



STRATEGISK ANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE AF MATAS A/S

Katrine Klaris, studienummer: 2012 5790
og
Rikke Maria Kjeldsen, studienummer: 2015 7345
Gruppe 50
Vejleder: Niels Lennon
Maj 2019
Anslag: 168.436 stk.
Sider: $168.436/2.400 = 70,18$ s.

Abstract

The purpose of this thesis is to measure Matas A/S, to establish whether the share value on the Danish stock exchange on 1 April 2018 is warranted when compared to publicly available information such as their financial statements. The basis of the thesis will be "The two-tailed fish" that divides the thesis in different stages. The measurement will be made in the abdomen of the fish, on the basis of the previous analyses prepared under the different main points, viz. strategic analyses, financial analysis, budgeting and measurement.

Matas was founded in November 1949 by a group of druggists, to optimize purchasing benefits. From the outset, Matas has prospered, always succeeding in being abreast of customer requirements in terms of service, quality and products. Matas was listed on the OMX Copenhagen in June 2013.

Under the main point of strategic analyses, external and internal analyses will be prepared. The external analyses will help define the surrounding world of Matas and create an overview of it and of the competitive situation in the industry. The internal analyses will shed a light on the internal affairs of Matas, such as their applied strategy. Matas is a strong brand, and 99 percent of Danish women aged 18-60 years are acquainted with Matas. Competition within the industry is keen, however, with existing competitors in the market competing fiercely, but also new market operators are a threat to Matas. Moreover, customers' opinions are of the essence, and Matas needs to be constantly aware of current customer requirements. Matas focuses greatly on cost reduction, but also on their brand and on product development, with a view to constantly match the quality required by customers while also fulfilling their own requirements, such as most of their products carrying the Nordic Eco-label.

The financial analysis relates to the financial statements analysis and is in fact a part of the internal analyses, as the coherence of Matas' accounting tables and financial situation and thus their internal conditions are the subject of analysis. This is regarded as one of the essential parts of the thesis, however, and is therefore regarded as a main point. The financial statements analysis showed that over a period of five years, from 2013/14 to 2017/18, all key ratios of Matas have decreased. Especially the return on capital employed and the return on equity have developed negatively, with the return on equity decreasing by 2.19 percent over the period of analysis, and the return on capital

decreasing by 3.33 percent. But although Matas' key ratios have been decreasing, Matas maintains their position as a strong competitor in the market and still has a high acid test ratio.

Budgeting has been made on the basis of knowledge acquired from the external and internal analyses and the financial analysis. The budget period covers five years as Matas operates in a mature industry where business-related competitive advantages are considered non-existing. Budgeting is made based on two scenarios: One scenario has a positive outlook on the future, expecting growth to continue, and Matas to achieve their target turnover of DKK 3.7-3.9 billion in 2022/2023. The other scenario has a more pessimistic outlook on the future, contemplating the risk of a recession that historically occurs about every tenth year.

The above scenarios are pursued in the measurement that shows an estimated market value of DKK 210.22 for the first scenario, and an estimated market value of DKK 68.26 for the other scenario. In both scenarios, the estimated market value is overvalued compared to the market value listed on the Danish stock exchange on 1 April 2018.

Abstract	1
Indledning	7
Virksomhedspræsentation	8
Problemfelt	11
Problemformulering	12
Underspørgsmål	12
Afgrænsning	13
Metodevalg	14
Strategiske analyse	15
Den eksterne analyser	15
Den interne analyser	16
SWOT-analyse	16
Regnskabsanalyse	16
Budgettering	17
Værdiansættelse	17
Visualisering af metode	20
Model- og kildekritik	21
Kritik af Skydeskivmodellen	21
Kritik af Porters Five Forces	21
Kritik af PESTEL	21
Kritik af Porters generiske konkurrencestrategier	22
Kritik af SWOT-analysen	22
Udfordringer ved værdiansættelsen	23
Kildekritik	23
Skydeskivmodellen	24
<i>Analyse af eksterne forhold</i>	26
Analyse af eksterne forhold	26
Portes Five Forces	26
Konkurrencesituationen i branchen	26
Truslen fra nye udbydere	27
Leverandører og deres forhandlingsstyrke	28
Truslen fra udbydere af substituerende produkter	29
Forbrugerne og deres forhandlingsstyrke	29

Truslen fra eksisterende konkurrenter på markedet	30
Vurdering af parametrene påvirkning	31
PESTEL	31
De politiske forhold	32
De økonomiske forhold	32
De sociale og kulturelle forhold	33
De miljømæssige forhold	33
De lovmæssige forhold	34
Delkonklusion af eksterne forhold	34
Analyse af interne forhold	35
Porters generiske konkurrencestrategier	35
Regnskabsanalyse	38
Gennemgang af resultatopgørelse og balance før reformulering af balance	39
Fra årsrapport til analysebrug	40
Reformulering af balancen	40
Reformulering af resultatopgørelsen	42
Reformulering af egenkapitalopgørelsen	42
Tilbageværende driftsoverskud af resultat før renter (EBIT)	43
Tilbageværende nettofinansielle omkostninger og usædvanlige finansielle poster, efter skat	43
Skatteallokering	43
Rentabilitetsanalyse	43
Egenkapitalforrentning	44
Finansiel gearing	45
Afkastningsgraden	46
Aktivernes omsætningshastighed	47
Overskudsgraden	47
Indtjeningsevnen	48
Common size analyse	49
Delkonklusion af intern forhold	50
SWOT	51
Styrker	51
Svagheder	52
Muligheder	52

Trusler	52
Risikoanalyse	54
Risikomatrice	55
Operationelle risici	55
Finansielle risici	57
Kapitalstruktur	58
Likviditetsanalyse	59
Styringseffektivitetens påvirkning af arbejdskapitalen	61
Soliditetsgraden og likviditetsgraden	64
Delkonklusion af risikoanalysen	66
To scenarier	67
Budgettering	67
Terminalperioden	70
Budgettering af driftsaktiviteten	70
Budgettering af salgsvæksten	70
Budgettering af aktivernes omsætningshastighed og beregning af netto driftsaktiver	72
Budgettér EBIT-marginen og beregning driftsoverskuddet fra salg før skat (EBIT/overskudsgraden)	73
Budgettér den effektive skatteprocent og beregn driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	76
Budgettér andet driftsoverskud efter skat	79
Værdiansættelse	79
Markedsrisikopræmien	79
Den risikofrie rente	80
Estimering af beta	81
Egenkapitalens forrentningskrav	82
Virksomhedens lånerente	82
Selskabsspecifikt risikotillæg	83
WACC beregning	83
Værdiansættelsen af Matas A/S	84
Scenarie I	84
Scenarie II	84
Følsomhedsanalyse	84
Følsomhedsanalyse af salgsvæksten	85
Følsomhedsanalyse af WACCen	85

Konklusion	86
Perspektivering	89
Bilag 1	90
Bilag 2	91
Bilag 3	92
Bilag 4	103
Litteraturliste	104

Indledning

Matas er en fysisk og online butikskæde, der både forhandler andres produkter, men samtidigt også har flere egne produktserier. Det ses, at der inden for Matas' branche er kommet flere spillere på markedet inden for de seneste år. Ses der på forhandlerdelen har der i flere år været kosmetikafdelinger i diverse supermarkeds-kæder, hvilket er en potentiel konkurrent for Matas. Samtidigt er Normal A/S, som er en ny discountbutik, hvor man ligeledes kan købe diverse kosmetik og helseprodukter til tilbudspriser, også dukket op. Alle deres varer ligger konsekvent under markedsværdien.

Ses der nærmere på producentdelen, så er tøjbutikker, som H&M og Gina Tricot, ligeledes kommet på banen med deres egne kosmetikbrands og presser derfor også markedet. Ligeledes er der også en trend for kendisser med at udvikle deres egne kosmetikmærker. Der kan blandt andet nævnes personer som Andrea Rudolph, som har det bæredygtige brand Rudolph Care og Christiane Schaumburg-Müller har ligeledes brandet Lille Kanin.

Ovenstående beskrivelse har primært fokuseret på de fysiske butikker, men man må ikke glemme tidens frembrusende trend i form af onlinebutikker, hvilket ligeledes udgør en trussel for Matas og et pres på markedet.

Det ses, at der er kommet flere spillere inden for kosmetikbranchen og ligeledes ses det, at Matas' aktie er faldet i værdi over en periode på 5 år¹. Det vurderes derfor interessant at undersøge nærmere, om værdien af aktien på nuværende tidspunkt er retvisende og ligeledes hvilke faktorer, der har spillet ind i forhold til dette fald.

¹ <https://borsen.dk/vaerktoejer/virksomhedsside/isin/0LNKMJHVGROMD/matlas.html>

Virksomhedspræsentation^{2 3}

Varemærket Matas blev dannet i november 1949 af **MAT**erialisternes **Aktie**Selskab, en gruppe materialister, som fandt ud af, at de kunne få mængderabat ved at indgå fælles indkøb. Dette var starten til Matas. I 1956 kom det første Matas logo til, hvor det blev tydeliggjort, at den enkelte materialistbutik tilhørte Matas. Året efter indgik Matas et vigtigt samarbejde med Steins Laboratorium, som også førte til, at der blev opstillet en regelsæt for, hvad Matas' produkter måtte indeholde. I 1967, altså 18 år efter Matas blev oprettet, kom et af deres vigtigste produkter til, nemlig stribe-designet. I 1974 var det helsekost, der var en trend og dette tog Matas til sig og kom med på bølgen. Det vil sige, at Matas var en af frontløberne under denne trend med deres vitaminprodukter, som indeholdt kosttilskud. Lige siden har forbrugeren efterspurgt sundhed og velvære, og dette har Matas kunnet give deres forbruger gennem Matas Natur brandet, som blev lanceret i 1989. Ved at vælge Matas Natur kan forbrugeren være sikker på at vælge et produkt som er certificeret med et til flere følgende indhold: ekstra rene, økologiske, naturlige, veganske eller særligt bæredygtig⁴. Den voksende efterspørgsel på sundhed og velvære førte til at Matas i 1993 kunne komme med et nyt produkt på marked kaldet Plaisir. Kun to år efter lanceringen af Plaisir fik Matas det anerkendte stempel The Nordic Ecolabel.

1990'erne var årtiet hvor miljøet for alvor kom til at spille en stor rolle for forbrugerne. Det så Matas hurtigt og oprettede Matas Retursystem. Her har forbrugerne mulighed for at komme retur med deres emballage og dermed være sikker på at det bliver genbrugt. Det var også i 1990'erne, mere præcist 1994, at Matas Miljøfond blev oprettet. Matas Miljøfonden varetager svanemærkeprodukterne. Dengang var to produkter svanemærket, hvorimod Matas i dag har ca. 90 svanemærkede produkter, som er deres egne produkter. Senest har Matas i 2001 lanceret en ny shop under navnet Matas MediCare, hvor Matas sælger deres egne produkter. Shoppens produkter er hudpleje, håndkøbsmedicin, sygepleje samt veterinære lægemidler.

