00	31.871,00	30.477,00
Equity & Liabilities					
Equity	22.570,00	6.407,00	8.513,00	6.733,00	2.953,00
Long term debt	2.832,00	10.550,00	14.197,00	13.512,00	13.327,00
Short term debt	1.058,00	2.588,00	445,00	620,00	753,00
Payables	6.898,00	8.129,00	9.312,00	11.006,00	13.444,00
Total Liabilities	10.788,00	21.267,00	23.954,00	25.138,00	27.524,00
Total E & L	33.358,00	27.674,00	32.467,00	31.871,00	30.477,00

Balancen er den centrale del af regnskabet i forbindelse med en værdiansættelse. Det er her virksomhedens værdier står anført. Særligt passivsideen vægter højt her, fordi det har enorm betydning for en værdiansættelse, hvordan virksomhedens aktiver er finansieret. Her er det interessant at se på egenkapitalens udvikling i Salling Group. Inden aktietilbagekøbet begyndte i 2014 og man optog store lån i ejendommene, havde man en massiv finansiering via egenkapital.

For at belyse hvordan en virksomhed mere konkret anvender sin investerede kapital kan man "oversætte" den traditionelle balance til det såkaldte *managerial balance sheet*, som vist herunder.

DKK mio.	Salling Group Managerial Balance Sheet				
Year	2013	2014	2015	2016	2017
Invested Capital					
Cash & Equivalents	1.517,00	2.950,00	5.992,00	5.836,00	4.310,00
WCR	5.795,00	-2.771,00	-3.465,00	-5.474,00	-7.892,00
Net fixed Assets	19.148,00	19.366,00	20.628,00	20.503,00	20.615,00
Total Invested Capital	26.460,00	19.545,00	23.155,00	20.865,00	17.033,00
Capital Employed					
Short-term debt	1.058,00	2.588,00	445,00	620,00	753,00
Long-term debt	2.832,00	10.550,00	14.197,00	13.512,00	13.327,00
Equity	22.570,00	6.407,00	8.513,00	6.733,00	2.953,00
Total Capital Employed	26.460,00	19.545,00	23.155,00	20.865,00	17.033,00

Her ses et kernepunkt i driften af Salling Group, hvilket afstedkommer af pres på leverandørerne, som omtalt tidligere i rapporten. Arbejdskapitalen – *working capital requirement* – er fra 2014 og frem negativ og i øvrigt faldende. Det vil sige, at man rent faktisk har en finansieringskilde i en af de poster, der normalt skal finansieres. Den eneste årsag til at WCR er positiv i 2013 er, at der i balancen optræder en post vedrørende debitorer fra tilknyttede virksomheder på knap 8 mia. DKK. I 2012 var denne post 7,5 mia. DKK., men optræder ikke længere i de efterfølgende regnskabsår. Hvad posten hidrører nævnes ikke i årsrapporterne.

Igen bør også fremhæves skiftet fra næsten fuldstændig egenkapitals finansiering til langfristet gældsoptag.

Pengestrømsopgørelse

Salling Group Statement of Cash Flow					
Year	2013	2014	2015	2016	2017
Cash Flows from operating activities					
Earnings after tax	1.771,00	1.745,00	1.739,00	1.322,00	1.698,00
+ depreciations	762,00	856,00	831,00	929,00	1.397,00
- change in WCR	-602,00	-8.566,00	-694,00	-2.009,00	-2.418,00
Net cash flow from operating activities (A)	3.135,00	11.167,00	3.264,00	4.260,00	5.513,00
Cash Flows from investing activities					
Sale of assets	13,00	33,00	263,00	212,00	1.125,00
Sale of securities	483,00	468,00	2.945,00	7.551,00	7.538,00
Acquisition of assets	2.017,00	1.324,00	1.590,00	1.442,00	1.500,00
Acquisition of securities	451,00	383,00	6.792,00	7.965,00	5.618,00
Dividens received from joint ventures	-	-	-	44,00	34,00
Net cash flow from investing activities (B)	-1.972,00	-1.206,00	-5.174,00	-1.600,00	1.545,00
Cash Flows from financing activities					
Increase in long-term borrowing	-	7.565,00	-	-	-
Increase in short-term borrowing	125,00	6.516,00	2.959,00	-	-
Net payments from related parties	-	-	2,00	9,00	31,00
Long-term debt repaid	-	-	1.264,00	606,00	228,00
Dividend payments	500,00	17.615,00	-	2.700,00	5.680,00
Net cash flow from financing activities (C)	-375,00	-3.534,00	1.695,00	-3.306,00	-5.908,00
Total Net Cash Flow (A+B+C)	788,00	6.427,00	-215,00	-646,00	1.181,00

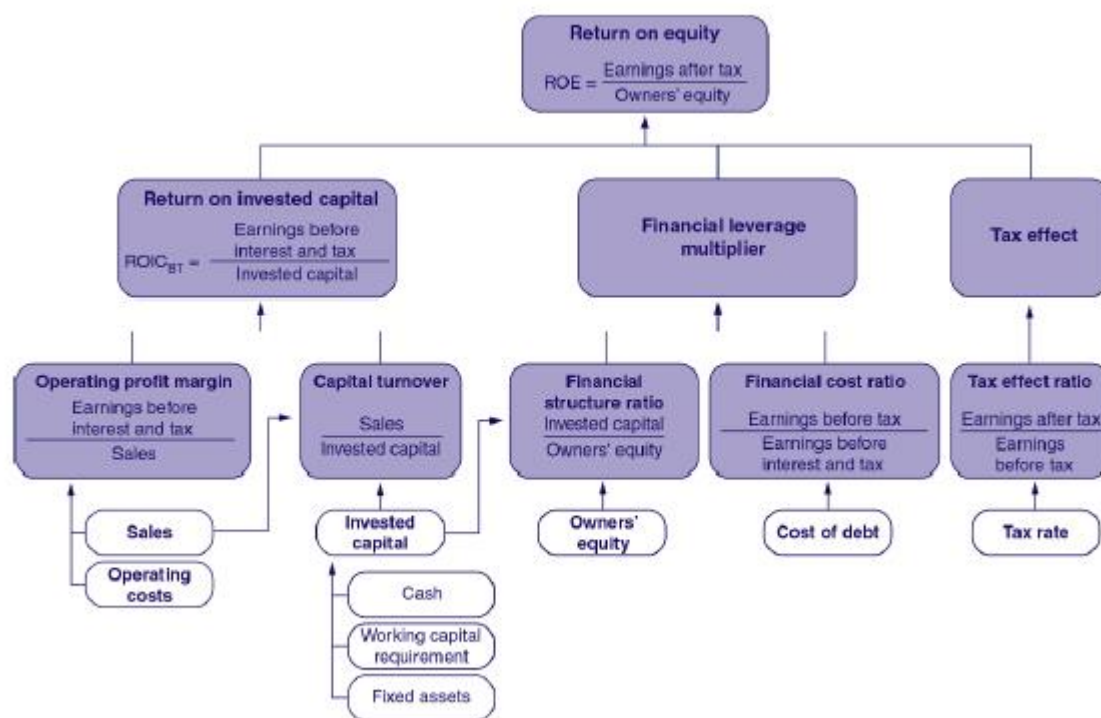
31

I pengestrømsopgørelsen optræder en væsentlig afvigelse fra de i årsrapporterne angivne pengestrømsopgørelser. Afvigelsen kommer fra omstændigheden omkring WCR, hvor Dansk Supermarked ikke har medregnet den førnævnte debitor i deres opgjorte arbejdskapital. Det får unægteligt driftspengestrømmen og den samlede pengestrøm til at se anderledes ud. Renset for denne post bliver netto cash flow i 2014 i stedet -1.514. Læg mærke til at man i 2017 på trods af en dividende udbetaling på næsten 6 milliarder kr. alligevel formår at skabe et positivt cash flow på knap 1,2 milliarder. Denne evne til at generere cash er enestående og ikke mindst central for virksomheden som *going concern*. Dette vil blive beskrevet nærmere i følgende analyse afsnit.

³¹ Hawawini & Viallet "Finance for Executives", side 121 & Dansk Supermarked årsrapporter

Analyse – nøgletal

Afhandlingens formål er, at estimere *Equity Value* for Salling Group. Derfor tager denne analyse udgangspunkt i nøgletallet *Return on Equity* (ROE), samt hvad der "skaber" dette nøgletal. Når egenkapitalens forrentning brydes ned i sine mindre bestanddele, kan man tegne følgende oversigt over, hvad der driver forrentningen og dermed vurdere, hvilke dele af forretningen, der skaber afkastet:



32

Financial Key Figures					
Year	2013	2014	2015	2016	2017
ROE	7,85%	27,24%	20,43%	19,63%	57,50%
ROIC	8,73%	11,81%	11,05%	10,37%	14,51%
EBIT%	4,12%	4,10%	4,45%	3,74%	4,20%
Capital turnover	2,12	2,88	2,48	2,77	3,45
Financial cost ratio	1,01	0,98	0,88	0,81	0,90
Financial structure ratio	1,17	3,05	2,72	3,10	5,77
Fin lev multiplier	1,18	2,98	2,39	2,52	5,21
Tax effect ratio	0,76	0,77	0,77	0,75	0,76
NFL	6.254,00	-2.409,00	2.082,00	-258,00	-4.335,00
NSF	-459,00	-362,00	-5.547,00	-5.216,00	-3.557,00
Liquidity Ratio	107,92%	86,94%	-60,09%	4,71%	54,93%
Solvency Ratio	67,66%	23,15%	26,22%	21,13%	9,69%

³² Hawawini & Viallet: "Finance for Executives", figur 6.7, side 199

Return on Equity er voldsomt stigende, men dette skyldes ganske logisk udviklingen i den finansielle struktur i Salling Group, hvor egenkapitalen er skrumpet markant i løbet af årene og nævneren i brøken dermed bliver mindre. Ændringen i forholdet mellem gæld og egenkapital gør derfor, at nøgletallet *return on equity* (ROE) ikke fortæller os meget om performance i Salling Group. For at afdække det spørgsmål skal ROE brydes ned i mindre dele som vist i figuren herover. ROIC er samlet set stigende, hvilket indikerer en bedre udnyttelse af den investerede kapital. ROIC udgøres af EBIT og aktivernes omsætningshastighed. EBIT er forholdsvis stabil, men *Capital Turnover* er stigende, så der er tale om bedre udnyttelse af aktiverne og dermed den investerede kapital.

De finansielle nøgletal i skemaet herover fortæller os om, hvordan Salling Groups finansielle beslutninger påvirker indtjeningsevnen. Financial cost ratio kan som tommelfingerregel ikke være højere end 1, da den beregnes som forskellen mellem EBIT og EBT. Den måler altså renteomkostningernes indvirkning på indtjeningsevnen. I 2013, der alt andet lige må være basis for den historiske værdiansættelse på 41 mia. DKK, er financial cost ratio imidlertid 1,01. Det skyldes at man har meget lave renteomkostninger og faktisk har en finansiell indkomst, der er marginalt større end omkostningerne. Derfor er EBT i 2013 højere end EBIT. Det næste nøgletal i skemaet – *financial structure ratio* – fortæller samme historie som nævnt før, om at den investerede kapital i 2013 stort set kun er egenkapitals finansieret og denne udvikler sig drastisk herfra. For at vurdere om udviklingen i den finansielle struktur i virksomheden er en god strategi, skal forholdet mellem lånerenten og afkastningsgraden være kendt. Den præcise lånerente for Salling Group er ikke opgjort, men det antages at forholdet mellem langfristet gæld og renteomkostninger er et retvisende tal. Det ser ud som vist herunder:

	2013	2014	2015	2016	2017
Financial costs	124	168	311	311	292
Long term debt	2.832,00	10.550,00	14.197,00	13.512,00	13.327,00
Beregnet rente	4,38%	1,59%	2,19%	2,30%	2,19%

Den beregnede lånerente skal sammenlignes med ROIC for at vurdere om låneoptag er fordelagtigt. ROIC er lavest i 2013 med 8,73 % og er dermed markant højere end lånerenten i alle år, hvorfor den finansielle strategi synes favorabel. Nøgletallet *financial leverage*

multiplier fortæller os med hvor stor effekt forskellen mellem lånerenten og ROIC påvirker ROE.

Nøgletallene net long term financing og net short term financing (NLF og NSF) bliver med Salling Groups negative WCR overflødige. Som tidligere nævnt er WCR traditionelt en post der skal finansieres og nøgletallene NLF og NSF fortæller os hvor stor en del af WCR, der bliver betalt med den billigere og sikrere langfristede gæld. Men da WCR i sig selv er en finansieringskilde – af betydelig grad endda – for Salling Group, så bliver disse 2 nøgletal som sagt overflødige.

Slutteligt er det værd at rette fokus mod soliditetsgraden, der er forholdet mellem egenkapitalen og de samlede aktiver. Denne går fra det højeste niveau før aktieopkøbet på 67,66 % og bærer så de følgende år kraftigt præg af skiftet i kapital strukturen, hvor den i 2017 er helt nede på 9,69 %.

For at sætte Salling Groups performance i perspektiv, så sammenlignes der udvalgte nøgletal og regnskabsposter med de tilsvarende fra COOP Danmark A/S's regnskaber. Det skal i denne sammenhæng understreges at tal til sammenligning ikke er gældende for hele koncernen COOP Danmark, da denne også består af en række selvstændige brugsforening, der både driver Super Brugsen og Dagli Brugsen butikker og Kvikly varehuse. COOP Danmark A/S driver hele Fakta kæden, hele Irma kæden samt en lang række af førnævnte butikker lige så. Det vurderes at COOP Danmark A/S er den eneste danske virksomhed, der er mulig at sammenligne med Salling Group, da landets 3. store dagligvarekoncern Dagrofa primært driver engroshandel. Kæderne Spar, Min Købmand og Meny, der alle hører under Dagrofa, er i vid udstrækning enten selvstændige købmænd eller franchise foretagender. I skemaet herunder ses de sammenlignelige tal mellem de 2 koncerner:

År	ROE	ROIC	EBIT%	Sales growth	WCR	Gross Margin
Salling Group						
2013	7,85%	8,73%	4,12%	2,87%	5.795,00	26,64%
2014	27,24%	11,81%	4,10%	0,53%	-2.771,00	26,60%
2015	20,43%	11,05%	4,45%	2,09%	-3.465,00	26,50%
2016	19,63%	10,37%	3,74%	0,74%	-5.474,00	26,44%
2017	57,50%	14,51%	4,20%	1,56%	-7.892,00	27,11%
COOP Danmark A/S						
2013	2,53%	1,45%	0,21%	-1,66%	-864,00	22,22%
2014	8,25%	4,37%	0,70%	-0,22%	-888,00	23,14%
2015	9,85%	4,62%	0,69%	-0,43%	-1.464,00	23,95%
2016	3,89%	1,66%	0,34%	-1,15%	-497,00	24,00%
2017	11,20%	4,55%	0,97%	-0,72%	45,00	24,29%

Som nævnt tidligere kan ROE være en besværlig størrelse at vurdere en virksomheds performance på. I stedet rettes fokus på den markante forskel der er mellem de to koncerner på ROIC, Gross Margin og EBIT %. Her er Salling Group COOP overlegne. Bruttoavancen (gross margin) er et centralt driftspunkt, hvor forskellen mellem de 2 oversat til kroner og øre beløber sig til i omegnen af 6 mia. DKK om året.

Udviklingen i omsætningen tegner samme billede, som vist i afsnittet Porters Five Forces med de skiftende markedsandele mellem de 2. Salling Group har vækst, mens COOP har tilbagegang. Slutteligt sammenlignes WCR. Nok er COOP's også negativ, men ikke i samme grad som Salling Group præsterer. Dette hænger sammen med de nævnte omstændigheder i Porters Five Forces vedrørende leverandørernes forhandlingsstyrke – eller rettere mangel på samme. Negativ WCR optræder jævnligt i dagligvarevirksomheder, da man her stort set ikke arbejder med debitorer. Den almene forbruger betaler for sine varer samtidig med at de købes. Dette giver alt andet lige en cash flow fordel for virksomhederne, som altså også afspejles i WCR i disse 2 tilfælde.

Delkonklusion

Det er tydeligt, at Salling Group finansielt og driftsmæssigt er langt foran COOP. Man formår at tjene flere penge på de samme varer og har i øvrigt markant bedre betalingsbetingelser på disse varer. Det giver en voldsom forskel i indtjeningssevne og finansieringsformåen. Salling Group finansierer en væsentlig del af virksomheden med WCR, hvilket selvsagt sænker de finansielle omkostninger og forbedrer cash flow betragteligt.

Salling Group har omsætningsvækst på et højere niveau end inflationen i alle analyse år.

Kapitalstrukturen i Salling Group er ændret markant fra 2013 og frem grundet massive lånoptag i ejendomme for at finansiere aktietilbagekøbet. Dette belaster virksomhedens soliditetsgrad.

Data fra denne analyse vil senere blive anvendt i afsnittet omkring værdiansættelsen.

5.2 Ansoff³³

Som nævnt tidligere i denne opgave, er konkurrencen på dagligvaremarkedet særdeles hård. I PESTEL analysen blev det endvidere påvist, at markedet faktisk ikke engang vokser; de danske forbrugere spenderer ikke relativt flere midler på dagligvarer trods økonomiske opgangstider. Denne omstændighed gør det selvsagt sværere og dyrere at skabe vækst for de aktører der er på markedet, herunder Salling Group.

Ansoffs vækstmatrice er 4 vækststrategier, som en virksomhed kan vælge i jagten på at skabe vækst. Modellen synes særligt anvendelig i denne case pga. ovenstående omstændighed omkring et nulvækst marked. Når der ses tilbage i tiden, ses det også tydeligt at Salling Group har gjort stor brug af strategierne og helt frem i nutiden stadig er særdeles aktive i henhold til at skabe vækst.

Markedspenetrering

Denne strategi kan være besværlig at nævne noget helt konkret om, men arbejdet hermed må defineres som værende evigt igangværende i alle hjørner af enhver virksomhed og på tværs af hele virksomheden. Strategien omhandler at skabe vækst ud fra *as-is* forhold. Det vil sige virksomhedens nuværende produkter på virksomhedens nuværende markeder. Arbejdet der udføres for at skabe væksten er, kort og godt, at gøre arbejdet bedre end sine konkurrenter, så kunderne vælger at handle hos virksomheden.

Med afsæt i følgende citat bør især HR og talentudvikling i Salling Group fremhæves under denne vækststrategi. *"Slaget om dagligvarekunderne vindes i butikkerne... Det er nemlig ude i butikkerne, at varen skal leveres. I den allermest bogstavelige forstand... Det lyder lettere, end det er. For faktisk skal der temmelig mange talenter til for at få det hele til at spille i butikken, ikke mindst i en periode som nu med beskæftigelsen i top."*³⁴ De ansatte ude i

³³ Kilde: Igor Ansoff

³⁴ Ansv. Redaktør Jesper Veber Knudsen, Leder, Dansk Handelsblad, 29/3 2019

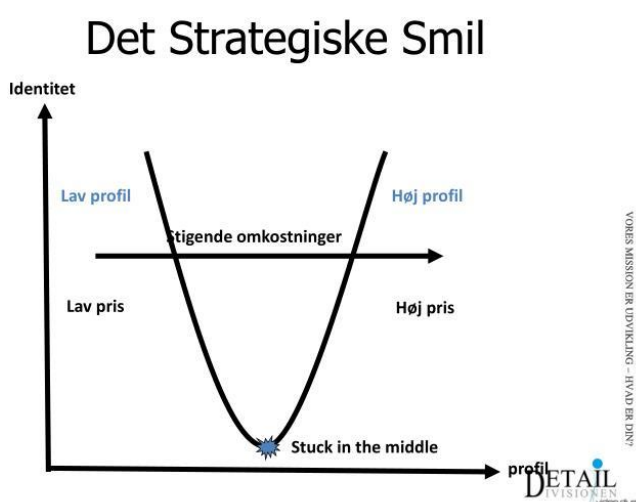
butikkerne er ressourcen, der skal skabe væksten med de nuværende produkter. Det må og skal være en topprioritet at disse medarbejdere altid er veluddannede og motiverede til at løfte opgaven. Salling Group har i mange år været anerkendt for sin store indsats for især erhvervselever, både på produktions- og salgssiden og ansætter ifølge egne tal hvert år 500 nye elever.³⁵ Foruden eleverne udbyder Salling Group en kolossal række af interne og eksterne kurser for sine medarbejdere på alle niveauer, bl.a. via virksomhedens eget kursuscenter Bøgehøj beliggende i Ebeltoft.

Udover HR delen gøres der uge efter uge naturligvis også et stort stykke arbejde i baglandet med alt fra indkøb til tilbudsavisernes priskrige. I lidt større målestok kunne her nævnes den velkendte Føtæsk kampagne, hvor Føtex har matchet prisen på 3000 af deres faste varer med prisen fra



discountbutikkerne. Historisk set i detailhandelsperspektiv er en kampagne som denne

faktisk typisk forbundet med en hel del profilsløb og uklar fremtoning for forbrugerne. Føtex positionerer sig i den højere ende af kvalitetsskalaen på markedet, men tyr nu pludselig til at slå sig på en helt anden parameter, nemlig prisen. Modellen der kan forklare dette kaldes Det Strategiske Smil og bygger på en



teori om, at virksomheder der formår at præsentere en helt klar profil – hvad enten den er høj eller lav – bør klarer sig bedst rent økonomisk. Når en virksomhed som eksempelvis Føtex tager grundparametre fra lavprofil segmentet ind i sin markedsføring bør det i teorien skubbe virksomheden ned mod punktet ”stuck in the middle”, hvor kunderne ikke rigtig ved, hvad virksomheden tilbyder og vil derfor have tendens til at gøre deres indkøb andre steder. Man kan så stille spørgsmålstejn ved, om denne effekt er blevet en realitet i forbindelse med Føtæsk kampagnen, men det synes ikke at være tilfældet. Dette kan muligvis forklares

³⁵ <https://bilkaelev.dk/>

Billeder: Føtæsk – kilde: foetex.dk, Det Strategiske Smil – kilde: Viden Djurs, Detail Divisionen

via den dialektiske proces³⁶, der altid foregår i detailhandlen, når markedet udvikler sig, nye butikstyper og salgskanaler kommer til og de eksisterende skal reagere for ikke at tabe terræn. Processen foregår lidt på samme måde som brancheglidning, hvor man fx ser kompetencerne fra radio/tv forhandlere eller andre specialbutikker, der flytter sig over i supermarkeds kæderne. På samme måde sker det med butikkernes grund- og kontaktparametre, hvor der plukkes fra alle hylder, når koncepterne skal rettes til i markedspenetreringens magt. CEO Per Bank udtaler d. 5/4 2019 til undertegnede *"Føtæsk virker men på kort sigt koster det lidt på bundlinjen men giver flere varer i kurven"*³⁷.