Matas har gennem tiden oplevet tre forskellige ejerskab. Først som beskrevet ovenfor, hvor de enkelte materialister fandt sammen i **MAT**erialisternes **Aktie**Selskab. Efterfølgende den 28. februar 2007, hvor Matas overgik til at være en kapitalkæde ved salget til CVC Capital Partners.

² <https://www.matas.dk/historie-1>

³ Matas Årsrapport 2017/18 (1. april 2017 – 31. marts 2018)

⁴ <https://www.matas.dk/plaisir-intensive-anti-ageing-day-cream>

Senest er Matas blevet børsnoteret i juni 2013 på OMX Copenhagen. Mellem de to sidstnævnte ejerskab oprettede Matas i 2010 deres kundeklub Club Matas. Kun et år efter var Club Matas oppe på cirka 400.000 medlemmer. I 2012 blev navnet ændret fra Club Matas til ClubM, hvor de nu indgik et loyalitetskoncept med de stærkeste B2C virksomheder i Danmark. I 2012 var medlemstallet steget til over 1 million. I 2015 var det 3 ud af 4 kvinder i alderen mellem 18 og 60 år medlem af Club Matas. I marts måned 2018 blev Matas kåret af YouGov, til at være det 4. stærkeste danske brand blandt kvinder. Dette bundet blandt andet i, at Matas gennem tiden har været en stor og stærk aktør i detailhandlen, hvilket også har resulteret i at 99 procent af danske kvinder kender Matas.

I dag er der ingen af de privatejet Matas butikker tilbage. Alle er opkøbt og samlet i det børsnoterede selskab Matas. Matas har valgt at deres butikskoncept skal være nemt for forbrugeren at navigere rundt i og har derfor inddelt deres butikker i fire tydelige kategorier, som er oplistet nedenfor.

- *Beauty (Hverdags og luksusskønhedsprodukter samt personlig pleje, herunder kosmetik, dufte, hudpleje- og hårplejeprodukter)*
- *Vital (Vitaminer, mineraler, kosttilskud, specialfødevarer og naturlægemidler)*
- *Material (Husholdningsprodukter og personlig pleje, herunder produkter til rengøring og vedligeholdelse, babypleje, fodpleje og sport)*
- *MediCare (Håndkøbsmedicin og sygeplejeprodukter med videre)*

Ovenstående markeret med kursiv, er taget direkte Matas' årsrapport 2017/18, side 11 i den blå boks.

Matas har i dag stadig deres egne produkter som vedrører Stiberne, Matas Natur og Plaisir. Seneste er Plaisir, i 2018 blevet hædret som årets serie ved Danish Beauty Awards. Matas egne produkter er kendetegnet ved at pris og kvalitet hænger sammen, og Matas har stor fokus på at udfase kritiske indholdsstoffer i deres produkter. Matas måde er i dag at markedsføre sig til forbrugerne gennem deres fysiske tilbudsavis, som udsendes hver anden uge til cirka 60 procent af alle danske husstande. Matas markedsfører sig også gennem Club Matas som pr. 31. marts 2018 havde mere en 1,8 millioner medlemmer, hvor 1,5 millioner er aktive i Club Matas. Gennem Club Matas har Matas mulighed for at lave individuelt tilpasset kommunikation til medlemmerne, set på

medlemmernes købshistorik, samt på hvad køber søger på når de er inde i Club Matas. Dette har også medført at Club Matas kundetilfredshed er høj, og har gjort det de seneste par år. For regnskabsperioden 2017/18 lå den på 3,72, hvor 4 er meget tilfreds. Matas gør også opmærksom på dem selv gennem de sociale medier her er det primært Facebook og Instagram.

Problemfelt

Matas er en anerkendt butikskæde, som ligger over hele Danmark og på Grønland. De har de seneste år samlet alle deres butikker under deres kæde, så der ikke længere er nogle privatejede Matas-butikker tilbage. Derudover er Matas gået ud med en ny strategi, som hovedsageligt vedrører online handel. De fem seneste år har man kunnet se, at Matas har oplevet stor nedgang i deres aktiekurs jævnfør Børsen⁵. Aktiekursen lå på sit laveste sommeren 2018. Tiden før sommeren 2018, fremlagde Matas en ny strategi for at ændre denne udvikling. Matas' strategi går på, at de vil til at satse mere på at investere i modernisering af de fysiske butikker, samt have større fokus på netbutikken Matas.dk. Nedenfor kan ses aktiekursens udvikling over de seneste fem år.



Figur 1 - Jævnfør Børsen⁶

Der vil igennem denne opgave blive analyseret, vurderet og diskuteret. Mere præcist vil opgaven bestå af strategiske analyser samt en værdiansættelse af Matas. Med værdiansættelsen vil der blive analyseret på Matas, som en investering. Analyser og beregningen af værdiansættelse vil blive brugt til at estimere den mest pålidelige værdi, som skal sammenholdes med aktieværdien jævnfør Børsen.

⁵ <https://borsen.dk/vaerktoejer/virksomhedsside/isin/0LNKMJHVGROMD/matras.html>

⁶ <https://borsen.dk/vaerktoejer/virksomhedsside/isin/0LNKMJHVGROMD/matras.html>

Problemformulering

Er aktiekursen på Matas A/S aktie retvisende i forhold til den estimerede værdi af virksomheden jævnfør Børsens oplysninger den 1. april 2018?

Underspørgsmål

For at besvare problemformuleringen, er der blevet opstillet nedenstående underspørgsmål med henblik på blandt andet den strategiske analyse, regnskabsanalyse, budgettering og værdiansættelse af virksomheden.

1. Strategisk analyse:
 - a) Hvilken strategisk position har Matas på det danske marked, herunder de eksterne og interne faktorer der kan påvirke virksomheden?
 - b) Hvordan skaber Matas konkurrencemæssige fordele og værdi for virksomheden, samt hvilken konkurrence- og vækststrategi anvender de?
 - c) Hvilken økonomisk udvikling har Matas gennemgået de sidste fem år?
2. Budgettering:
 - a) Hvilken indflydelse vil den strategiske analyse og regnskabsanalyse have på den fremtidige budgettering, samt hvilke forudsætninger og antagelser er vigtige at medtage i budgettering?

Afgrænsning

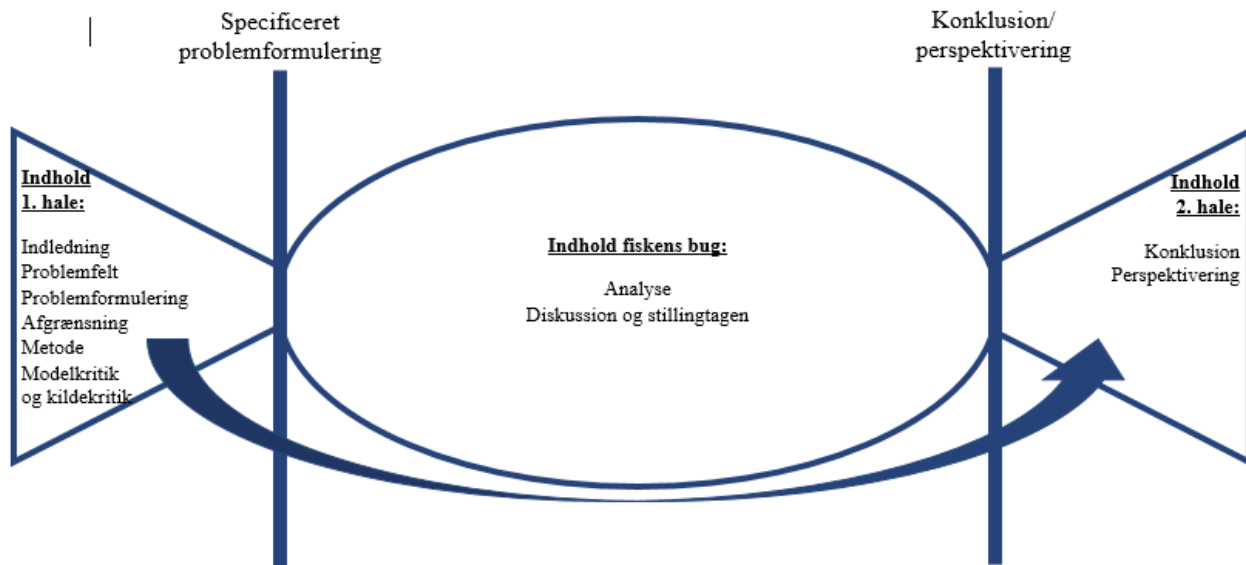
Der vil igennem opgaven blive afgrænset til offentligt tilgængelige data som for eksempel årsrapporter fra CVR.dk, artikler og lignende. Der er ikke kendskab til nogen interne data, som eventuelt ville kunne påvise en mere præcis markedsværdi, hvorfor der afgrænses til de sekundære data, der er mulige at indhente. Ligeledes vil der blive afgrænset til at anvende data på koncernniveau for Matas. Regnskabsanalysen er afgrænset til en periode fra 2013/2014 til 2017/2018, og værdiansættelsen vil blive afgrænset til at tage udgangspunkt i en budgetperiode over fem år. Ydermere vil de eksterne og interne analyser afgrænses til at omhandle butikker på det aktuelle danske marked, hvorfor der ikke vil blive inddraget udenlandske skønhed-, pleje- og helsebutikker. I forhold til modelanvendelsen, vil der ligeledes blive afgrænset til frit at kunne vælge mellem hvilke forhold i PESTEL-analysen, der vurderes at være mest relevant i forhold til at beskrive og samtidigt give det mest retvisende billede af Matas' omverden.

For regnskabsanalysens vedkommende vil der kun blive udvalgt de nøgletal, der bliver vurderet væsentlige for at give et retvisende billede af Matas, hvorfor der ikke vil blive udarbejdet en fuld Du-Pont pyramide.

I opgaven vil der blive taget udgangspunkt i aktiekursen pr. 1. april 2018, da den seneste årsrapport 2017/18 slutter pr. 31. marts 2018. Det vurderes at være det mest retvisende data at bygge budgetteringen og værdiansættelsen op omkring, da der er tale om faktiske realiserede tal. Det vurderes at der vil være for stor usikkerhed, samt skønsmæssige antagelser ved at finde aktiekursen pr. 1. april 2019. Ydermere ses det ligeledes at Matas i 3. kvartalsrapport 2018/19 har foretaget et opkøb af Firtal Group ApS, som er indregnet den 13. november 2018. Firtal Groups omsætning er derfor indregnet i Matas' omsætning, hvorfor det ikke giver et sammenligneligt billede med tidligere perioder. Dermed afgrænses opgaven til ikke at bruge Matas' offentliggjorte perioderegnskaber. Dog vil perioderegnskaberne blive brugt i forbindelse med budgetteringen, da det vil give en rettesnor til hvordan budgetteringen skal være det første år, som er 2018/19 og ligeledes fremadrettet.