I markedspenetreringen ligger der 2 hovedveje om man vil. Den ene handler om at skabe øget kundestrøm og den anden handler om at øge gennemsnitssalget pr. kunde og som nævnt herover bør hele organisationen hver eneste dag arbejde for at øge disse 2 nøgletal. Da Per Bank kom til Dansk Supermarked som ny CEO var en af hans første gøremål at klistre store K'er op overalt i virksomheden, både i hovedkvarteret og ude i butikkerne. K'et skulle minde alle medarbejderne om at de er der for kundernes skyld.³⁸

Markedsudvikling

Denne vækststrategi omhandler at opsøge nye markeder med virksomhedens eksisterende produkter. Her kan Salling Group prale af at være den eneste danske aktør, der ligeledes er aktiv i udlandet med Netto kæden – hvis man da lige ser bort fra Faktas 3 butikker ved grænsen mellem Danmark og Tyskland. Netto tog det første skridt i denne retning i kølvandet på Berlin murens fald og åbnede således sine første butikker i Tyskland i 1990 og rykkede samme år ind på det britiske marked. Siden kom turen i 1995 til Polen og i 2002 rykkede man ind i Sverige³⁹. I 2010 frasolgte man imidlertid den britiske del til Asda kæden og prøvede få år senere et joint venture med Sainsburys, der dog blev skrinlagt igen relativt hurtigt, da man ikke vurderede at ekspansion var mulig i tilstrækkeligt tempo til at kæden ville skabe værdi. Når man nærlæser årsrapporterne fra Dansk Supermarked ses det endvidere, at der eksisterer selskaber listet i Ukraine, hvilket kunne tyde på planer om indtræden på dette marked. I 2017 er de dog listet som "under likvidation".

³⁶ Allan & Flemming Sørensen *"Retailing"*, 2008 side. 24

³⁷ Bilag 1 – Salling Group CEO Per Bank

³⁸ Hanne Sindbæk, *"Vi kan ikke sidde her til Juleaften"*, side 276

³⁹ Hanne Sindbæk, *"Vi kan ikke sidde her til Juleaften"*, side 9

Strategien markedsudvikling behøver ikke nødvendigvis at gå på tværs af landegrænser. Der skulle faktisk gå 21 år fra åbningen af det første Føtex varehus i Århus før kæden rykkede ind i København i 1981, i øvrigt samme år som Netto åbnede kædens første butik. I dag er der ingen tvivl om, at dagligvaredelen af Salling Group er landsdækkende med 19 Bilka lavprisvarehuse, over 100 Føtex varehuse og ca. 500 Netto discountbutikker i Danmark. Markedsudviklingen i dag foregår derfor på andre forretningsområder. Salling Group er dansk franchisetager af de amerikanske brands Starbucks og Carls Jr. Henholdsvis kaffe- og burgerbar. Denne sektor er ikke landsdækkende og her arbejdes intenst på at udbrede koncepterne og dermed skabe vækst. Der ses nærmere på disse nye forretningsområder under den fjerde og sidste af vækststrategierne; diversifikation. På trods af at man er landsdækkende, så bør det under dette punkt også nævnes, at man i stor stil udnyttede nedlukningen af Kiwi kæden i 2017 og overtog 81 af de 103 lejemål, som Dagrofa afstod.

Produktudvikling

Denne vækststrategi omhandler at udvikle nye produkter og sælge dem på sine nuværende markeder. Salling Group er som alle andre i branchen konstant i færd med at udvikle nye produkter. Især på private label fronten gøres der meget, da det netop er et område, som virksomhederne, der jo som sådan ikke er produktionsvirksomheder, virkelig kan sætte sit eget præg på, hvad der står på hylderne i butikkerne. Private label strategien er, hvis succesfuld, en utrolig stærk parameter, der virkelig kan flytte mange penge, især på bundlinjen qua de lave omkostninger modsat mærkevarernes traditionelt set højere indkøbspriser.

Særligt omkring landets to tyske kæder Aldi og Lidl, der kom til landet i henholdsvis 1977 og 2005, ser man – i hvert fald i forbrugernes bevidsthed – meget stærk repræsentation af private label mærker. Hvad angår Aldi har historien i næsten alle årene været svigtende indtjening og besværligheder med at vinde danskernes gunst – formentlig primært på grund af det tydelige discountlayout i butikkerne med bredt udvalg i tyske varer. Det er i hvert fald på denne parameter, man valgte at sadle om, med en ny strategi fra år 2018.⁴⁰ Lidl har haft

⁴⁰ https://www.idag.dk/article/view/601549/aldi_sadler_om_det_skal_vaere_en_laekker_butiksoplevelse

bedre fat med deres indtog på trods af de grundlæggende samme koncepter, men med væsentligt mere strømlinede og større butikker.

Succesen i en stærk private label strategi kommer særligt til syne, når private label mærket, i forbrugernes bevidsthed, fremstår som en mærkevare. Når forbrugerne tillægger et private label de samme kvalitetsegenskaber, som man ville tillægge en mærkevare, så står kæden bagved stærkt. Dette faktum udnyttede Dansk Supermarked til fulde, da man i 2014 fremlagde planen om at samle alle sine private label mærker i Bilka og Føtex under ét mærke kaldet *Vores*.⁴¹ Private labels som Luksus Grønt, Chef de Pommes, Belsøe og Bon Appetit, der alle stod som stærke mærker i forbrugernes bevidsthed blev på denne måde samlet og Dansk Supermarked slog fast, at disse mærker kun kunne fås i deres varehuse. Det er dog i denne kontekst vigtigt at holde fast i undersøgelsesresultaterne omtalt i afsnittet Porters Five Forces omkring at velkendte private labels ikke nødvendigvis skaber mere loyale kunder.

I henhold til strategien omkring produktudvikling kan man også vinkle tilgangen lidt anderledes og anskue koncernens forskellige formater – eller kæder – som koncernens produkter. Det er altså Netto, Bilka, Føtex osv. der udbydes og konkurreres med fremfor mælk, sukker og shampoo. En måde at belyse en virksomheds produktmix er Boston modellen. Denne model ses der nærmere på i det følgende afsnit. Gennem historien har denne tilgang været kernen i forretningsudviklingen i Dansk Supermarked. Herman Salling åbnede først Føtex, der kombinerede fødevarer og nonfood, siden Bilka, der egentlig gjorde det samme, men i markant større målestok med dybde og bredde i sortimentet, sidenhen Netto – nærbutikken med discountsortiment. Finpudsningen af koncepterne er fortsat og i mellemtiden har også tøjkæderne Bugatti og Tøj & Sko været en del af virksomheden, ligesom den rene nonfood del af Bilka kæden A-Z stadig findes få steder i landet. Under Føtex formatet åbnede man i 2009 Føtex Food, der helt konkret var en udvikling af det eksisterende Føtex univers. I Food varehusene var nonfood varerne fjernet og et øget convenience sortiment sat ind. Det krævede langt mindre plads og åbnede dermed også muligheden for beliggenheder, der ellers ikke ville kunne huse et Føtex varehus.

⁴¹ <https://fodevarewatch.dk/Fodevarer/article6694981.ece>

Alene i 2019 vil man i Salling Group investere 1 milliard kroner i modernisering af Netto kæden i Danmark⁴². Tallet dækker over 70 enten nye eller ombyggede butikker til kædens nye 3,0 koncept, der skal give butikkerne et væsentligt løft væk fra det mere rodede indtryk, som den danske forbruger efterhånden havde fået af Netto kæden. Det nye koncept skal i stedet signalere kvalitet.



43

Diversifikation

Den fjerde og sidste strategi omhandler i al sin enkelhed at kaste sig over et helt nyt forretningsområde. Et eksempel kunne være virksomheden Stiga, der producerer bordtennis udstyr og græsslåmaskiner. Historisk set har denne vækststrategi ikke været en udpræget del af Salling Groups virke, men den har taget til de seneste år, formentlig på baggrund af den stagnerende vækst på dagligvaremarkedet herhjemme – indenfor landets grænser er man altså nødt til at tænke diversifikation for at kunne skabe mere vækst. Tilbage i historien kan man selvfølgelig nævne det at gå fra stormagasinsdrift til supermarkedsdrift med åbningen af Føtex i 1960 var en helt ny vej at gå, og lanceringen af Bugatti og Tøj & Sko var også et brud med supermarkedsdriften, men vi skal frem til i dag og de seneste år, før vi igen ser denne vækststrategi om end i et – forventeligt – galoperende tempo. Som i flere af de andre vækststrategier kan man spore en stor grad af opportunisme hos Salling Group og det

⁴² Dansk Handelsblad 25/1 2019 side 4

⁴³ <https://jyllands-posten.dk/aarhus/sketibyen/ECE10828383/nyt-nettokoncept-er-kommet-til-jylland/>

gør sig også gældende særligt med det seneste eksempel på diversifikation: overtagelsen af det konkursramte Top Toy. Man kan sige at man i forvejen solgte legetøj i Bilka og Føtex varehusene, men nu vil man kaste sig over at drive de traditionsrige Fætter BR butikker videre, organisatorisk under Bilka; altså en helt ny forretningsgren.

Som tidligere nævnt har man i Salling Group også kastet sig over restaurationsbranchen og har åbnet kaffebarkæden Starbucks og burgerkæden Carls Jr. i Danmark. Man har til at begynde med placeret cafeerne i tilknytning til sine eksisterende Salling stormagasiner eller Bilka varehuse, men i højere grad går man nu efter centrale placeringer i bybilledet rundt omkring i Danmark og lader på den måde disse 2 kæder få deres "eget liv". Hvad angår Starbucks har andre virksomheder franchise rettighederne i lufthavne og på universiteter i Danmark – Salling Group har rettigheder til resten af markedet.⁴⁴ I 2017 opkøbte man endvidere 80 % af ejerskabet i foodservice virksomheden Skagen Food, der leverer kasser med måltidsløsninger og fik sig dermed positioneret i denne branche, der er i kraftig vækst sammen med resten af convenience sektoren, som også blev beskrevet i afsnittet om Porters Five Forces.

Delkonklusion

Som nævnt herover bærer en stor del af Salling Groups vækststrategi og adfærd i denne forbindelse præg af opportunisme. Man kan ikke planlægge en strategi med udgangspunkt i forventningen om at en aktør på et givent marked går konkurs. Nu har man 2 gange indenfor få år overtaget sådanne virksomheder i form af Kiwi, som man drev videre som Netto og Føtex Food butikker, samt Top Toy, hvor man overtog varelageret og en del af lejemålene og åbner dermed en ny kæde i virksomheden under det elskede brand Fætter BR. Alt efter hvordan man vinkler "produktudvikling", så minder en del af det vækstarbejde man foretager sig, om flere af strategierne i modellen. Når der milliard investeres i at modernisere Netto kan man både kalde det produktudvikling og markedspenetrering, da målet til syvende og sidst er, at få flere kunder til at vælge Netto fremfor de fremadstormende Rema1000 og Lidl butikker.

Det centrale i Salling Groups vækststrategier er, at man har den fornødne finansielle kraft og det ejermæssige forhold til at agere som man gør. Der skal ikke spørges om lov hos en

⁴⁴ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/starbucks-gaar-til-angreb-i-kaffekrigen-med-20-30-nye-kaffebarer>

hovedaktionær til at agere, for man ejer som bekendt sig selv. I store virksomheder tales der ofte om supertanker terminologien – det tager lang tid at bremse eller vende en supertanker. Med ejerforholdene har Salling Group muligheden for at vende markant hurtigere end andre aktører på markedet med samme størrelse og man har samtidig midlerne til at gøre det.

Man kan kun gisne om, hvad næste investeringseventyr kan indeholde. Rygterne i markedet svirrer således omkring stormagasinskonkurrenten Magasins fremtid i lyset af ejerne Debenhams er i store økonomiske problemer.⁴⁵ Alt efter om en overtagelse i givet fald skulle være gældende for hele Magasin kæden, så virker det dog som en urealistisk handel, da i hvert fald 2 af stormagasinerne nærmest er naboer til Salling i Århus og Aalborg. Hvis Magasin kunne deles op i en handel, kunne det være en interessant mulighed for Salling Group, at få hænderne på stormagasiner i attraktive områder som det centrale København, Lyngby og Odense.