Metodevalg

Til brug for disponering af opgaven, vil “Fisken med de to haler” blive anvendt. Se nedenstående figur.



Figur 2 - Harald Enderud m.fl., “Hvad er organisations-sociologisk metode”, 1984

Opgaven kommer til at bestå af tre sammenhængende dele. I fiskens første hale sker de indledende handlinger i form af valg og fravalg, før analysedelen kan påbegyndes. Den første hale indeholder som det første indledningen, beskrivelse af virksomhed, valg af virksomhed samt problemformuleringen. Herefter vil opgaven indeholde en beskrivelse af de metoder og modeller, som vil blive anvendt til analysedelen, samt begrundelse for valg af disse. Under afsnittet med metoder og modeller vil der også være et afsnit omkring de udfordringer, der har været i forbindelse med opgaven. Hertil vil der ligeledes blive udarbejdet en kritik af de valgte metoder og modeller, samt kildekritik.

Anden del af opgaven, hvilket er fiskens bug, vil indeholde de strategiske analyser, herunder eksterne og interne analyser, samt en regnskabsanalyse. Dette vil blive ført videre ud i en budgettering, som vil lede til en værdiansættelse.

Tredje del af opgaven, fisken anden og sidste hale, vil indeholde konklusion, hvor problemformuleringen endelig vil blive besvaret. Derudover vil tredje del af opgaven indeholde en perspektivering, som vil beskrive eventuelle andre områder som kunne have været interessant at belyse i forhold til at værdiansætte Matas.

Derudover vil opgaven indeholde en litteraturliste og bilag til opgaven.

Strategiske analyse

De strategiske analyser vil blive opdelt i endnu tre dele. Den første del vil bestå af Skydeskivemodellen, som vil blive anvendt til at analysere og identificere Matas' konkurrenter, samtidigt med at den vil belyse antallet af konkurrenter, i forhold til om der er mange eller få konkurrenter indenfor Matas' branche. Den anden del vil indeholde de eksterne analyser, hvorefter de interne analyse vil blive lavet, herunder en udvidet regnskabsanalyse. Der vil løbende blive lavet delkonklusioner. De strategiske analyser vil blive opsamlet i en SWOT-analyse, hvor de vigtigste punkter for Matas vil blive synliggjort, i forhold til hvad deres stærke og svage sider er, men samtidigt også hvilke muligheder og trusler de står overfor.

Den eksterne analyser

Til at analysere Matas' omverden vil metoden Porters Five Forces blive anvendt. Denne anvendes for at kunne belyse konkurrencesituationen inden for den branche Matas opererer i. Matas opererer inden for branche feltet skønhed, pleje og helse. Porters Five Forces består af fem områder, hvor disse vil blive analyseret hver især med henblik på at skabe et overblik over, hvor den største konkurrence er til stede for Matas. I forhold til om der er tale om truslen fra nye udbydere, eller om det er truslen fra allerede eksisterende konkurrenter.

Derudover vil opgaven indeholde PESTEL analysen, som bliver anvendt til at analysere Matas' omverden. PESTEL analysen er bygget op af seks forskellige forhold og ved brugen af denne analyse vil der, som forklaret i afgrænsning, blive vurderet om det er nødvendigt at anvende alle seks forhold til at analysere Matas' eksterne situation. Der vil være stort fokus på at benytte informationer fra Danmarks Statistik, da det her er muligt at lave udtræk over både forbrugers

økonomi, men også de erhvervsdrivendes økonomi, ligeledes hvordan forbrugeren bruger deres penge.

Som beskrevet i afgrænsningen, er der blevet afgrænset til aktuelle butikker i Danmark, hvorfor Porters Five Forces og PESTEL-analysen ligeledes vil blive indskrænket til kun at analysere det danske marked.

Den interne analyser

For at analysere Matas' interne forhold vil analysemodellen Porters generiske konkurrencestrategier blive anvendt. Matas' ny lancerede strategi fra november 2017, vil blive analyseret via Porters generiske konkurrencestrategier. Der vil blive analyseret på hvilken konkurrencestrategi Matas fører på markedet indenfor skønhed, pleje og helse. Det er vigtigt at få fastlagt en konkurrencestrategi, så virksomheden får tydeliggjort hvilken "vej", de har tænkt sig at følge i forhold til resten af branchen. For kun med en tydelig konkurrencestrategi kan man være mere sikker på at opnå succes med sine mål for virksomheden.

SWOT-analyse

Analysemodellen SWOT vil blive brugt som en opsamlingsanalyse. De ovenstående analyser vil blive samlet op i SWOT-analysen, hvor de vigtigste pointer vil blive trukket op i SWOT-analysen. SWOT-analysen giver et øjebliksbillede af Matas, samt hvordan Matas klarer sig i konkurrence med andre virksomheder indenfor branchen skønhed, pleje og helse.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen vil udelukkende blive lavet på historiske data. Regnskabsanalysen vil blive udarbejdet på de seneste fem års årsrapporter for perioden 2013/14 til og med 2017/18. Der vil blive analyseret på Matas' rentabilitet, vækst og risiko. Rentabiliteten og vækst analysen vil blive lavet som en udvidet analyse, som vil blive brugt til at belyse udviklingen for de seneste fem år, samt blive brugt til at spå om, hvilke indvirkninger det kan have på fremtiden. Regnskabsanalysen vil blive brugt til at kunne vurdere Matas finansielle resultater og økonomiske stilling, som videre skal bruges i budgettering og værdiansættelsen. Før regnskabsanalysen kan laves skal

resultatopgørelse og balance reformeres, så der på den måde vil opstå en klar adskillelse mellem driftsaktiviteten og finansieringsaktiverne. Derudover vil der blive taget udgangspunkt i den gennemsnitlige balance for de nøgletal, der vedrører balancetallene.

Risikoanalysen vil blive udarbejdet efter afsnittet med regnskabsanalysen. Risikoanalysen vil blive brugt til den videre analyse af budgettering og værdiansættelse. Der er tale om Matas' forretningsmæssige risici, her vil især afsnittet risikostyring⁷ fra deres årsrapport 2017/18 blive anvendt som kilde.

Budgettering

På baggrund af regnskabsanalysen, som vil indeholde en rentabilitetsanalyse samt en vækst analyse af Matas, estimeres et fremtidigt budget. Rentabilitets- og vækst analysen beskriver fortiden og den nuværende rentabilitet og vækst som den så ud pr. 31. marts 2018. Herigennem vil det være muligt i opgaven at lave budgettet ud fra den historiske udvikling, der har været i Matas, samt set i forhold til deres nye strategi som Matas har offentliggjort i maj 2018, med virkning fra november 2017.

Værdiansættelse

Virksomheder har brug for likvider for at kunne generere deres drift. Dette kan blandt andet ske via banklån. Hvis denne finansieringsmetode ikke er tilstrækkelig kan virksomheden skaffe yderligere kapital via virksomhedsobligationer eller aktier. For at kunne værdiansætte aktier og virksomhedsobligationer, skal virksomhedens kapitalomkostninger fastlægges. Kapitalomkostningerne for virksomhedsobligationer er den omkostning ved gælden, som er bestemt af den pris, obligationen handles til på børsen. Hvor kapitalomkostningerne for aktier er omkostningen ved egenkapitalen, som er bestemt af den pris, som aktierne handles til på børsen. Her i opgaven er det værdiansættelse af Matas' aktie, og det er dermed kun beskrivelse af værdiansættelsen af aktie, som vil fortsætte med at blive beskrevet samt analyseret, beregnet og konkluderet på. En aktie repræsenterer et ejerskab af en virksomhed, som ligger i virksomhedens egenkapital. Som aktionærer i en virksomhed har man ret til at modtage udbytte, som anses for at

⁷ Årsrapport 2017/18, side 16

være det afkast, man som investor forventer at få. Det afkast, man som investor forventer at få, er set i forhold til det afkast, investoren kunne have fået ved lignende eller alternative investeringer.

Værdiansættelse af en virksomhed kan gøres på tre måder, hvor der herunder er yderligere forskellige modeller, der kan anvendes. Metoden til at værdiansætte, også kaldet valueringsmetoder, kan ske ud fra en direkte valuering, relativ valuering eller den aktivbaseret valuering. Den aktivbaseret valuering bruges som ofte overfor konkurstruede virksomhed, hvor der skal ske et hurtigt frasalg af et til flere enkelt aktiver. Fordelene ved denne metode er, at man hurtigt kan få overblik over, hvor meget virksomhedens værdi er for den pågældende aktiv. Ulempen ved metoden er, at det er utroligt svært at vurdere værdien af virksomhedens enkelte aktiver. Da Matas ikke står som en konkurstruet virksomhed er denne metode ikke blevet valgt i opgaven.

Den relative valuering estimeres ud fra nøgletallene price/earning (P/E^8) og kurs/indre værdi (L/I^9). Denne metode forsøger at estimere om virksomheden er over- eller undervalueret sammenlignet med andre konkurrerende virksomheder. Fordelene ved denne metode er, at den relative valuering ikke er så afhængig af den præcise vækstrate, der er i samfundet. Ulempen ved metoden er, at det kan være svært at finde sammenlignelige virksomheder. I opgaven ønskes at finde den estimerede værdi for Matas per 18. marts 2019. Opgaven ligger dermed ikke op til at finde ud af om Matas A/S er over- eller undervalueret i forhold til deres konkurrenter, men mere hvad den estimerede værdi er for Matas per aktie per d. 18 marts 2019 målt op imod værdi jävnfør Børsen. Dermed fravælges også denne metode i rapporten.

Den sidste metode er den direkte valuering, som vil blive anvendt her i opgaven. Under den direkte valuering er der to modeller som kan anvendes. Der er dividend-discount modellen (DDM) og discounted cash flow (DCF). Den første model er dividend-discount modellen, denne model bygger sig op omkring udbetaling af udbytte. Teorien bag modellen er, at aktieværdien er lig alle fremtidige udbyttebetalinger diskonteret ved et passende afkastkrav fra investorernes side. Fordelen ved modellen er, at den tager højde for perioder med høj vækst. Ulempen ved modellen er, at den ikke kan benyttes, hvis der ikke udbetales udbytte i virksomheden.¹⁰

⁸ <http://investeringsbloggen.dk/price-earning-pe/>

⁹ <http://investeringsbloggen.dk/kurs-indre-vaerdi-ki/>

¹⁰ <http://investeringsbloggen.dk/dividend-discount-model-ddm/>

Ved Discounted cash flow fastlægger man værdien af en aktie ved at tilbagediskontere de pengestrømme, som aktien forventes at kunne genere i fremtiden. Til brug for denne tilbagediskontering bruges en rente, som afspejler den risiko, der er ved de fremtidige pengestrømme. I modellen bruges diskonteringsrenten, som beskriver det afkast som investorerne kræver. Det vil sige jo større risiko jo højere diskonteringsrente, som vil føre til en lavere nutidsværdi på aktien. Fordelen ved discounted cash flow modellen er, at den kan bruges til at valuere alle slags aktier, hvor, som skrevet ovenfor, dividend discount modellen kun kan bruges, hvis der udbetales udbytte. Her i opgaven vil det være discounted cash flow, som vil blive anvendt til at estimere markedsværdien af en Matas aktie per 18. marts 2019.^{11 12}

Derudover vil værdiansættelsen blive udarbejdet med afskrivningerne, hvilket betyder at det forventes at der investeres et beløb tilsvarende afskrivningerne, da det vurderes at afskrivningerne er et billede på værdiforringelsen af aktiverne. Under værdiansættelsen benyttes NPV formel i excelarket. Jævnfør Microsoft tilbagediskonteres nutidsværdi formelen til dato for hvor den første pengestrøm værdi slutter.¹³

¹¹ <http://investeringsbloggen.dk/tag/dcf/>

¹² <http://investeringsbloggen.dk/valueringsmetoder/>

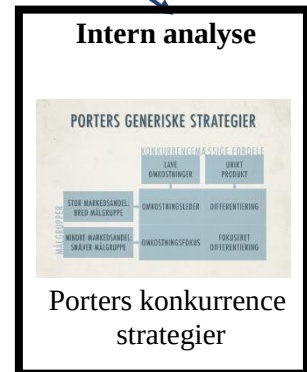
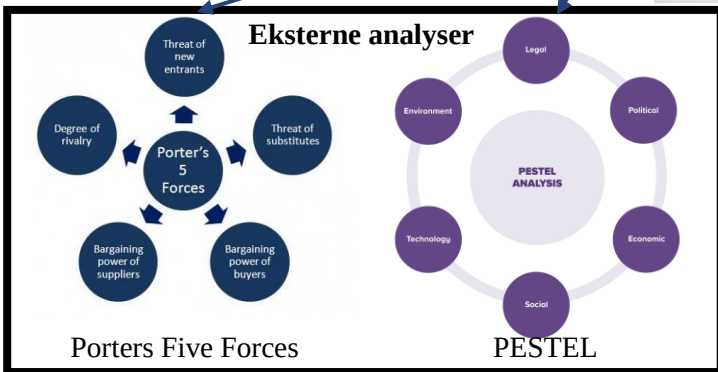
¹³ https://support.office.com/da-dk/article/funktionen-nutidsv%C3%86rdi-8672cb67-2576-4d07-b67b-ac28acf2a568?fbclid=IwAR3NJvyv6wJFYLB9jKG2Rh5MIEYN9CWAh0SMoQv-_xqMNj439bmvaDPjndY

Visualisering af metode

Virksomhedsbeskrivelse



Skydeskivmodellen



Regnskabsanalyse



SWOT

	HJÆLPSSOMME	SKADELIGE
INTERNE	STYRKER S	SVAGHEDER W
EKSTERNE	MULIGHEDER O	TRUSLER T

Risikoanalyse



Budgettering og værdiansættelse



Conclusion



Model- og kildekritik

Kritik af Skydeskivemodellen

Skydeskivemodellen bliver kritiseret for at være en forenklet model, hvilket betyder at modellen får kritik for ikke at have klar adskillelse mellem de forskellige kasser i modellen. Det vil sige at man som bruger af modellen kan opleve at det er svært at adskille og dermed nemt ville kunne analysere de forskellige kasser ind i hinanden. Denne kritik vil i opgaven blive udlignet gennem andre modeller der også analyserer konkurrenceforholdene indenfor Matas' branche.

Kritik af Porters Five Forces

Porters Five Forces bygger på fem parametre, hvor alle bliver vægtet lige højt, hvilket modellen bliver kritiseret for, da dette ikke gør sig gældende for alle virksomheder. Eksempelvis kan parameteret "Truslen fra nye udbydere" være relevant og vigtig inden for nogle brancher. Men da brancher er forskellige, er der også nogle brancher, der er dyrere at etablere sig i end andre, hvorfor dette parameter ikke vil være lige så vigtigt her. For at tilse denne kritik, vil parametrene blive vægtet i opgaven ud fra, hvad der er vigtigst for Matas.

Ligeledes er modellen også blevet kritiseret for, at den anser leverandører og forbruger som værende fjender over for virksomheden, hvor virksomheden skal være stærkere end disse. I de fleste tilfælde og i Matas' tilfælde, vil det til tider kunne være en fordel at se sine leverandører og forbruger, som samarbejdspartnere i stedet for fjender, da man her vil have mulighed for at opnå en fælles fordel, som vil komme til gavn for alle parter, hvilket ikke ville være muligt, hvis virksomheden modarbejdede dem.

Andre kritikpunkter for Porters Five Forces er, at modellen ikke kan bruges alene. Porters Five Forces er en model, der analyserer konkurrenter indenfor samme branche og kun analyserer på et øjebliksbillede af hvordan branchen ser ud lige nu.

Kritik af PESTEL

Et kritikpunkt for PESTEL-analysen er, at den fokuserer på fortiden og ikke medtager fremtiden. Dog vurderes det, at ved at kende sin fortid, har man nemmere ved at håndtere eventuelle udfordringer i fremtiden. En PESTEL-analyse er god til at klarlægge og identificere de eksterne

forhold, som har relevans for virksomheden, men endnu et kritikpunkt er, at analysen ikke kan hjælpe virksomheden til at bearbejde de eksterne forhold. Derudover er PESTEL-analyse en del af omverdensanalyse. PESTEL-analyse kan ikke stå alene, da den kun analyserer på de eksterne forhold, og der skal dermed andre analysemodeller ind som også belyser de interne forhold.

Kritik af Porters generiske konkurrencestrategier

Kritik af Porters generiske konkurrencestrategier er, at Porter selv mener, at for at en virksomhed kan have succes, skal virksomheden have placeret sig i en af de fire konkurrencestrategier. Porters generiske konkurrencestrategier er en model, der er fra 1980'erne, hvilket vil sige, der er sket stor udvikling i samfundet, siden denne model blev udviklet. Dette betyder også, at i dag kan en virksomhed godt have succes, selvom virksomheden aldrig har placeret sig i en af Porters generiske konkurrencestrategier. En af de helt store faktorer til at en virksomhed har blandingsstrategi skyldes udviklingen i teknologien. Ligeledes er det siden 1980'erne blevet nemmere og billigere at komme rundt, hvilket vil sige at produkterne kommer hurtigere ud til forbrugerne. Det vil sige at en virksomhed godt kan opnå succes ved at have en strategi, der går på høj kvalitet og lave omkostninger. Blandingsstrategi kaldes også for "luck in the middle". Et andet eksempel på, at en virksomhed godt kan føre blandingsstrategi, er hvis virksomheden har flere forretningsområder, hvorfor det derfor ikke er ligetil for den enkelte virksomhed at placere kun et sted i Porters generiske konkurrencestrategier. Her bør virksomheden gå ind og klarlægge en strategi på de tre niveauer, der som oftest findes i en virksomhed. Der er her tale om virksomhedsniveau, forretningsområde niveau og produkt- eller funktionsniveau^{14, 15}.

Kritik af SWOT-analysen

SWOT-analysen kan opfattes som en analysemodel der forenkler problemstillingerne i den pågældende virksomhed, samt at analysemodellen er en forældet og utilstrækkelig analyse. SWOT-analysen er en opsamlingsmodel og vil derfor aldrig blive bedre end det arbejde, der ligger

¹⁴ https://vinderstrategi.dk/2017/02/14/porters-generiske-strategier-hvordan-hvorfor/?gclid=Cj0KCQjwg73kBRDVARIsAF-kEH-ZndaqDUVz47N_k5umzXtXZ-IFoERbrgj7PU0RJ2l3rIHW5DG9mRAaArQNEALw_wcB

¹⁵ <http://marketingteorier.dk/porters-konkurrencestrategier-generiske-strategier>

forinden. Virksomheder uden fokusområder kan have svært ved at bruge modellen, da sådanne virksomheder vil kunne sætte mange punkter under hver af de fire grupper, og dermed kan det blive svært at lave en prioritetsrækkefølge. Derudover får SWOT-analysen kritik for ikke at være løsningsorienteret. Det vil sige, at virksomheden får et overblik over sine svagheder, styrker, muligheder og trusler, men får ikke en klar løsning for, hvordan svage sider kan ændres til styrker, samt hvordan trusler kan fraviges, og hvordan muligheder bedst muligt kan udnyttes fra virksomheden side. Dette kan dog løses ved, at virksomheden udarbejder en TOWS-analyse.¹⁶

Udfordringer ved værdiansættelsen

Igennem forløbet med værdiansættelsen af Matas har der været lidt udfordringer på vejen. Blandt andet var det udfordrende at skulle estimere salgsvæksten. Dette blev gjort i en simplificeret version, hvor der ikke er taget højde for renters rente ved beregningen af gennemsnittet af både den reelle vækst i BNP og ligeledes inflationen. Det udfordrende ved estimeringen af salgsvæksten, er at man skal ramme så tæt på virkeligheden, som muligt ved at “spå” ud i fremtiden.

Kildekritik

Modellerne, der er beskrevet ovenfor vil tage udgangspunkt i den litteratur, der har været opgivet i forbindelse med HD studiet. Ligeledes vil den modtagne information fra fagbøgerne blive suppleret med anden information fra eventuelle hjemmesider og andre fagbøger. Dette vil give opgaven et mere bredt informationsnetværk, og dermed vil der opnås så mange vinkler af den pågældende model som muligt. Kilder, der vil blive anvendt til især den interne side, vil være fra Matas’ egen hjemmeside og ledelsesberetningen fra årsrapporten 2017/18. Her bliver der set med en vis skepsis, da hjemmesiden og ledelsesberetningen bliver lavet, skrevet og opdateret af Matas, hvorfor det antages at Matas gerne vil fremstå bedst muligt. For at opnå mere neutrale øjne vil der blive brugt forskellige artikler fra aviser og blade, som både skriver godt og dårligt om Matas og om branchen og dermed også kan vurderes pålidelige. Dette vurderes at ville medvirke til et mere nuanceret billede af Matas.

¹⁶ <http://betabox.dk/2016/08/04/swot-analyse/>

Årsrapporten vil ligeledes blive anvendt til regnskabsanalysen, hvor der skal gøres opmærksom på, at datamaterialet er underlagt den underskrivende revisor fra Ernst & Young og dermed er lavet af tredjemand og ikke af Matas. Dermed vurderes denne kilde troværdig.

Skydeskivemodellen

Skydeskivemodellen anvendes til at identificere Matas' konkurrenter og ligeledes være med til at belyse hvor mange konkurrenter, der konkurrerer med den slags produkter, som Matas forhandler. Denne viden vil blive medtaget til videre brug til analysen af de eksterne forhold, hvor der under Porters Five Forces vil blive analyseret på konkurrencesituationen i branchen.