5.3 Boston

Boston modellen kortlægger en virksomheds produktmiks og rangerer efter væksten på det aktuelle marked, samt den relative markedsandel det enkelte produkt besidder i forhold til den største konkurrent. Hvis man løfter blikket lidt op fra enkelte produkter og beskuer Salling Groups produkter som kæderne, kan man også henføre disse til Boston modellen. Hensigten med modellen er at kortlægge om en virksomhed har et produktmix, der kan bære virksomheden videre så at sige, eller om det er på tide at opfinde noget nyt.

I denne gennemgang af Salling Group i Boston modellen vil der kun blive lagt fokus på de fysiske butikker og restaurationer og altså ikke online kanalerne. Til dagligvarebutikkerne anvendes data fra Danmarks Statistik omkring markedsvæksten for henholdsvis discountforretninger og supermarkeder⁴⁶. Der regnes en gennemsnitsvækst for de seneste 12 måneder. Der ligger en fejkilde heri, idet der ikke er listet konkrete tal for væksten i større varehuse, hvorfor Bilka antages at være i samme marked som Føtex, hvilket ikke er retvisende. I forhold til markedsandele tages der udgangspunkt i tallene anvendt i Porters Five Forces, hvor Netto sammenlignes med Rema1000 og Bilka og Føtex sammenlignes med Super Brugsen. Vedrørende Carls Jr. restauranterne og Starbucks caféerne har det ikke været

⁴⁵ 11. april 2019 Berlingske Sektion 2 (Business)

⁴⁶ Danmarks Statistik DB07

muligt at finde tiltrækkeligt retvisende data til at tegne et præcist billede og der tages derfor udgangspunkt i antagelser. Disse antagelser gøres på baggrund af undersøgelsen fra Landbrug og Fødevarer også nævnt i Porters Five Forces, som viste at danskerne har spist ude for 46 milliarder kr. i 2018; en stigning på 10 mia. på 5 år, hvilket svarer til en gennemsnitlig vækst på 6 % om året. Det er naturligvis meget bredt at sætte alle spisesteder op mod burger restauranter og kaffebarer, men det er det eneste nogenlunde valide tal, det har været muligt at tage udgangspunkt i. Skeler man til trends, så skyder der i særlig grad burgerbarer op overalt, hvorfor man kunne argumentere for en endnu højere vækst i netop den niche. Der foreligger ej heller tal for markedsandele for disse to kæder, men det antages at markedsandele kan oversættes til antal restauranter og man driver ifølge sallinggroup.com 12 Carls Jr. restauranter mod McDonald's der ifølge finans.dk⁴⁷ i april 2018 driver 88 restauranter. Starbucks antages at have Espresso House som største konkurrent og i 2016 havde Starbucks 15 caféer mod Espresso House' 30⁴⁸. De 2 kæder havde lignende ekspansionsplaner og det antages derfor at størrelsesforholdet er sammenligneligt i dag. Salling stormagasinet sælger stort set alt, hvorfor markedsvæksten her antages at være den samlede for hele detailhandlen ifølge Danmarks Statistik – igen målt som et gennemsnit af de seneste 12 måneder. Konkurrenten er Magasin, der har 7 stormagasiner mod Sallings 2.

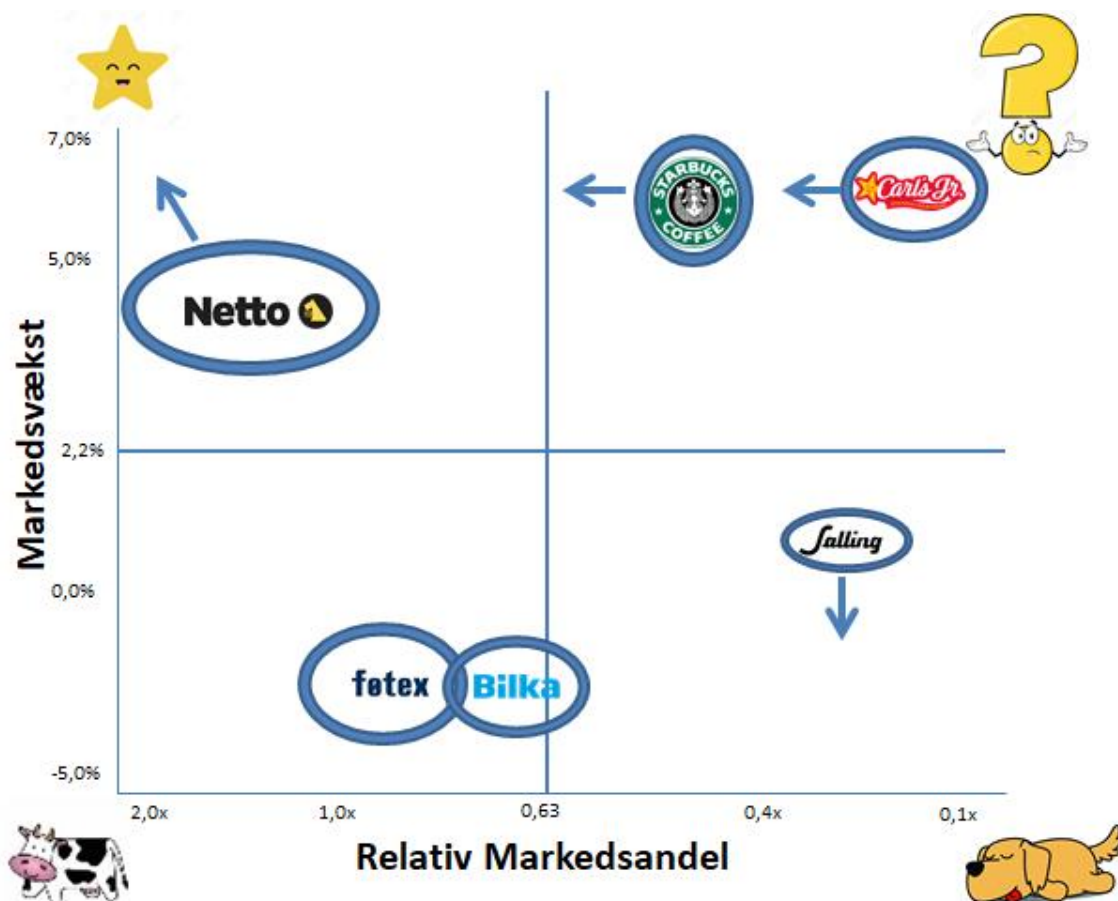
Overblikket ses i skemaet her:

	Netto	Bilka	Føtex	Salling	Carls Jr	Starbucks
Markedsandel	1,31	0,64	0,88	0,29	0,14	0,50
Markedsvækst	4,62%	-2,38%	-2,38%	1,31%	6%	6%

Når data og kæder indsættes i modellen mappes de forskellige kæder som vist i Boston matricen herunder:

⁴⁷ <https://finans.dk/erhverv/ECE10499564/mcdonalds-vil-aabne-20-nye-restauranter-i-danmark/?ctxref=ext>

⁴⁸ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/starbucks-gaar-til-angreb-i-kaffekrigen-med-20-30-nye-kaffebarer>



Pilene i matricen indikerer den udvikling som den pågældende kæde forventes at opleve i den kommende fremtid. Teorien passer ganske fint med mappingen her. Kædes modellen sammen med PLC kurven, kan man sige at produkter (kæder) i spørgsmålstegnfeltet typisk er nye produkter, som skal udvikles. Stjerne er svær at opretholde, men kræver i givet fald store investeringer for at bibeholde positionen. Her kan man drage parallel til virkelighedens faktum om, at Salling Group investerer milliarder i renovering af Netto butikkerne i landet. Det er virkelig her, man kan vinde forbrugere. Malkeko tjener penge så at sige. Forbrugerne ved hvad disse produkter står for og er derfor typisk trofaste uden at virksomhederne bag behøver at bruge de store summer på markedsføring. Man kan selvfølgelig arbejde mod at skabe større markedsandele, hvilket Salling Group også gør, som bekræftet i afsnittet omkring Ansoffs vækststrategier. Bilka og Føtex ligger her og der forventes ikke nævneværdige ændringer i denne position i den umiddelbare fremtid. Hund-feltet indeholder typisk produkter, man bør overveje at afvikle, da de ikke spås en fremtid. Stormagasinet Salling er i høj grad ramt af e-commerce på tøj og andre nonfood produkter og har svært ved at stå

imod. I Salling Groups tilfælde er der dog ingen tvivl om, at Salling stormagasinerne vil blive holdt i live for enhver pris grundet deres historiske betydning for virksomheden.

Som en del af konklusionen på Boston modellen bør det også nævnes, at hvis man plottede COOPs kæder ind i modellen ville Irma og Dagli Brugsen ligge i hund feltet, Kvickly ville ligge på grænsen mellem malkeko og hund, Fakta ville ligge i spørgsmålstegn og kun Super Brugsen ville ligge i malkeko – ingen ville ligge i stjernefeltet. Der er altså stort set kun 1 kæde der trækker læsset i COOP og ingen, der på nuværende tidspunkt ser ud til kunne trække nye kunder til og dermed skabe vækst.

6. SWOT

SWOT analysen samler alle de strategiske og regnskabsmæssige analyser i et overbliksbillede. De eksterne analyser samles under O og T og repræsenterer muligheder (opportunities) og trusler, som Salling Group kan møde. Fælles for dem er, at de er eksterne; Salling Group kan altså ikke styre disse faktorer, men kan tilpasse sig dem og dermed enten udnytte dem eller forsvare sig mod dem.

De interne analyser ligger i styrker og svagheder (weaknesses) og beskriver hvilke faktorer som Salling Group selv besidder.

SWOT ANALYSE	
Strengts	Weaknesses
- Ejerforhold - Evne til at skabe cash flow - Bredde i "produkter" (kæder) - Udnyttelse af flere forskellige vækststrategier	- Lav soliditetsgrad - Ingen rendyrket online distribution af dagligvarer - Salling stormagasiner
Opportunities	Threats
- CSR markedsføring - Forbruger data - Social Media - Dagligvarer online	- Amazon - Grænsehandel mod Sverige - Social Media - lav eller ingen vækst på dagligvaremarkedet

Styrker

Der er ingen tvivl om, at det at være en selvejette virksomhed giver nogle muligheder, som andre ikke har. Der står ikke en række aktionærer i baggrunden, som kræver et givent afkast, så man har fuld råderet over at styre alle aspekter af virksomheden. Man kan for så vidt beholde hele indtjeningen i virksomheden og geninvestere overskuddet. Dette gør at Salling Group har en overlegen konkurrencefordel sammenlignet med COOP og Dagrofa. Man kan investere i lavere priser til kunderne, man kan investere i at renovere butikkerne, man kan åbne nye butikker, man kan gå ind på nye markeder eller i nye brancher osv. Kun fantasien sætter grænser, når pengene til en vis grad ikke gør. Salling Group har i forvejen en eminent evne til at skabe positivt cash flow og dette styrker ovennævnte fordel.

Som vist i Boston modellen besidder Salling Group 2 store malkekøer, der fastholder markedspositionen og derudover stjernen Netto, der trækker væksten. De 2 kæder i restaurationsbranchen spås at være på vej fremad. Salling Group har uden tvivl kapitalkraften til at udvide, men som det nævnes i artiklen fra Berlingske, hvor franchise chef i Salling Group Michael Hald udtalte i september 2016 *"Den knappe faktor er attraktive lokaler med en god beliggenhed. Starbucks-kaffebarerne skal blandt andet ligge tæt på andre stærke brands, men også hvor der er en høj og konstant trafik af forbipasserende, og på en måde så folk bliver ledt naturligt derhen. Alt afhænger af at finde de rigtige placeringer. Blot 10-15 meter i den ene eller anden retning kan være en fejlplacering. Vi er meget kritiske og venter hellere end at træffe et forkert valg. Vi investerer rigtig mange penge i hver kaffebar, og hvis vi også har en høj husleje, så skal vi være sikre på, at det kan forrentes"*

Salling Group er opportunistiske og gør brug af alle Ansoffs fire vækststrategier. Det vurderes som en stærk side, at man kan og vil anvende forskellige metoder til at skabe vækst i fremtiden.

Svage sider

Det blev anført i regnskabsanalysen, at soliditetsgraden i 2017 er meget lav, hvilket kan skabe usikkerhed omkring en virksomheds overlevelsessevne. Ser man dog på evnen til at skabe cash flow vurderes det, at denne situation hurtigt vil blive vendt igen. Den eneste

aktuelle negative følgevirkning heraf kan være en manglende evne til at optage nye lån her og nu, hvis det blev nødvendigt.

Salling Group har ikke en etableret online dagligvarebutik. Man har platformene, men ingen aktuel webbaseret distribution. Man har vin og spiritus på flere af sine online platforme, men derudover kan man ikke handle dagligvarer online hos Salling Group. Undtagelsen er bilkatogo.dk, der fungerer som click & collect.

Salling stormagasinerne kan være en økonomisk klods om benet på Salling Group grundet den øgede online handel og vil i meget udpræget grad blive udfordret af Amazon, når de indtager markedet. Samtidig må det forventes som værende næsten 100 % sikkert, at denne del af forretningen aldrig vil blive lukket ned på grund af historien omkring hele virksomheden, der tog sit udspring her.

Muligheder

I et marked hvor forbrugerne har magten er det nødvendigt at benytte alle parametre i sin markedsføring. Salling Group gør et stort stykke arbejde for miljø, madspild og tobaksrygning. Derudover donerer Salling Fondene år efter år store summer til velgørenhed og kultur. Disse tiltag bør man bruge i sin markedsføring for at vinde forbrugernes gunst. Navneskiftet fra Dansk Supermarked til Salling Group var også et led i denne branding, hvor man ønskede at knytte sammenhæng mellem Netto, Bilka og Føtex og Salling Fondenenes velgørenhed i forbrugernes bevidsthed.

Andre kæder, fx Lidl og COOPs butikker, gør brug af app løsninger, der kombinerer loyalitetsprogrammer med dataindsamling omkring købsadfærd hos den enkelte kunde. Denne form for *business intelligence* kunne Salling Group også udnytte til at blive klogere på sine kunder og hvordan de handler ind.

Markedsføring og PR arbejde via sociale medier udnyttes allerede nu i stor stil og skal fastholdes; måske endda intensiveres. Det er i vid udstrækning en omkostningsfri metode at markedsføre sig på og den virker lokalt.



Dagligvarer online må forventes at blive et betydeligt marked i fremtiden. Det kan ikke afvises at Salling Group i løbet af meget kort tid vil kunne omstille sig og være klar på dette marked, men spørgsmålet er, hvordan det i givet fald skal distribueres og til hvilken pris. Nemlig.com er som nævnt tidligere etableret og oplever konstant stigende omsætningsvækst, men har endnu til gode at skabe overskud. Fremtiden vil vise hvornår det er rentabelt at gøre indtægter på dette marked.

Trusler

Amerikanske Amazon forventes snart at åbne distributionscentre i Danmark. I andre lande hvor de har etableret sig, har det transformeret indkøbsadfærden i de pågældende lande. Markant flere forbrugere shopper online efter Amazon er kommet til. Salling Group har som nævnt ikke dagligvarer online, men for det første kan indkøbsadfærden smitte af på dagligvarer og der kan for alvor komme i vækst i den sektor online. For det andet sælger Salling Group store mængder nonfood online og dette bliver i høj grad truet af Amazon.

Der satses stort på butiksnettet i hovedstadsområdet fra alle kæder på grund af det store befolkningsgrundlag. En svag svensk krone gør, at der kan ligge store besparelser for den danske forbruger ved at gøre sine indkøb i Sverige. Denne grænsehandel kan være en betydelig trussel netop fordi så mange forbrugere er bosiddende i umiddelbar nærhed af Sverige.

⁴⁹ Udklip fra Facebook

Lige så vel som sociale medier kan benyttes til effektiv og gratis markedsføring, så kan de også sprede historier, som virksomheder helst så forblev skjult.

Markedet er svært at overleve i, særligt fordi der ingen vækst er og man derfor er tvunget til at stjæle fra hinanden. Det er en skærpende omstændighed for at overleve.

7. Værdiansættelse

Den eksakte værdiansættelse af Dansk Supermarked på tidspunkterne, hvor aktierne blev overdraget fra AP Møller Mærsk til Salling svinger en del, alt efter hvilke forudsætninger, der medtages. Ser man således alene på de offentliggjorte betalingsstrømme så veksler værdiansættelsen mellem 29 mia. kr. og knap 35 mia. kr. Disse beløb beregnes ud fra, at man i starten af 2014 betalte 17 mia. kr. for 49 % af aktierne og i slutningen af 2017 betalte 5,53 mia. kr. for de sidste 19 %. Den officielle udmelding fra parterne, da den første handel blev offentliggjort i 2014 var, at virksomheden var værdiansat til 41 mia. kr., hvilket også er beløbet, der henvises til som den reelle værdiansættelse her i rapporten.

Der vil utvivlsomt være en markant forskel i de beregnede værdier her i rapporten og den officielle værdiansættelse af Dansk Supermarked fra før aktiehandlen blev indgået. Årsagen hertil er blandt andet, at man foretog massiv belåning af ejendommene i virksomheden for at rejse kapital til aktiekøbet. Således ses også i balancen en vækst på over 11 mia. kr. – hvilket svarer til omtrent 400 % - i langfristede gældsforpligtelser fra 2013 til 2015. Denne omstændighed vil der blive taget højde for, når der konkluderes på værdiansættelsen og sammenlignes med de forskellige beregnede resultater og de historiske tal.

7.1 Multipel tilgang

For at skabe et validt sammenligningsgrundlag for DCF værdiansættelsen, så beregnes der først en værdiansættelse, der tager udgangspunkt i en børsnoteret virksomhed, der overordnet set kan sammenlignes med Salling Group. Undertegnede har spurgt CEO Per Bank direkte om hvem, han sammenligner virksomheden med og han udtaler 5/4 2019 at han selv sammenligner Salling Group med de øvrige store koncerner på det europæiske marked som Tesco, Sainsburys og Kesko.⁵⁰ Det vurderes derfor tilstrækkeligt at finde en hvilken som helst retailkoncern, der bl.a. handler med dagligvarer og som er børsnoteret.

⁵⁰ Bilag 1

Der sorteres med andre ord ikke på baggrund af størrelsesforhold. Denne sammenligningstilgang kan udformes med flere metoder, men i denne opgave vil EBITDA multiplen eller Enterprise Value-to-EBITDA ratio'en blive benyttet.

Denne beslutning er taget af flere årsager. For det første kræver denne multipel tilgang, at der fremsøges en sammenlignelig virksomhed, der er børsnoteret, hvilket udelukker de danske konkurrenter. For det andet vil der, med en udenlandsk virksomhed, med stor sandsynlighed også ses betydelige forskelle i tax- og debt ratios, der har stor indvirkning på earnings multiplen, idet denne tager udgangspunkt i resultat efter skat.

Der tages udgangspunkt i et gennemsnit af den amerikanske retail koncern Target (TGT), der ligesom Salling Group driver en bred vifte af forskellige fysiske butikker – i alt 1822 enheder samt e-commerce, og den svenske ICA gruppen. I skemaet herunder ses data, der lægges til grund for de efterfølgende beregninger. Data er indhentet fra Nasdaq⁵¹, samt fra virksomhedernes årsrapporter for regnskabsåret 2017. Der regnes med aktieprisen ved Salling Groups årsregnskabs slutdato - i dette tilfælde 29/12 2017, hvor den aktuelle dollarkurs var 620,77. D. 29/1 2018, som markerer Targets balancedag var dollarkursen 601,24. Der er i Targets årsrapport ikke listet et eksakt antal udstedte aktier og antallet er derfor beregnet ud fra virksomhedens angivne indtjening pr. aktie på 5,35 dollars. ICA's årsregnskab følger kalenderåret og der regnes derfor med den svenske kronekurs ved årets udgang i 2017, hvor denne var 75,74.

⁵¹ <https://www.nasdaq.com/symbol/tgt/financials?query=balance-sheet>
<http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?Instrument=SSE32443>

Figures in million	Salling Group	Average of Target
Balance sheet data	DKK	& ICA DKK
1. Cash	1.513,00	8.418,80
2. Debt	14.080,00	41.313,23
3. Book value of equity	2.953,00	45.051,75
4. Number of shares outstanding	1.448.223	-
Income statement data		
5. EBIT	2.472,00	14.939,55
6. Depreciation expense	1.397,00	7.177,29
7. Gains from disposal of assets	863,00	-
8. EAT	1.698,00	10.389,90
9. EBITDA (5 + 6)	3.006,00	22.116,83
On a per-share basis - actual figures		
10. Earnings per share (8 / 4)	1.172,47	23,89
11. Book value of equity per share (3 / 4)	2.039,05	120,32
Market based data		
12. Share price		317,21
13. Market capitalization (million) (12 x 4)		134.890,56
14. Enterprise Value (million) (13 + 2 - 1)		168.784,63
Multiples		
15. Price-to-earnings ratio (12 / 10)		13,57
16. Price-to-book ratio (12 / 11)		2,64
17. EV-to-EBITDA ratio (14 / 9)		8,52

52

Når så de beregnede ratios / multipler nederst i skemaet herover overføres til Salling Groups tal estimeres værdien af egenkapitalen som vist herunder

$$\text{Price} - \text{to} - \text{earnings} = \text{Salling Groups EAT} * \text{TGT\&ICA PER} = 1.698 * 13,57 = 23.046,16$$

$$\text{Price} - \text{to} - \text{book} = \text{Salling Groups book value} * \text{TGT\&ICA PBR} = 2.953 * 2,64 = 7.789,83$$

Ganske som forventet er der markant spredning i resultatet af den estimerede værdi af Salling Groups egenkapital. Den store forskel afstedkommer af, at selvom indtjeningen i sammenlignings i danske kroner er ca. 10 gange større end Salling Groups, så har de knap 400 gange så mange aktier udbudt, hvilket giver et skævt sammenligningsgrundlag. Mere retvisende er price-to-book metoden, da Targets egenkapitals regnskabsmæssige høje værdi (sammenlignet med Salling Group) er påvirket af den store mængde aktier udbudt. Derfor er det estimerede resultat et ganske andet.

⁵² Exhibit 14.3, Hawawini & Violet, Finance for Executives, side 491, data se bilag 2

Den tredje metode, som også er den, denne afhandling vil forholde sig til, er EBITDA multiplen. Når denne tilgang benyttes skal der først beregnes en Enterprise Value for Salling Group og dernæst skal værdien af egenkapitalen estimeres. Det sker på følgende måde:

$$\text{Enterprise Value} = \text{Salling Groups EBITDA} * \text{TGT\&ICA EBITDA Multipel} = 3.006 * 8,52 = 25.608,81$$

Hernæst skal cash beholdningen, samt gælden medregnes for at få den endelige værdiansættelse af Salling Groups egenkapital. Således:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} + \text{cash} - \text{debt} = 25.608,81 + 1.513 - 14.080 = 13.041,81$$

Det endelige resultat, der benyttes som sammenligningsgrundlag for resultatet af DCF værdiansættelsen bliver dermed 13.041.810.000 DKK, hvilket som nævnt i afsnittets indledning afviger væsentligt fra de offentliggjorte 41 mia.

7.2 DCF metoden

Trin 1 – beslut længden af budget perioden

Der beregnes budgettal i 5 år foruden det 6. år, der skal med for kunne fastslå terminalværdien efter de 5 år. Denne længde er normen i denne model, da længere perioder bliver for usikre at spå om.