Skydeskivemodellen er bygget op af fire cirkler, hvor jo længere væk man kommer fra cirkelens midte jo bredere er konkurrencen. Det vil sige, at i cirkelens midte omhandler konkurrencen det samme produkt, som bliver forhandlet til den samme målgruppe. Herefter bevæger modellen sig ud i næste cirkel, hvor der blot er tale om samme kategori af produkter. I tredje cirkel arbejder modellen med produkter til de samme behov og i den yderste cirkel vil alle produkter komme i spil.

Samme produkt til samme målgruppe

Matas har et stort sortiment inden for produkter. De sælger alt fra kosmetik, parfumer, helse og begrænset udvalg af eksempelvis tøj. Her tænkes der på slippers, sandaler, strømper og strømpebukser mm. Ligeledes er deres målgruppe også lidt udefinerbar, da Matas' produktsortiment henvender sig til alle aldre, alle typer og generelt bare det almene menneske. Dog vurderes det at Matas primære målgruppe er kvinderne, for som de skriver i deres årsrapport, var over 70 procent af alle kvinder i Danmark medlem af Club Matas ved regnskabsåret 2017/18's udløb¹⁷.

Matas' konkurrenter inden for samme produkt og til samme målgruppe vurderes derfor at være primært supermarkedskæder, da disse kæder sælger mere eller mindre de samme produkter. Dog vurderes det også at butikker som H&M og Gina Tricot, vil udgøre konkurrenter inden for dette felt, da de ligeledes tilbyder de samme produkter, til den kvindelige forbruger, som Matas gør.

¹⁷ Side 9 i årsrapport

Samme produktkategori

I og med at Matas, som før nævnt, har et bredt produktsortiment, vil der derfor også være mange konkurrenter indenfor denne kategori.

Produkter til samme behov

Som før nævnt har Matas en meget blandet produktkategori. Dog vurderes det, at Matas grundlæggende sælger produkter til deres forbrugere med henblik på forskønnelse af forbrugeren selv. Det vurderes derfor, at Matas' produkter er med til at opfylde behovene i den næstøverste etage af Marslows behovspyramide¹⁸, hvilket er anerkendelse, hvor man som menneske begynder at få øget fokus på selvtillid og selvværd, når de tre nedenstående behov er opfyldt.

Dette behov kan man få opfyldt på flere måde, hvorfor det ikke kun behøver at blive opfyldt gennem anvendelse af kosmetiske produkter. Nogle opfylder for eksempel dette behov ved at undergå plastikoperationer og andre opnår det ved at købe en lækker bil, hvorfor det vurderes at Matas har mange konkurrenter inden for produkter til de samme behov, da det som før nævnt ikke nødvendigvis behøver at være kosmetikprodukter, der opfylder behovet for at opnå anerkendelse.

Alle produkter

Generelt set vil alle virksomheder kunne være konkurrenter inden for denne kategori, da Matas' i realiteten konkurrerer med de fleste virksomheder, om hvor forbrugerne skal bruge deres rådighedsbeløb. Men hvis der blot ses på Matas' produktsortiment, vurderes det stadig at Matas har mange konkurrenter inden for denne kategori, hvis der ses bort fra Matas' egne produkter, da disse kun forhandles i Matas' butikker. Dette begrundes ud fra, at den travle forbruger, som måske ikke går op i et bestemt mærke, lige så vel kan handle sine cremer og shampoos i eksempelvis Føtex samtidigt med dagligvarekøbene.

Delkonklusion

Efter gennemgang af de fire cirkler i skydeskivemodellen, vurderes det, at Matas generelt har mange konkurrenter, hvad enten der ses på modellens midte "Samme produkt til samme målgruppe" eller på modellen tredje cirkel "Produkter til samme behov".

¹⁸ <http://marketingteorier.dk/maslows-behovspyramide>

Da Matas' produktsortiment spænder så bredt, er der generelt set blot mange udbydere, hvor disse kun differentierer sig fra hinanden gennem deres brands og måde at markedsføre sig selv på. For Matas' vedkommende forhandler de både deres egne produkter og andres. Fordelen for Matas er, at hvis en forbruger er faldet for netop et af deres egne produkter, har forbrugeren kun mulighed for at handle det i butikken eller online på Matas' hjemmeside og eventuelt her kunne blive fristet til at shoppe yderligere og bruge flere penge. Dog er ulempen også at Matas forhandler produkter, som forbrugerne har mulighed for at købe flere andre steder, som for eksempel kan finde sted, når de handler deres dagligvare i Føtex eller Rema1000.

Analyse af eksterne forhold

Analyse af eksterne forhold

Porters Five Forces

Porters Five Forces er en model der anvendes til at danne et overblik over den branche, som virksomheden befinder sig i. I Matas' tilfælde er der, som sagt, tale om den branche, der forhandler personlig pleje, skønheds- og helseprodukter. Derudover giver modellen ligeledes et overblik over hvilke konkurrencemæssige kræfter, som virksomheden står overfor¹⁹.

Konkurrencesituationen i branchen

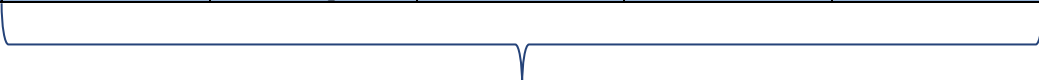
Før det er muligt at analysere konkurrencesituationen for Matas, er det vigtigt at forstå hvilket marked Matas befinder sig i. Dette vil blive bestemt ud fra nedenstående skema. Markedet bliver bestemt ud fra i hvor stor en grad af præference forbrugerne har til et produkt og ligeledes antallet af konkurrenter, samt størrelsen af disse.

¹⁹ <http://www.forklarmiglige.dk/porters-five-forces>

Antal udbydere	Én udbyder	Én stor og mange små	To	Få store og evt. nogle små	Mange
Graden af præference					
Homogent marked	Monopol	Delvis monopol	Duopol	Oligopol	Fuldkommen konkurrence
Heterogent marked		Diff. Delvis monopol	Diff. Duopol	Diff. Oligopol	Monopolistisk konkurrence



Markedsstruktur



Konkurrenceform

Tabel 1 - Egen fremstilling

Matas opererer, som før nævnt, inden for branchen af salg af personlig pleje, skønheds- og helseprodukter med mere. Det vurderes, at Matas derfor opererer på det heterogene marked. Dette begrundes med, at de fleste forbrugere er meget bevidste i deres valg af produkter, hvad end det handler om køb af mad, tøj eller skønhedsprodukter. Nogle forbrugere går op i prisen på produktet og andre går op i kvaliteten. Handel med for eksempel skønhedsprodukter med mere er ikke længere specificeret til en slags butik. Som før nævnt, kan man nu om dage anskaffe denne type produkter næsten alle steder. Alt fra supermarkeder til tøjbutikker, som også er begyndt at melde ind på dette område. Når der ses på antallet af udbydere, vurderes det, at Matas er inden for området med mange udbydere, da Matas både har konkurrenter inden for den fysiske handel, men ligeledes også har konkurrenter online.

Konklusionen af ovenstående gennemgang af markedet er, at Matas befinder sig i et heterogent marked med mange udbydere, hvorfor der tale om den monopolistiske konkurrenceform for Matas.

Truslen fra nye udbydere

Det vurderes at truslen fra nye udbydere er høj for den branche, som Matas befinder sig i. Matas er som før nævnt to ting. De er en virksomhed som sælger deres egne produkter, men samtidigt er forhandler af andres produkter. For begge disse afdelinger vurderes det, som sagt, at være nemt for nye udbydere at komme ind på markedet. For nye udbydere vurderes der heller ikke at være behov for den store kapital for at trænge ind på detailmarkedet. Ses der på det helt grundlæggende i at forhandle kosmetikprodukter, behøver man ikke andet end en hjemmeside og et opbevaringsrum til sine produkter, hvilket ikke vurderes at være så omkostningsfuld. Man skal kun

have kapital nok til at anskaffe sig varerne. Dog kan det vurderes, at det er lidt sværere at trænge ind på produktmarkedet med sine egne produkter. Dette vurderes stadig at være forholdsvis nemt, da det fx ses at mange kendisser, der har etableret et navn, ofte forsøger sig med deres egen skønhedsserie og parfumer. Det skal dog siges, at denne del vurderes at være mere omkostningsfuld end det at forhandle kosmetik produkter.

Leverandører og deres forhandlingsstyrke

For en virksomhed i skønhedsbranchen vurderes det, at der er mange forskellige leverandører, da der findes mange forskellige mærker inden for personlig pleje.

Der er i de senere år kommet stor fokus på miljøet, hvilket ligeledes gør sig gældende indenfor skønhedsbranchen²⁰. Det vurderes derfor, at leverandørernes forhandlingsstyrke er lav overfor virksomheder i skønhedsbranchen, da disse må indordne sig efter virksomhedens ønsker for hvad end det gælder arbejdsprocesser eller indholdet af råvarer i diverse produkter.

Den fremtidige vækst i Matas er afhængig af Matas' samt deres leverandørers evne til at kunne forudse fremtidens trends. Det vil sige Matas og leverandørerne skal have en føler ude i forhold til, hvad det er forbrugerne vil efterspørge næste gang og dermed kunne være på forkant med at tilbyde de ønskede produkter. Disse trends er vigtige for Matas og Matas' leverandører at få identificeret før deres konkurrenter. Det er derfor vigtigt at Matas fastholder en tæt og god leverandør forbindelse.

En stor risiko inden for leverandører og deres forhandlingsstyrke er, hvis en leverandør får dårlig omtale af for eksempelvis et produkt. Denne negative omtale vil også gå ud over forhandlerne herunder Matas, og deres stærke brand vil komme i svækkelse. Dette betyder igen, at det er vigtigt for Matas at have et tæt samarbejde med deres leverandører, samt at Matas holder øje med deres leverandørers produkter, samt hvordan de produceres.

Det vurderes derfor at leverandørers forhandlingsstyrke er middel.

²⁰ Note omkring fokus på miljøet + inklusiv skønhedsbranchen - mikroplast linket måske

Truslen fra udbydere af substituerende produkter

Som før beskrevet er der i tiden stor fokus på miljøet, hvilket har medført, at der de senere år er kommet stor fokus på indholdet af kemikalier i skønhedsprodukterne²¹. Både med tanken på hvad man udsætter sin krop for, men også i høj grad hvad man udsætter planet for. Det ses derfor, blandt andet på de sociale medier, at der er en trend, hvor flere og flere uploader videoer af, hvordan man kan lave sine egne skønhedsprodukter med produkter fra supermarkederne²².

Generelt set er truslen fra udbydere af substituerende produkter lav, da Matas har en stor produktportefølje og dermed udbyder en stor del af de produkter som også kan købes ved andre udbydere. Branchen personlig pleje, skønheds- og helseprodukter, som Matas arbejder indenfor er præget væsentlig af eventuel konjunkturudvikling. Det vil sige at under en lavkonjunktur vil Matas blive sat under pres i forhold til de produkter, som Matas udbyder, er nemme at købe billigere ved andre udbydere, her kan nævnes Normal. Det er derfor vigtigt at Matas styrker deres kundetilfredshed, og dermed skaber loyale forbruger.