Trin 2 – estimer pengestrømmene i perioden

Den store opgave der ligger i at gennemføre DCF modellen er at få estimeret de følgende 6 års frie cash flows. Dette gøres ved at fremskrive de historiske regnskabsdata med baggrund i de analyser, der tidligere er gennemgået her i rapporten. Herunder vises den forventede udvikling i tallene, samt et følgende afsnit med kommentarer til de forskellige poster i budgettet.

Omsætning, omkostninger & EBIT

Salgsvæksten forventes at vokse i 2018 på baggrund af en observeret stigning i fødevarepriserne højere end den generelle inflation i Danmark.⁵³ I terminalåret, der repræsenterer udviklingen ud i evigheden forventes dog en lavere vækst end den forventede

⁵³ <https://dhblad.dk/foedevarer-naermer-sig-prisstigninger-paa-2-procent-10/04-2019>

inflation på 2 %. I 2019 forventes et enkeltstående stort spring i væksten som følge af overtagelsen af Top Toys BR brand. CEO Per Bank udtaler til undertegnede, at man forventer omkring en mia. i øget omsætning på legetøj hentet både i de eksisterende Føtex og Bilka varehuse, men også fra de 25 BR butikker, man åbner i året.⁵⁴ Derudover vurderes den forventede inflation, der blev belyst i PESTEL analysen og det forventes at Salling Group i de følgende år, vil opleve omsætningsvækst på et højere niveau end inflationen. Forskellen mellem den historiske inflation og omsætningsvæksten i Salling Group har i analyseårene været gennemsnitligt 1,55 %. Der regnes med salgsvækst på 1 % mere end inflationen de kommende år på baggrund af det høje investeringsniveau til butiksudvikling og forbedrede kundeoplevelser. Terminalåret fastsættes til 2 % i overensstemmelse med den forventede langsigtede inflation og som også står beskrevet i Dansk Supermarkeds årsrapport for 2017.

Vareforbruget fastsættes i 2018 som et gennemsnit af de 3 foregående år, men forventes at stige de følgende år på baggrund af priskrig på dagligvarer og ikke mindst øget konkurrence på nonfood markedet som følge af Amazons snarlige ankomst i Danmark. Med manifestationen af en ”ny” grænsehandel på tværs af den dansk / svenske grænse vurderes særligt priskrig på dagligvarer som en væsentlig faktor grundet den store befolkning i nærområdet af Øresundsbroen, der potentielt kan gøre deres indkøb billigere i Sverige.

Investeringer i software samt løbende konceptudvikling og – styring forventes at skabe effektiviseringer og dermed en faldende omkostningsprocent i alle budgetårene.

EBIT beregnes som 4 % af omsætningen i alle årene på baggrund af CEO Per Banks udtalelse omkring målsætningen for virksomheden.⁵⁵

WCR & net CAPEX

I henhold til den indgåede aftale mellem Top Toy og Salling Group omkring hemmeligholdelse af handelssummen for overtagelsen af konkursramte Top Toy forelægger der ikke valide tal herfor. Dansk Handelsblad skriver 25/1 2019 at der betales i alt 205 mio. kr. henholdsvis 180 mio. for varelager og 25 mio. for BR varemærket. Der regnes derfor med en mærkbar forringelse af WCR på baggrund af varelageropkøbet.

⁵⁴ Bilag 1

⁵⁵ Bilag 1

Nettoinvesteringerne i historikårene er beregnet som differencen mellem aktivposterne *property og intangibles* fra det ene år til det andet tillagt indeværende års afskrivninger. Nettoinvesteringerne forventes at vokse til et højere niveau. Det skyldes, at man er selvejet og derfor ikke har en bagvedstående aktionær, der kræver et givent afkast udover Salling Fondene og disses behov for kapital til velgørende formål. Driftsoverskud forventes derfor i tiltagende grad at kunne gå til investering i butiksförbedring og ekspansion. Endvidere forventes udviklingen procentuelt at följge udviklingen i omsætning og EBIT.

Trin 3 – beregn kalkulationsrenten (WACC)

Kalkulationsrenten består af en vægtet del omkostning på gæld og omkostning på egenkapital; altså hvad finansieringen af virksomhedens aktiver koster.

Gældsomkostningen beregnes efter skat, da renteomkostninger som bekendt kan fradrages. Salling Groups gæld består stort set udelukkende af ejendomsbelåning og derfor antages lånerenten blot at være forholdet mellem deres langfristede gæld og deres finansielle omkostninger korrigeret for skat⁵⁶ i regnskabsåret 2017:

$$\frac{\text{Financial Costs}}{\text{Long term debt}} (1 - \text{tax}) = \frac{292}{13.327} (1 - 0,2364) = 1,67 \%$$

Egenkapitalens omkostning findes ved at fastslå investorernes krav til afkast på deres investerede kapital, som jo i dette tilfælde er Salling Fondene. For at beregne dette benyttes CAPM modellen og hertil skal der benyttes markedssdata og her benyttes igen dataene fra Target og ICA, da Salling Group som bekendt ikke er børsnoteret. Endvidere benyttes data for verdensmarkedet for aktier og obligationer hentet fra Credit Suisse.⁵⁷ Disse data ser således ud som vist i skemaet.

1900-2017 average annual rate of return	
Common Stocks	5,20%
Government Bonds	2,00%
Government Bills	0,80%

For at fastslå det forventede afkast af en given investering benyttes följgende formel:

$$\text{Expected Return} = \text{Riskfree rate} + \text{market risk premium} * \text{investment beta coefficient}$$

⁵⁶ Skattesatsen der benyttes i alle kalkuler i afsnittet er fastsat som et gennemsnit af den afregnede skat for Dansk Supermarked fra 2013 – 2017.

⁵⁷ Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018

Ved den risikofri investering forstås det laveste af de 3 afkast gennemsnit fra skemaet herover. Dette er med andre ord den sikreste måde at investere sin kapital. Riskfree rate er dermed 0,80 %. Som nævnt er Salling Group ikke børsnoteret og der findes derfor ikke en beta koefficient for aktien. I stedet benyttes gennemsnittet af beta koefficienterne for Target og ICA, denne er 0,535. Det resterende led i formlen – market risk premium – findes på følgende måde:

$$\text{Market Risk Premium} = \text{Market portfolio expected return} - \text{Riskfree rate}$$

$$\text{Market Risk Premium} = 5,20 - 0,80 = 4,40$$

Market portfolio expected return findes igen i skemaet som det gennemsnitlige afkast på aktiemarkedet; 5,20 %. Kravet til afkast på aktierne i Salling Group kan derfor nu beregnes med førnævnte formel således:

$$\text{Expected return Salling Group} = 0,80 + 4,40 * 0,535 = 2,782$$

Omkostningen på egenkapitalen – eller *cost of Equity* – beregnes dermed til 2,78 %.

Næste punkt er, at vægte delen af gæld og delen af egenkapital. Deraf det engelske navn for kalkulationsrenten; *weighted average cost of capital* eller WACC. Det gøres ved følgende formel:

$$WACC = \text{Cost of debt} * \frac{D}{E+D} + \text{Cost of Equity} * \frac{E}{E+D}$$

-Hvor D repræsenterer mængden af gældsfinansiering (debt) og E mængden af egenkapitals finansiering. Dermed bliver kalkulationsrenten:

$$WACC = 1,67 * \frac{13.327}{2.953+13.327} + 1,248 * \frac{2.953}{2.953+13.327} = 1,59\%$$

Imidlertid ses i regnskabsanalysen, at der som følge af aktietilbagekøbet fra AP Møller Mærsk i 2017 optræder en markant forringelse af soliditetsgraden, da kapitalstrukturen i virksomheden er ændret væsentligt. Soliditetsgraden er nu under 10 %. Gennemsnittet af soliditetsgraden på alle regnskabsårene 2013-2017 er 29,57 %. Det er vurderes at den aktuelle kapitalstruktur har karakter af et "enkeltstående" tilfælde og at denne vil blive forbedret i de følgende år. Derfor bør vægtningen af henholdsvis gæld- og egenkapitals

finansiering ændres herefter for at give et mere retvisende billede. Egenkapitalen forhøjes således i 2017 til 9.011,88 og gælden formindskes tilsvarende til 7.268,12.

Derudover udtaler den amerikanske finansekspert Jeff Rose 1. april 2019 at man snarere bør forvente et aktieafkast på 7 %, fremfor de af Credit Suisse angivne 5,20 %, som markedet ser ud i dag.

Finansekspert David Turney beskriver i øvrigt en DCF metode meget lig den Hawawini & Viallet anfører i bogen "Finance for Executives". Der er dog en væsentlig forskel, som ligger i estimeringen af Cost of Equity.⁵⁸ Her tages der udgangspunkt i mere specifikke forudsætninger og ikke bare for hele aktiemarkedets afkast. Desuden er der tilføjet et virksomhedsspecifikt tillæg.

$$K_e = RFR + (\beta * ERP) + SSP + A$$

RFR = Risk-free rate

β = Beta = Stock's sensitivity to the market

ERP = Equity risk premium = Expected return on the market - RFR

SSP = Small stock premium = Expected incremental risk of a small company over a large company

A = Company specific premium (unsystematic risk factor)

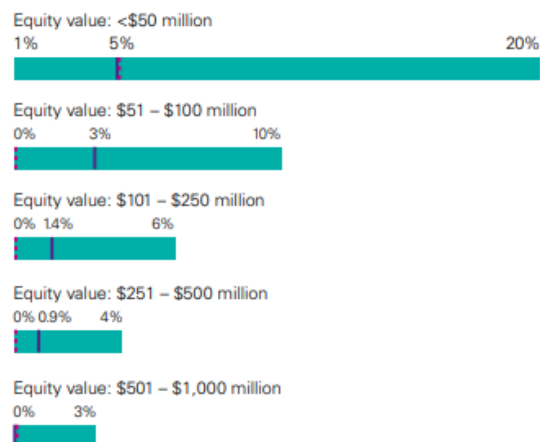
De 2 dele af formelen SSP og A er "nye" i forhold til lærebogens formel. Det har ikke været muligt at finde data vedrørende en dansk SSP. På internationale markeder inddeles virksomheder i klasser alt efter størrelse og jo mindre virksomheden er, jo højere SSP skal medregnes i cost of equity. Det skyldes at jo mindre virksomheden er desto større risiko skal den kunne bære. Det kunne være risici forbundet med likviditet, ledelsens formåen, kernemedarbejdere osv. Som sagt har det ikke været muligt at finde en tilsvarende klasseinddeling i Danmark. Man kunne henvise til Årsregnskabsloven § 7 vedr. regnskabsklasser, der placerer Salling Group i klasse C. KPMG lavede i 2017 en undersøgelse⁵⁹, der bl.a. kortlagde SSP fordelingen baseret på virksomheders størrelse, men

⁵⁸ https://www.toptal.com/finance/valuation/private-company-valuation?utm_source=Medium&utm_content=disountrate

⁵⁹ <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/au/pdf/2017/valuation-practices-survey-2017.pdf>

efter amerikanske størrelser, hvorfor Salling Group i den sammenhæng ser meget lille ud. Derfor vurderes det mere hensigtsmæssigt at "oversætte" KPMG's inddeling til den danske klasseinddeling og på den måde kan man argumentere for at Salling Group ligger i et SSP niveau på 0,9 % - 1,4 %.

What premium is added to the discount rate to account for the size of the entity being valued?



Den sidste bestanddel af formel "A", findes der som sådan ingen beregningsmæssig tilgang til. Det er udelukkende et ekstra risikotillæg, der subjektivt skal bedømmes af den analytiker, der arbejder med den givne problemstilling. Der skal

bl.a. skeles til de førnævnte risici vedr. ledelse, medarbejdere o.l. Undertegnede vurderer at den virksomhedsspecifikke risiko skal fastsættes til 2 % på baggrund den i Porters Five Forces afdækkede konkurrencesituation på markedet. Der er krav til et højt investeringsniveau i branchen for til stadighed at generere afkast. Det er fastslået at Salling Group opererer opportunistisk og derfor løber en del risici, ved at opkøbe eksempelvis BR varemærket – en butikskæde, der for Top Toy ikke var rentabel.

Cost of Equity kan derfor nu genberegnes med David Turneys formel:

$$\text{Cost of Equity} = \text{Riskfree rate} + (\beta * \text{Equity risk premium}) + \text{SSP} + A$$

$$\text{Cost of Equity} = 0,80 + (0,535 * (7 - 0,8)) + 1,4 + 2 = 7,52$$

Med disse ændrede forudsætninger ser WACC beregningen nu således ud:

$$WACC = 1,67 * \frac{7.268,12}{9.011,88 + 7.268,12} + 7,52 * \frac{9.011,88}{9.011,88 + 7.268,12} = 4,91 \%$$

Den endelige WACC, der arbejdes videre med bliver altså 4,91 %.

Trin 4 – Estimer terminalværdien af business assets

Terminal Value of business assets er beregnet i Excel arket, der ses under trin 6 her i afsnittet. Terminalværdien er udtryk for værdien af aktiverne i virksomheden ved udgangen af budgetperioden. For at beregne denne divideres det frie cash flow fra det efterfølgende

budgetår med WACC'en fratrullet salgsvæksten der er angivet til at fortsætte i evig fremtid – i dette tilfælde er denne sat til 2 %. Terminal Value of business assets beregnes til 69.915.160.000 DKK, som anvist i Excel skemaet efter trin 6.

Trin 5 – Beregn Enterprise value

Salling Groups Enterprise Value er igen beregnet i Excel skemaet herunder. Værdien findes ved at tilbagediskontere budgetårenes frie cash flow samt den netop beregnede terminalværdi med WACC'en.

Enterprise Value for Salling Group bliver således 61.660.570.000 DKK.

Trin 6 – Beregn Equity value

Den endelige værdiansættelse beregnet med DCF metoden – også kaldet Equity Value – findes ved følgende formel:

$$\text{Enterprise Value} + \text{Cash} - \text{Debt} = 61.660,57 + 1.513 - 14.080 = 49.093,57$$

Med de valgte forudsætninger ender modellen altså med en værdiansættelse på 49.093.570.000 DKK, som også fremgår af Excel udtrækket herunder:

	Past Performance			Estimated Forecasts					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 and beyond
Sales Growth Rate	2,09%	0,74%	1,56%	1,80%	2,50%	2,30%	2,50%	2,80%	2,00%
COGS in percent of sales	73,50%	73,56%	72,89%	73,31%	73,40%	73,45%	73,50%	73,55%	73,60%
SG&A in percent of sales	21,04%	21,25%	22,00%	21,00%	20,80%	20,70%	20,50%	20,30%	20,00%
WCR in percent of sales	-6,03%	-9,45%	-13,42%	-13,42%	-12,42%	-13,00%	-13,00%	-13,00%	-13,00%
Free Cashflow from business assets									
Sales	57.474,00	57.899,00	58.805,00	59.863,49	61.360,08	62.771,36	64.340,64	66.142,18	67.465,02
- COGS	42.242,00	42.589,00	42.861,00	43.888,25	45.038,30	46.105,56	47.290,37	48.647,57	49.654,26
- SG&A	12.095,00	12.304,00	12.938,00	12.571,33	12.762,90	12.993,67	13.189,83	13.426,86	13.493,00
- depreciation expense	831,00	929,00	1.397,00	1.009,37	1.104,48	1.161,27	1.286,81	1.422,06	1.619,16
= EBIT	2.306,00	2.077,00	1.609,00	2.394,54	2.454,40	2.510,85	2.573,63	2.645,69	2.698,60
EBIT x (1-tax rate of 23,64%)*	1.760,86	1.586,00	1.228,63	1.828,47	1.874,18	1.917,29	1.965,22	2.020,25	2.060,65
+ depreciation expense	831,00	929,00	1.397,00	1.009,37	1.104,48	1.161,27	1.286,81	1.422,06	1.619,16
WCR at year-end	-3.465,00	-5.474,00	-7.892,00	-8.034,06	-7.620,92	-8.160,28	-8.364,28	-8.598,48	-8.770,45
- ΔWCR		-2.009,00	-2.418,00	-142,06	413,13	-539,36	-204,01	-234,20	-171,97
- net CAPEX	2.059,00	957,00	1.598,00	1.629,96	1.678,86	1.712,44	1.746,68	1.781,62	1.817,25
= free cash flow from business assets		3.567,00	3.445,63	1.349,94	886,67	1.905,48	1.709,36	1.894,89	2.034,53
Terminal Value year end 2022								69.915,16	
*average of all analysis years tax									
WACC	4,91%								
DCF Value of business assets (enterprise value)	61.660,57								
+ cash	1.513,00								
- book value of debt	14.080,00								
= DCF value of equity	49.093,57								

Følsomhedsanalyse

Resultatet af DCF beregningen er uden tvivl overraskende høj. Der er uendeligt langt til EBITDA estimatet og fra værdiansættelsen fra selve aktiehandlen til dette resultat. En følsomhedsanalyse kan skabe klarhed over, hvad der påvirker værdiansættelsen i så voldsom og overraskende grad. I skemaerne herunder er vist, hvorledes Equity Value udvikler sig ved at ændre på 1 af forudsætningerne i modellen og alt andet lige.

WACC's påvirkning af DCF Equity Value								
WACC	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
Equity Value	169.976,91	77.875,19	47.196,84	31.873,47	22.691,45	16.579,60	12.221,72	8.959,75

Det er tydeligt at en ændret WACC har stor indvirkning på den endelige værdiansættelse. Equity Value stiger eksponentielt i takt med at WACC bliver lavere.

Sales growth påvirkning af DCF Equity Value								
Sales growth %	0,20%	0,40%	0,50%	0,60%	0,70%	0,80%	0,90%	1,00%
Equity Value	50.266,94	51.449,27	52.043,80	52.640,60	53.239,56	53.840,99	54.444,60	55.050,49

Ved at skrue op for salgsvæksten i alle budgetår, dog ikke i terminalåret, med den angivne sats her i skemaet opleves der kun en meget lille påvirkning af Equity Value.

Terminal Sales growth påvirkning af DCF Equity Value								
Sales growth %	0,20%	0,40%	0,50%	0,60%	0,70%	0,80%	0,90%	1,00%
Equity Value	53.862,62	59.391,68	62.500,34	65.878,16	69.561,65	73.594,29	78.028,19	82.926,38

Hvis der i stedet ændres på salgsvæksten i terminalåret, således at den vækstrate, man forventer ud i evigheden ændres med den angivne procentsats, så påvirkes Equity Value en del voldsommere. Når man ser tilbage på de forgangne år, så er et inflationsniveau på 2 % forholdsvis højt. Hvad der ligger til grund for denne forventede inflation undersøges ikke i denne afhandling, men der stilles spørgsmålstegn ved estimatets rigtighed. I DCF kalkulen rettes den forventede langsigtede omsætningsvækst derfor ned. Det ses i skemaet at små udsving i terminalvæksten påvirker værdiansættelsen meget. Er man derfor for optimistisk på netop denne post kan værdiansættelsen ende med at være misvisende med mange milliarder kr. Den langsigtede vækst fastsættes til 1,5 %, hvilket er lige under gennemsnittet af regnskabsårenes gennemsnitsinflation på 1,55 %.

Det giver en DCF Equity Value på 39.618.400.000 DKK.

Det er dog tydeligt, at det er WACC, som vejer tungest i modellen og derfor vigtigt at denne er så korrekt og retvisende som muligt. Et vigtigt punkt i beregningen af WACC er beta koefficienten, der benyttes til beregningen af cost of equity. Denne er særligt følsom i forhold til en enkelt akties volatilitet og covarians mellem afkast og markedets afkast. For eksempel kan en virksomhed af enkeltstående årsager vælge at udbetale ekstraordinært store dividender – som Dansk Supermarked gjorde for at tilbagekøbe aktier – eller omvendt udbetale ekstraordinært lave dividender af den ene eller den anden årsag. Det kan derfor være forbundet med stor usikkerhed at benytte beta koefficienten fra en sammenlignelig virksomhed, men i denne situation har der ikke været andre muligheder. Faktum er, at den beregnede WACC i dette projekt er meget lav og beta koefficienten kan bære en stor del af skylden herfor.

Beta påvirkning af DCF Equity Value								
Beta	0,20%	0,40%	0,50%	0,60%	0,70%	0,80%	0,90%	1,00%
WACC	3,76	4,44	4,79	5,13	5,47	5,82	6,16	6,50
Equity Value	90.430,99	61.275,43	51.813,17	44.649,99	38.892,63	34.038,42	30.106,75	26.770,73

Som det ses i skemaet gør små afvigelser helt nede i beta koefficienten, som kun er en lille (om end betydelig) del af WACC beregningen, store udslag i den endelige værdiansættelse.

I årsrapporten 2017 angiver Dansk Supermarked selv en WACC på 10 %, der benyttes i projektion af fremtidige cash flows. Som vist i skemaet med WACC's påvirkning af Equity Value, så giver en WACC på omkring 9 % det udfald, der er nærmest EBITDA multipel værdiansættelsen. Der forelægger imidlertid intet teoretisk belæg for at anvende en WACC på 9 %.

Der skal naturligvis sammenlignes med den historiske værdiansættelse på de 41 mia. DKK. Det afgørende punkt her er kapitalstrukturen i virksomheden. Hvis det antages, at resultatopgørelse og balance fra regnskabsåret i 2013 danner grundlag for værdiansættelsen i 2014, så kan WACC og dermed DCF modellen genberegnes. Set med Salling Fondenes briller, så kan man godt argumentere for at cost of equity ikke skal beregnes på baggrund af markedssdata, men kun på baggrund af Dansk Supermarked, da Salling Fondene målrettet ønskede at købe netop denne aktie og ikke et gennemsnit af markedet. Return on Equity var i 2013 7,85 % i Dansk Supermarked. Den aktuelle risikofrie rente i 2013 antages at være den 10 årige danske statsobligationsrente som ifølge Nationalbanken på daværende tidspunkt

var 0,45 %. Der anvendes samme beta som i den tidligere beregning om end dette formentlig ikke er i overensstemmelse med virkeligheden.

Cost of Debt og Cost of Equity bliver som vist i skemaerne herunder:

Cost of Debt - 2013		Cost of Equity - 2013	
Long term debt	2.832,00	Riskfree rate	0,45%
Financial costs	124	ROE	7,85%
Calculated interest rate	4,38%	Market risk premium	7,40%
Tax rate	24,06%	Beta	0,535
After tax interest rate	3,33%	Cost of Equity	7,60

Den nye WACC beregnes med samme formel som tidligere i afsnittet og med de i 2013 aktuelle tal for langfristet gæld og egenkapital ser beregningen nu således ud:

$$WACC = Cost\ of\ debt * \frac{D}{E + D} + Cost\ of\ Equity * \frac{E}{E + D}$$

$$WACC = 3,33 * \frac{2.832}{22.570 + 2.832} + 7,60 * \frac{22.570}{22.570 + 2.832} = 7,13 \%$$

Det er nærværd umuligt at spå om, hvordan man estimerede fremtidige cash flows tilbage i 2013. Men det er fastslået, at jo højere WACC er, jo lavere bliver værdiansættelsen. Derudover vægter den lave gæld, der skal fratrækkes Enterprise Value i 2013 højt. Alt efter hvordan cash flows har været estimeret, så må det antages at den her i rapporten opstillede DCF model kommer nærmere den historiske værdiansættelse med de her angivne forudsætninger.