Det vurderes derfor, at truslen fra de substituerende produkter er middel.

Forbrugerne og deres forhandlingsstyrke

Det vurderes at forbrugernes forhandlingsstyrke er stor, forstået på den måde, at der er mange udbydere, og hvis kunderne ikke kan få det de søger til for eksempel den rigtige pris, så foretager de blot købet ved en konkurrent. Der er derfor behov for et stort sortiment, således det er muligt at ramme flere forskellige forbrugere. Ligeledes vurderes det også, at forbrugerne begynder at stille større og større krav til, hvad produkterne indeholder, hvilket butikkerne og producenterne er nødt til at efterleve, hvis ikke de skal miste indtjening. Det vurderes derfor, at forbrugerne har meget at sige i forhold til hvilket sortiment, virksomhederne skal sælge. Det er derfor, som skrevet ovenfor, også vigtig for Matas at skabe loyale forbruger. Dette styrker Matas gennem deres kundeklub, Club Matas, hvor de kan lave mere direkte og præcis markedsføring til den enkelte forbruger.

²¹ <https://ing.dk/artikel/regeringen-vil-forbyde-mikroplast-kosmetik-222452>

²² <https://www.femina.dk/soendag/mode/skoenhed/saadan-laver-du-dine-egne-skoenhedsprodukter>

Truslen fra eksisterende konkurrenter på markedet

Det ses, at der den senere årrække er kommet flere og flere udbydere på markedet inden for denne branche. Som før skrevet er det udbydere som alt fra supermarkeds-kæder til tøjbutikker, der begynder at have deres egne kosmetikbrands. Ydermere er nethandlen også stormet frem de sidste par år, og derved er udbuddet af forhandlere inden for personlig pleje, som sagt, steget markant. Det vurderes derfor, at konkurrencen fra eksisterende konkurrenter på markedet er høj, da man som virksomhed i denne branche bliver nødt til at finde sin ”niche” at slå sig op på og markedsføre sig med. Virksomhederne skal være opmærksomme på, hvad der gør dem specielle, hvad enten det handler om pris, kvalitet eller for eksempel miljøvenlige produkter.

En anden trussel fra eksisterende konkurrenter på markedet er det nyere fænomen delebutikker. Det vil sige at to butikker slår sig sammen i samme bygning og dermed deler om huslejemkostninger med mere, samt kan trække på hinandens erfaring inden for handel, og endnu videre håber på at få glæde af hinandens omsætning, da det vil kunne skabe mere salg i begge butikker. Et eksempel på en delebutik er en blomsterhandler og frisør. De kan få glæde af hinandens forbruger, samt forbrugeren kan opnå mere effektivitet ved, at de kan købe flere forskellige produkter, som før i tiden var utænkelig at kunne købe samme sted til en god kvalitet. Det kan blive en forstærket trussel overfor Matas, hvis en ikke før konkurrerende virksomhed, som nævnt i eksemplet en frisør, slår sig sammen med en konkurrerende virksomhed til Matas, og forbrugeren dermed opnår en mere effektiv hverdag ved at vælge disse delebutikker frem for Matas. Matas vil dermed teoretisk set få flere konkurrenter på markedet.²³

23

https://www.retailnews.dk/article/view/654183/delebutikker_hitter_lukkass_og_lars_saelger_buketter_og_klipper_lokker

Vurdering af parametrene påvirkning

Ud fra ovenstående gennemgang af de fem parametre i Porters Five Forces, er der forsøgt at give en vurdering af hvilke parametre, der er vigtigst for Matas og i hvilken grad, de er vurderet vigtigst.

- Forbrugernes forhandlingsstyrke – 30 procent
- Truslen fra eksisterende konkurrenter på markedet – 30 procent
- Trusler fra nye udbydere – 20 procent
- Truslen fra substituerende produkter – 15 procent
- Leverandører og deres forhandlingsstyrke – 5 procent

Det vurderes at de parametre, der har størst påvirkning for Matas er ”Forbrugernes forhandlingsstyrke” og ”Truslen fra eksisterende konkurrenter på markedet”, da Matas hele tiden skal have stor fokus på, hvad forbrugerne ønsker lige i øjeblikket, og hvad der trender inden for skønhedsverdenen. Hvad enten det angår bestemte mærker eller om det for eksempel er miljøbevidstheden, og hvad produkterne indeholder. Derudover skal Matas også være bevidste om, hvordan de brander sig og markedsfører sig selv, så de adskiller sig fra deres mange konkurrenter, således forbrugerne ikke vælger dem fra og hopper over til de andre virksomheder i stedet.

PESTEL

PESTEL-analysen er en omverdensmodel, der anvendes til at analysere virksomhedens omverden. Der vil igennem denne analyse blive undersøgt, hvad der eksternt kan påvirke Matas, hvad enten det er positivt eller negativt. Analysen består af seks punkter, som hver især vil være med til at analysere de eksterne forhold for Matas.

Som det blev nævnt i afgrænsningen, ville der blive afgrænset til frit at kunne vælge mellem punkterne i PESTEL-analysen, som bliver vurderet mest centrale og vigtige for analysen af Matas’ omverden. Det er derfor blevet vurderet at punktet ”De teknologiske forhold” ikke vil være relevante for analysen af Matas’ omverden, da de arbejder inden for personlig pleje branchen.

De politiske forhold

Politikerne har over de seneste par år fået mere og mere fokus på miljøet og er begyndt at prioritere dette på deres dagsorden. Som virksomhed er der blandt andet en masse forhold der skal tages højde for, for eksempel når affaldet skal smides ud. Her skal det sorteres, således det, der kan genbruges, bliver genbrugt. Et andet eksempel er forbud mod mikroplast i kosmetikprodukter, det er især i skrubbecremer. Miljø og fødevarestyrelsen vil have lavet lovforslag omkring at forbyde mikroplast i kosmetikprodukter. Dette kan blive en omkostningstung lov for Matas, da de så skal gennemgå alle deres produkter og kontrollere om der er mikroplast i, og herefter tage mikroplasten ud og eventuelt finde et andet indholdsstof, der kan erstatte mikroplasten.

De økonomiske forhold

Danmark har længe været i et opsving, hvilket betyder, at der er vækst i Danmark, og at forbrugerne bruger flere og flere penge, og i den seneste årrække er privatforbruget steget. En prognose fra Danske Bank viser, at i 2018 har den gennemsnitlige dansker fået 605 kroner mere til privatforbruget, dette skyldes skattereformen fra begyndelsen af 2018, samt boligpriserne stiger, og flere kommer i arbejde. Det menes, at denne fremgang vil fortsætte ind i 2019.²⁴ Ligeledes udarbejder Danmarks Statistik en forbrugerundersøgelse årligt, som viser forbruget for en husstand med 2 voksne og børn. I 2017 lå forbruget på DKK 430.216, hvoraf der er blevet brugt DKK 9.512 på personlig pleje^{25 26}.

Ud fra Navne og Numre Erhverv ses det, at der er 1.337²⁷ virksomheder inden for branchekoden 477500-Detailhandel med kosmetikvarer og produkter til personlig pleje i Danmark. Alle disse virksomheder konkurrerer med hinanden om at få forbrugerne til at bruge dele af deres rådighedsbeløb netop hos dem. I dette tilfælde er der ikke indregnet de E-handel butikker, der kommer fra udlandet, som ligeledes sælger til det danske marked, hvilket medfører endnu større konkurrence.

²⁴ <https://danskebank.dk/privat/news/vi-har-flere-penge-til-os-selv>

²⁵ <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

²⁶ Se bilag 1

²⁷ <http://erhverv.nnmarkedsdata.dk.zorac.aub.aau.dk/Content/Search/SearchResult.aspx>

De sociale og kulturelle forhold

Kosmetik har eksisteret i mange år og stammer helt tilbage fra oldtidens Egypten, hvor de første fund af makeupperletter er fundet²⁸. Dette bevidner, at kosmetik i lang tid har været en del af menneskeligheden, dog med lidt bump på vejen, da kirken blandt andet i de tidlige kristne samfund gjorde det forbudt at anvende makeup, da de mente, at det ikke var muligt at forbedre Guds værk. Dette syn har sidenhen ændret sig, og hvor makeup førhen tilhørte de højere klasser, er det blevet mere en hverdagsting for flere mennesker. Personlig pleje har ligeledes været på en rejse fra at være en ting begge køn anvendte til at være en ting kun kvinder anvendte, til igen at blive en ting begge køn anvender, da mændene over de senere par år er blevet mere interesseret i personlig pleje²⁹.

Ud over interesse for personlig pleje fra begge køn, er folk blevet mere og mere sundhedsbevidste i deres generelle livsstil, når det for eksempel omhandler mad. Dette kommer nu også til udtryk i kosmetik verdenen, hvor folk går mere og mere op i, hvad der er i deres produkter, og hvad de udsætter deres krop for³⁰.

De miljømæssige forhold

Som nævnt før er folk blevet mere sundhedsbevidste og i takt med, at den politiske verden også er begyndt at have miljøet på deres dagsorden, har det medført, at folk er blevet mere opmærksomme på dette punkt og er begyndt at sætte krav til deres produkter i forhold til, hvad der er oplyst på ingredienslisten.

Forbrugerne kan sikre sig at deres produkter er miljøvenlige ved at gå efter Svanemærket eller EU-blomsten, som begge er miljømærker til non-food varer, hvilket produkter til personlig pleje ligeledes hører ind under³¹.

²⁸ http://denstoredanske.dk/Livsstil_sport_og_fritid/Sk%C3%B8nhedspleje/Hudpleje_kosmetik_og_parfume/kosmetik

²⁹ <https://bedrebusiness.dk/05/maendene-haler-paa-kvinderne-salget-skoenhedsprodukter-boomer-paa-nettet/>

³⁰ <https://forbrug.net/forbrugere-mere-bevidste-kemikalier-andre-skadelige-stoffer-skoenhedsplejen/>

³¹ <https://www.ecolabel.dk/da/blomsten-og-svanen/om-blomsten-og-svanen>

De lovmæssige forhold

Kosmetiske produkter er underlagt EU-lovgivningen, hvorfor der gælder de samme regler for alle EU-lande. Sker der ændringer hertil er det Miljøstyrelsen i Danmark, der skal sørge for at dette bliver overholdt af producenterne³². Dog viser det sig, at regeringen i Danmark vil være forud for EU og komme mikroplast i kosmetik til livs ved at forbyde salg af kosmetik med mikroplast i 2020³³.

Delkonklusion af eksterne forhold

De eksterne analyser beskriver den hårde konkurrence på markedet indenfor personlig pleje, skønheds- og helseprodukter. De er mange udbydere, dog er efterspørgslen også høj samlet set, da det er produkter, som ikke kan undværes i den normale husholdning. Matas ligger som en stor og tung konkurrent på markedet. De har opbygget sig et stærkt brand og god kundeloyalitet især gennem deres Club Matas. Det vil sige, de har forbrugerne, dog skal Matas hele tiden være på vagt over for især nye trends, der ligger ude i fremtiden. Det har vist sig op til flere gange, at hvis man ikke er klar til en ny trend, så bliver man sat af som konkurrent. Denne risiko prøver Matas at gøre så lav som mulig gennem sine leverandører og have så tæt et forhold til dem. Gennem Club Matas nedbringer Matas også risikoen i forhold til nye trends, da de gennem Club Matas har mulighed for at markedsføre sig mere specifik til den enkelte forbruger, og der igennem kan de se på deres søgning samt indkøb, hvad der er "hot" lige nu og her. I forhold til den eventuelle tunge omkostningsbelastning der kan komme i forbindelse med forbud omkring mikroplast i kosmetiske produkter, er Matas allerede med. De har udfaset mikroplast i alle deres egne produkter, og har dermed nedbragt risikoen for en eventuelle stor omkostning i fremtiden, derudover skriver Matas også selv, at de ikke sidder og venter på et forbud, men hele tiden prøver at være på forkant.³⁴ Matas vil have en forholdsvis stor risiko i fremtiden når højkonjunktoren bliver vendt til en lavkonjunktur.³⁵ Da Matas' produkter som analyseret i Porters Five Forces ovenfor kan købes billigere ved både nye som ved allerede konkurrerende konkurrenter på markedet. En anden

³² http://denstoredanske.dk/Livsstil_sport_og_fritid/Sk%C3%B8nhedspleje/Hudpleje_kosmetik_og_parfume/kosmetik

³³ <https://ing.dk/artikel/regeringen-vil-forbyde-mikroplast-kosmetik-222452>

³⁴ <https://www.matas.dk/sundhedsforhold>

³⁵ <http://nyheder.tv2.dk/business/2018-09-13-der-er-lagt-i-ovnen-til-en-ny-finanskrise-i-2020-siger-topoekonom-og-trump-er>

konkurrent, der også kan blive forstærket og dermed øge risikoen overfor Matas, er konkurrencen fra substituerende produkter. Altså produkter som forbrugerne køber i supermarkeder og dermed selv går hjem og laver for eksempel deres ansigtsmaske. De eksterne analyser viser tydeligt, at det er et konkurrencepræget marked, hvor man især som stor spiller som Matas hele tiden skal have en finger på pulsen og mærke efter, hvad der sker ude i de eksterne miljøer, for at de som den førende kæde ikke kommer til at sakke bagud.

Analyse af interne forhold

Porters generiske konkurrencestrategier

Porters generiske strategier er en intern analyse, som bruges til at analysere virksomhedens strategi. Hvis en virksomhed ikke kan finde sin plads i en af de fire muligheder, kaldes det for ”luck in the middle”,³⁶ som på dansk kaldes blandingsstrategi. Det menes, at disse virksomheder på langt sigt ikke vil kunne få succes, da de ikke har gjort sig klart hvilken strategi, de vil følge for at opnå succes. For at opnå bedst mulig succes skal virksomheden finde den rette strategi og dermed placere sig i en af nedenstående kasser. Videre i analysen, vil der komme en beskrivelse af omkostningsleder og differentiering, da Matas ligger i en af disse kasser.³⁷

³⁶ Fast forward strategi, side 84 (nederst)

³⁷ <https://vinderstrategi.dk/2017/02/14/porters-generiske-strategier-hvordan-hvorfor/>



Figur 3 - Fra bogen Økonomiske virksomhedsbeskrivelse, side 244

I Danmark er der fire egentlige kæder indenfor branchen for skønhed, pleje og helse. De fire kæder har tilsammen 349 butikker. Derudover er der en frivillig kæde med 27 butikker inden for branchen skønhed, pleje og helse.

De fire kæder består af Helsemin, Matas, Rituals Cosmentics, Stylebox og The Body Shop og den frivillig kæde er Helsam. Matas er den helt store spiller på dette marked. I 2017 havde Matas cirka 76 procent af de 4 samlede kæders butikker og 91 procent af kædernes omsætning.³⁸ Dette viser helt klart, at Matas ejer en stor del af markedsandelen i Danmark. Det vil sige, at i Porters generiske konkurrencestrategier ligger de i boksen "Stor markedsandel og bred målgruppe". Grunden til, at Matas appellerer til en bred målgruppe, er at de henvender sig til alle aldre og begge køn. I de efterfølgende afsnit, vil der blive set nærmere på, om Matas er i omkostningsleder- eller differentieringsboksen. Først vil der komme citater fra Matas' årsrapport 2017/18, som vil bruges til diskussion og endeligt bidrage til valget mellem de to bokse i Porters generiske konkurrencestrategier.

³⁸ Kæder i dansk detailhandel 2018

Matas udtaler følgende i deres årsrapport for 2017/18:

”....have fair priser på hverdagsvarer; og at modernisere flere butikker. Alt sammen med udgangspunkt i kunderne, således at Matas position som den ledende aktør på det danske marked styrkes.”³⁹

”Matas ambition for online er at være den ubestridte danske markedsleder inden for skønhed og velvære i 2023. I dag er markedet fragmenteret og Matas er blandt de tre største aktører.”⁴⁰

”Matas ambition om at være markedsleder skal blandt andet realiseres via et eksklusivt og omfattende sortiment, eksempelvis indenfor High-end Beauty, relevant kommunikation med kunderne, genkendelse på tværs af kanaler og et stærkt 'beauty community', hvilket alt sammen understøttes af smidige online oplevelser og hurtig levering.”⁴¹

”....tålmodigheden med tabsgivende butikker er kort.”⁴²

”.... Styrke butiksoplevelsen, kundetilfredsheden og indtjening. Eksempelvis vil en omfattende sortiment fornyelse skabe plads til nye brands og produkter, mens et styrket arbejde med pris og promotion vil sikre fair hverdagspriser og relevante tilbud. Arbejdet med strategiske leverandørsamarbejder intensiveres og fokus på 'House brands' øges yderligere.”⁴³

I omkostningsleaderboksen fokuserer man sin strategi mod minimering af omkostninger, hvilket vil sige, at virksomhedens produkter/services tilbydes til lavere priser end konkurrenternes. Ovenstående citater fra Matas' årsrapporter viser, at Matas har stor fokus på at kunne tilbyde produkter til hverdagspriser.

I differentieringboksen vil det sige at man fokuserer sin strategi mod en god forsknings- og udviklingsafdeling, kvalitetsprodukter, stærkt brand, loyale forbruger og fokus på design og service. Ovenstående citater fra Matas' årsrapporter viser at Matas har fokus på deres service overfor forbrugerne, hvor de ønsker at styrke deres kundetilfredshed. Derudover har Matas et stærkt brand, hvor 99 procent af alle danske kvinder kender Matas og ligeledes i 2018 blev Matas

³⁹ Side 5, spalte 1, 2. sidste afsnit

⁴⁰ Side 5, spalte 1, sidste afsnit

⁴¹ Side 5, spalte 2, øverst

⁴² Side 5, spalte 2, 2. afsnit

⁴³ Side 5, spalte 2, sidste afsnit

kåret til YouGov for at være det 4. stærkeste danske brand blandt kvinder. Matas har også fokus på at have kvalitetsprodukter, dette har Matas blandt gennem deres 'House brands', hvor mange af dem er svanemærket. Samtidigt vil Matas fremadrettet også udbyde et mere eksklusivt og omfattende sortiment. Matas har også stor fokus på et veluddannet personale, hvorfor de også selv uddanner elever, Matas sætter en ære i at give deres forbruger den bedste service, og dette vurderes kun at være muligt med veluddannet personale.⁴⁴

Med ovenstående beskrivelse af både omkostningsleder og differentiering, vurderes det at der er mere der taler for at Matas fører en differentiering konkurrencestrategi end en omkostningslederstrategi. Dette vurderes på baggrund af at Matas har flere fokusområder som passer til differentieringsstrategien end omkostningslederstrategien, da Matas har fokus på mere end bare at omkostningsminimering.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen vil blive lavet på baggrund af historiske data. Til bruge for udarbejdelse af regnskabsanalysen vil det være Matas' (cvr nr. 27528406) årsrapporter for perioden 01.04.2013/31.03.2014 til og med 01.04.2017/31.03.2018. Årsrapporterne som vil blive brugt til beregning af nedenstående nøgletal er koncernregnskabet, som vil sige at det både indeholder moder og døtres tal. Matas kæden bestod pr. 31. marts 2018 (årsregnskab afslutning) af 277 fysiske butikker, samt en associeret butik som ligger på Grønland. Derudover har Matas også en væsentlig aktivitet på nettet igennem matas.dk. Det er disse aktiviteter der indgår i årsrapporten for koncernen. Matas aflægger årsrapport efter IFRS og danske formkrav som er pålagt børsnoterede selskaber i Danmark. For hele analyseperioden har Matas aflagt efter IFRS og danske formkrav, så perioden er derfor sammenligning⁴⁵. I forhold til anvendt regnskabspraksis er der heller ikke sket ændringer over de sidste fem regnskabsår og perioden kan derfor også sammenlignes.

⁴⁴ <https://matas.career.empty.com/elev-i-matas>

⁴⁵ Matas årsrapport 2017/18, anvendt regnskabspraksis, side 43

Ydermere kan det i revisionspåtegningen læses at der ikke har været anledning til bemærkninger fra revisors side. Revisionspåtegningen understøtter også at der er tale om et retvisende billede for koncernens og selskabets aktiviteter og pengestrøm.

Gennemgang af resultatopgørelse og balance før reformulering af balance

Ud fra resultatopgørelsen ses det at omsætningen har ligget stabilt fra 2013/14 til 2017/18. Ligeledes ses det ud fra resultatopgørelsen at Matas har kunnet tilpasse deres direkte omkostninger i forhold til omsætningen, da det ses at bruttofortjenesten også ligger stabilt for perioden. For perioden 2013/14 til og med 2017/18 ses det at årets resultat giver overskud alle år. På balance siden under aktiverne ses det at varelageret er steget fra 607,3 millioner danske kroner i 2013/14 til 749 million danske kroner i 2017/18, hvilket skyldes at Matas har opkøbt associerede butikker, åbnet nye butikker samt lagt en bevidst strategi for at forøge varelageret for at sikre at andelen af udsolgte varer er minimal.

Det ses tydeligt at tilgodehavende fra salg er faldet fra 54,40 million danske kroner i 2013/14 til 7,1 millioner danske kroner i 2017/18, hvilket er et fald på 47,3 millioner danske kroner. Dette skyldes primært faldet af associeret virksomheder.

Egenkapitalen er vokset i perioden 2013/14 fra 2.599,90 millioner danske kroner til 2.620,90 millioner danske kroner i 2017/18, hvilket er en stigning på 21 millioner danske kroner. Dette skyldes at Matas, som før nævnt, har haft overskud og dermed har kunne udbetale udbytte til aktionærene samt overfører resultat til egenkapitalen.