Delkonklusion

Markedsforholdene i dag har enorm betydning for, hvordan WACC beregnes. Samtidig har WACC enorm betydning hvordan en DCF værdiansættelse falder ud. Med en virksomhed i Salling Groups størrelse, så kan en enkelt procents ændring betyde 2-cifrede milliard forskelle i den endelige equity value.

I 2014 blev Dansk Supermarked værdiansat til 41 mia. DKK. Det er svært at spå om forudsætningerne herfor. Her i afsnittet er opstillet nogle bud, der kan ende med et resultat i denne retning.

Der er afprøvet forskellige tilgange og forudsætninger med inspiration fra både markedsdata og informationer fra Dansk Supermarkeds årsrapport. Der blev indledningsvist opstillet en værdiansættelse med EBITDA multipl, hvilket gav et resultat på omkring 13 mia. DKK. På den baggrund konkluderes at WACC på 9 % og de i årsrapporterne anførte langsigtede 2 % omsætningsvækst, samt gennemsnitligt for alle regnskabsårerne soliditetsgrad at være de mest retvisende forudsætninger, da DCF værdiansættelsen på denne måde giver et resultat på godt 12 mia. DKK.

8. Konklusion

Salling Group er i en liga for sig på det danske dagligvaremarked. Det viser strategiske såvel som finansielle analyser af virksomheden og deres hovedkonkurrent COOP. Salling Groups ejerforhold skaber en kolossal fordel i denne konkurrence. Der er ingen bagved stående aktionær, som skal have del i kagen, men man kan helt og aldeles selv administrere, hvordan man forvalter sit overskud. Overskuddet kan geninvesteres i virksomheden eller det kan udbetales i dividende til Salling Fondene, som donerer pengene til velgørende og kulturelle formål – man giver med andre ord pengene tilbage til det samfund, man tjener pengene af.

Driftsmæssigt er Salling Group langt foran COOP og formår at vride langt flere indtjeningskroner ud af omsætningskronerne end konkurrenten gør. Således ses i afhandlingens regnskabsanalyse en forskel i EBIT % på adskillige procent; COOP er aldrig over 1 % og Salling Group er aldrig under 3,5 % i de seneste 5 regnskabsår. Salling Group driver virksomheden med langt mere effektiv kapitalbinding, særligt i form af nogle særdeles fordelagtige betalingsbetingelser hos deres leverandører, der skaber en massiv finansieringskilde i deres arbejdskapital *WCR*. Denne er negativ med op mod 8 mia. kr. og selvom virksomheden er ret forgældet med udgangen af 2017 regnskabet, så må man forvente at det store positive cash flow, der skabes, relativt hurtigt får rettet op denne situation, samtidig med at man fastholder et højt investeringsniveau i butiksudvikling og nye forretningsområder.

Salling Group skaber omsætningsvækst mens COOP har tilbagegang. Væksten skabes med alle 4 af Ansoffs vækststrategier, hvilket også er en fordel fordi man her udnytter sin opportunisme og sit finansielle momentum.

Markedet er præget af meget hård konkurrence. Der er ingen vækst i markedet og konkurrenter lukker butikker eller hele kæder. Forbrugerne har magten fordi butiksnettet er så fintmasket, at det er omkostningsfrit at skifte indkøbssted. Der skal derfor relativt små forskelle til i prisniveau, kundeservice og butiksstandard førend man kan vinde forbrugernes gunst. Igen har Salling Group fordelen qua sin økonomiske og ejermæssige styrke.

I afhandlingens værdiansættelse forecastes der derfor med fortsat omsætningsvækst på trods af en snarlig forventet indtræden på markedet af Amazon. Værdiansættelsesmodellen DCF afhænger meget af den beregnede WACC, der anvendes. Denne kan beregnes på baggrund af diverse markedsdata, men det mest realistiske output af modellen skønnes at være at følge Salling Groups egne forventninger – gøres det, så værdiansættes Salling Group pr. 31/12 2017 til 12.221.720.000 DKK. Hvilket stemmer fint overens med den valgte kontrolmetode – værdiansættelse med EBITDA multipel – der udviser en værdi på 13.041.810.000 DKK.

9. Litteraturliste

Bøger

"Finance for Executives 5th edition" – Gabriel Hawawini & Claude Viallet, 2015

"Retailing" – Allan Sørensen & Flemming Sørensen, Forlaget Ludox 2008

"Vi kan ikke sidde her til juleaften" – Hanne Sindbæk, Politikens Forlag 2015

"Driftøkonomi 7. Udgave" – Peter Lynggard, Handelshøjskolens Forlag 2008

"Produktion af Viden 3. Udgave" – Peter Nielsen, Nyt Teknisk Forlag 2007

Årsrapporter

Dansk Supermarked årsrapport 2012

Dansk Supermarked årsrapport 2013

Dansk Supermarked årsrapport 2014

Dansk Supermarked årsrapport 2015

Dansk Supermarked årsrapport 2016

Dansk Supermarked årsrapport 2017

Target TGT 2017 Annual Report

ICA gruppen annual report 2017

Top Toy årsrapport 2017

Artikler & publikationer

Berlingske

2017 - <https://bosserne.blogs.business.dk/2017/04/19/baade-coop-og-dansk-supermarked-staar-paa-vaklende-soejler/>

2016 - <https://www.berlingske.dk/virksomheder/starbucks-gaar-til-angreb-i-kaffekrigen-med-20-30-nye-kaffebarer>

2019 - 11. april 2019 Berlingske Sektion 2 (Business) "Britisk ejer fanget i gældsbjerg – hvad med Magasins fremtid"

Børsen

2014 - <https://borsen-dk.zorac.aau.dk/nyheder/avisen/artikel/11/82309/artikel.html>

Credit Suisse

2018 - Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018

Dansk Handelsblad

7/12 2018 – "Dansk Erhverv roser finanslov – DSK er lunken"

7/12 2018 – "Handlen skal halvere salg af plastikposer på fem år"

7/12 2018 – "Coop App runder en million downloads"

2019 - <https://dhblad.dk/dsk-vi-mangler-tal-for-den-dansk-svenske-graensehandel-10/04-2019>

2019 - <https://dhblad.dk/dagligvarekaeder-faar-haederspris-for-tobaksindsats-05/02-2019>

2019 - <https://dhblad.dk/coop-tester-fremtidens-butikker-under-coop-navnet-06/03-2019>

30/11 2018, bagsiden "Netto indleder årets CSR-kapløb om julemaden"

8/2 2019, "Kædernes egne mærker bliver mere synlige"

15/2 2019 "Online dagligvarehandel vokser med 12 pct."

7/12 2018 "Netto åbner butik nummer 500"

7/12 2018 "Vi er aldrig færdige med at ekspandere"

29/3 2019 "Nu sætter vi ekstra pris på butikkens chef"

25/1 2019 "Netto sætter adresse på de første 10 butikker i milliard-investering"

2019 - <https://dhblad.dk/foedevarer-naermer-sig-prisstigninger-paa-2-procent-10/04-2019>

Danmarks Statistik

DB07

FDIH

2018 - <https://www.fdi.dk/nyheder/2018/november-18/forste-gdpr-bode-er-sendt-af-sted-flere-er-pa-vej>

Finans.dk

2018 - <https://finans.dk/erhverv/ECE10978296/ny-prognose-coop-taber-og-rema-vinder-i-kampen-om-dagligvaremarkedet/?ctxref=ext>

2018 - <https://finans.dk/erhverv/ECE10499564/mcdonalds-vil-aabne-20-nye-restauranter-i-danmark/?ctxref=ext>

Fødevarewatch

2014 - <https://fodevarewatch.dk/Fodevarer/article6694981.ece>

I dag

2018 <https://www.idag.dk/article/view/601549/aldi-sadler-om-det-skal-vaere-en-laekker-butikso-plevelse>

Jyllands Posten

2019 - https://jyllands-posten.dk/debat/kronik/ECE11112269/taeller-en-god-gerning-kun-hvis-man-fortaeller-om-den-paa-facebook/?fbclid=IwAR0yF_BvXHd8XthVVfsGxxAeA9LMdGDWcxG_X-mumJ_ZFvlwBjBPvqBMeDA

Jyllands Posten Erhverv, 20/2 2019, side 4

2018 - <https://jyllands-posten.dk/aarhus/sketibyen/ECE10828383/nyt-nettokoncept-er-kommet-til-jylland/>

OECD

2010 - OECD 2010 / Molnar og Bottini (2010)ii How large are competitive pressures in service markets?

Skatteministeriet

<https://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene>

Toptal

https://www.toptal.com/finance/valuation/private-company-valuation?utm_source=Medium&utm_content=discontrate

TV2

2019 - <http://nyheder.tv2.dk/business/2019-02-19-lidls-fremstoed-bliver-ikke-gratis-for-de-andre-kaeder-mener-ole-krohn>

Bilag

Bilag 1 – Salling Group CEO Per Bank

Vedhæftet er en kort samtale på det sociale medie LinkedIn mellem undertegnede og Salling Groups CEO Per Bank.

Per Bank
Mobil • 47m siden

...

1) Hvor stor en luns af Top Toys ca. 3 mia i omsætning tror du på at i kan hente? Her tænker jeg både direkte fra de nye BR butikker men også fra det flyttede salg fra top toy til Bilka/Føtex ?

2) Føtæsk har et par år på bagen nu – hvad har den overordnede effekt været? Øget eller status quo omsætning? Presset gross margin eller ingen nævneværdig påvirkning?

3) Hvilke retailers sammenligner du dig med, når du ser ud over landets grænser?

Jeg håber at høre fra dig, men forstår som sagt udmærket, hvis det ikke bliver tilfældet. Du ønskes en god weekend!

Mvh. Dennis Calundan

Tak, Per

OK

Per Bank
Mobil • 47m siden

...

Per Bank • 14.34

1) Toptoy's havde lige under en milliard i salg i DK så med 50 butikker mindre men med andre synergier så kan du vel gætte at det er lidt under en milliard

2) føtæsk virker men på kort sigt koster det lidt på bundlinjen men giver flere varer i kurven

3) alle de store som Tesco, Sainsbury, Kesko osv.

Langsigtet mål er at kunne fasthold et EBIT på omkring 4% plus minus de enkelte år.

Tak, Per

OK

Bilag 2 – Accounting Data

Figures in million	Salling Group	Target TGT		ICA gruppen	
Balance sheet data	DKK	Dollar	DKK	SEK	DKK
1. Cash	1.513,00	2.512,00	15.103,15	2.290,00	1.734,45
2. Debt	14.080,00	12.749,00	76.652,09	7.888,00	5.974,37
3. Book value of equity	2.953,00	10.953,00	65.853,82	32.017,00	24.249,68
4. Number of shares outstanding	1.048.223	548.411.215		201.146.795	
Income statement data					
5. EBIT	2.472,00	4.312,00	25.925,47	5.220,00	3.953,63
6. Depreciation expense	1.397,00	2.194,00	13.191,21	1.536,00	1.163,37
7. Gains from disposal of assets	863,00			-	-
8. EAT	1.698,00	2.934,00	17.640,38	4.145,00	3.139,42
9. EBITDA (5 + 6)	3.006,00	6.506,00 	39.116,67	6.756,00	5.116,99
On a per-share basis - actual figures					
10. Earnings per share (8 / 4)	1.619,88	5,35	32,17	20,61	15,61
11. Book value of equity per share (3 / 4)	2.817,15	19,97	120,08	159,17	120,56
Market based data					
12. Share price	500	65,95	409,40	297,1	225,02
13. Market capitalization (milion) (12 x 4)	524.111.500	36.167,72	224.518,35	59.760,71	45.262,76
14. Enterprise Value (milion) (13 + 2 - 1)		46.404,72 	288.066,58	65.358,71	49.502,69
Multiples					
15. Price-to-earnings ratio (12 / 10)			12,73		14,42
16. Price-to-book ratio (12 / 11)			3,41		1,87
17. EV-to-EBITDA ratio (14 / 9)			7,36		9,67