Den langfristede gæld er faldet med 217,5 millioner danske kroner, hvor den korte gældsforpligtelse er steget med 98,6 millioner danske kroner. Samlet vil det sige at Matas i perioden 2013/14 til 2017/18 har afviklet deres gældsforpligtelser samlet set med 118,9 millioner danske kroner.⁴⁶

For at kunne finde Matas evne til at skabe værdi for deres aktionærer, skal der ske en reformulering af balancen, resultatopgørelsen og egenkapitalsopgørelsen. Det skal ske for at der kommer en tydelig adskilles mellem driftsaktiviteter og den samlede finansiering. Driftsaktiviteterne viser

⁴⁶ Egen opstilling i regneark

hvordan Matas anvender den kapital der er i virksomheden til at skabe værdi, altså overskud. Hvor den samlede finansiering viser hvordan Matas anskaffer sin kapital. Reformuleringen skal også videre bruges til værdiansættelsen der vil blive udarbejdet efterfølgende i opgaven.

Fra årsrapport til analysebrug

Årsrapporten som der bliver offentliggjort på for eksempel CVR.dk, kan ikke anvendes direkte til brug af regnskabsanalyse. Årsrapporten skal reformuleres, som skrevet ovenfor, for at der kommer en klar adskillelse mellem driftsaktiviteter og samlet finansiering. Det er den reformulerede balance og resultatopgørelse, som der skal bruges videre til nøgletalsanalysen af rentabilitet og vækst.

Der vil, som sagt, ske reformulering af følgende:

- Balancen
- Resultatopgørelsen
- Egenkapitalopgørelsen

Reformulering af balancen

For at kunne bruge Matas balance til analyseformål, skal denne som sagt reformuleres. Det vil sige at man flytter de regnskabsposter i balancen fra passivside, hvor der ikke er forrentningskrav, altså ikke rentebærende gæld, over på aktivside.

På aktivside er der i Matas' årsrapporter likvider, som er finansielle aktiver og vil dermed stå på en post for sig selv i balancen til analyseformål.

Dernæst kommer arbejdskapitalen, også kaldet WCR. Her vil det være driftsaktiver fra aktivside minus driftsforpligtelser fra passivside. Arbejdskapitalen i opgaven er sammensat af nedenstående regnskabsposter fra aktivside:

- Varebeholdninger
- Tilgodehavende fra salg
- Andre tilgodehavende
- Periodeafgrænsningsposter

Regnskabsposterne på passivsideen der medtages i arbejdskapitalen er følgende:

- Forudbetalinger fra forbruger
- Leverandørgæld
- Anden gælde

Ovenstående regnskabsposter, på passivsideen er dem, som ikke anses for ikke at være rentebærende gæld og bliver derfor medtaget under arbejdskapitalen.

Efter arbejdskapitalen kommer anlægsaktiverne, som også anses for at være driftsaktiver. Anlægsaktiverne består af immaterielle og materielle aktiver. Men i stedet for at være en del af arbejdskapital er de en del af anlægskapitalen.

Den sidste regnskabspost på på aktivsideen er hensættelser. Hensættelser fra aktivsideen anses også for at være driftsaktiver, samt hensættelser som der flyttes fra passivsideen anses som driftsforpligtelser. Hensættelsen på aktivsideen består af tilgodehavende selskabsskat. Hensættelsen fra passivsideen vil være den udskudte skat, som fratrækkes.⁴⁷

På passivsideen står egenkapitalen tilbage som kaldes for den ordinær egenkapital. Derudover er der de finansielle forpligtelser, som er den kortfristede og langfristede gæld som er rentebærende. Det er gæld til kreditinstitutter som her ses at være den væsentlige post.

Netto driftsaktiverne findes på følgende måde:

$$\text{Anlægskapital} + \text{arbejdskapital} + \text{driftsaktiver} - \text{driftsforpligtelser}$$

Den samlede finansiering findes derimod på nedenstående måde:

$$\text{Den ordinær egenkapital} - \text{finansielle aktiver} - \text{finansielle forpligtelser}$$

Finansielle aktiver minus finansielle forpligtelser giver netto finansielle forpligtelser. Balancen er blevet delt op så den er klar til blive analyseret, da der nu er opnået den tydelige adskillelse mellem driftsaktiver og finansielle som ønsket.

⁴⁷ Bogen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 210

Reformulering af resultatopgørelsen

Grunden til man laver en reformulering af resultatopgørelsen skyldes at den officielle resultatopgørelse kan indeholde to dele, også kaldet totalindkomst. Den ene del er driftsoverskuddet, altså netto driftsaktiver minus netto finansielle omkostninger. Den anden del er anden totalindkomst, som dækker over posterings der bogføres direkte på egenkapital og dermed ikke påvirker resultatopgørelsen. Dette kaldes en dirty-surplus accounting, hvilket vil sige at overskuddet i resultatopgørelsen ikke er fuldstændigt. Dermed går reformulering af resultatopgørelsen op i at finde den fuldstændige bundlinje for resultatopgørelsen, også kaldet clean-surplus accounting.

Det ses at i Matas' årsrapporter for 2013/14 til og med 2017/18, at de ikke har anden totalindkomst, som ikke er indregnet i resultatopgørelsen. Den næste opdeling af resultatopgørelsen, er at se på hvad der regnes med at være tilbagevendende indtægter og omkostninger, samt hvilken skattemæssige allokering der beregnes for at finde frem til det permanente overskud.⁴⁸

Resultatopgørelsen er klar til analysebrug og rentabiliteten og væksten kan nu beregnes og bruges til at skønne over virksomhedens fremtidige rentabilitet, hvilket vil blive anvendt til budgettering senere i opgaven.

Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalopgørelsen skal ikke reformuleres for at kunne bruge den til analyseformål, da der ikke indgår særlige posterings, som der bør tages hensyn til i forhold til at bruge den til regnskabsanalysen.

⁴⁸ Bogen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 217

Tilbageværende driftsoverskud af resultat før renter (EBIT)

Matas sælger kun gennem deres detailbutikker og online. Det er salg af vare direkte til slutbrugeren, hvorfor det hele indgår i omsætningen i driftsoverskuddet. Variable omkostninger fra omsætningen og ned til og med afskrivninger anses også for at være driftsomkostninger og skal dermed fratrækkes i det tilbageværende driftsoverskud af resultat før renter. Resultatet før renter vil derfor være omsætning fratrukket vareforbrug, kapacitetsomkostninger som indeholder andre eksterne omkostninger og personaleomkostninger og slutlig afskrivninger.

Tilbageværende nettofinansielle omkostninger og usædvanlige finansielle poster, efter skat

Posten tilbageværende nettofinansielle omkostninger indeholder permanente renteindtægter fra den likvide beholdning, samt rentekomkostninger fra kreditinstitutter samt amortisering af finansieringsomkostninger. Poster som hører under usædvanlige finansielle poster for Matas årsrapport er dagsværdiregulering af afledte finansielle instrumenter, samt rentegodtgørelse fra SKAT.

Skatteallokering

Det ses at selskabsskatteprocenten har været faldende i årene anvendt til regnskabsanalysen. I 2013 var selskabsskatteprocenten på 25 procent, hvor den indtil 2016 er faldet med 0,5 procent per år til 22 procent.⁴⁹

Rentabilitetsanalyse

For at kunne analysere nærmere på Matas regnskabstal vil der her nedenfor blive beregnet forskellige nøgletal. En stærk rentabilitetsanalyse udviser styrke overfor deres konkurrenter, samt sikkerhed overfor deres forbruger. Til brug for beregningen af nøgletal vil den udvidede Du-Pont-pyramiden blive brugt. Du-Pont-pyramiden anvendes til at skabe et overblik og en rød tråd gennem regnskabsanalysen. Til brug for at benytte Du-Pont-pyramiden bruges de reformulerede opgørelser

⁴⁹ <https://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene>

Egenkapitalforrentning

Egenkapitalforrentningen beskriver det afkast der har været i procent af egenkapitalen gennem regnskabsåret. Det vil sige at det er et nøgletal der ses ud fra et ejer perspektiv, altså et nøgletal der er relevant for aktionærerne. Egenkapitalforrentningen bliver beregnet på baggrund af den gennemsnitlig balance.

Formel for egenkapitalforrentning:

$$\frac{\text{Resultat efter skat}}{(\text{Egenkapital ultimo} + \text{egenkapital primo})/2}$$

Egenkapitalforrentningen for Matas over den udvalgte periode på fem år, har udviklet sig som vist her nedenfor:

Mio. kr.	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Egenkapitalsforrentning	12,98%	13,75%	12,95%	10,79%

Tabel 2 - Egen fremstilling

Egenkapitalforrentningen har over perioden ændret sig med -2,19 procent point. Det er en acceptable ændring. Dog kan man se i ovenstående tabel at i 2015/16 lå egenkapitalforrentningen på sit højeste med 13,75 procentpoint og hvor den falder i 2016/17 til 12,95 procentpoint og yderligere falder til 10,70 procentpoint i 2017/18. Egenkapitalforrentningen påvirkes af driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. Det vil sige at resultat efter skat er med til at rykke på brøken ligesom egenkapitalen, hvilket ses at stemme overens med at resultat efter skat har været faldende fra 2015/16 til 2017/18. Ud fra Du-Pont pyramiden kan egenkapitalforrentningen også udregnes via afkastningsgrad gange med finansiell gearing gange med skatteeffekten.

De ovenfor nævnte nøgletal vil blive beregnet nedenfor og det vil her kunne ses i hvilken af disse tre nøgletal som påvirker egenkapitalforrentningen negativt og dermed får den til at falde hen over analyseperioden.

Finansiell gearing

Finansiell gearing, viser at hvis virksomheden erstatter en del af egenkapitalen med gæld øges den finansiell gearing. Den finansielle gearing påvirkes af hvor stor gælden er i forhold til egenkapitalen. Jo højere gælden er i forhold til egenkapitalen, jo højere er den finansielle gearing.

Formel for finansiell gearing:

$$\text{Finansielle omkostningsforhold} * \text{finansielt strukturforhold}$$

Den finansielle gearing for Matas over den valgte periode på fem år har udviklet sig som vist i nedenstående tabel:

Mio. kr.	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Finansiell gearing	1,44	1,47	1,45	1,51
-Finansielle omkostningsforhold	0,88	0,93	0,92	0,95
-Finansielle struktur forhold	1,64	1,58	1,58	1,60
Skatte effekten	0,74	0,76	0,78	0,80

Tabel 3 - Egen fremstilling

Udviklingen viser at den finansielle gearing er steget 0,07 point gennem analyseperioden. Det betyder at Matas har optaget mere gæld i perioden. Det vurderes dog at den finansielle gearing ligger på et fornuftig niveau. Finansielle omkostningsforhold beregnes via resultat før skat divideret med årets driftsoverskud efter afskrivninger. Det ses at det er de finansielle omkostningsforhold der skyldes stigningen i finansiell gearing, da denne er steget med 0,07 point, som også er stigningen i den finansielle gearing. Nøgletallet finansielt strukturforhold beregnes ved at passiver i alt divideres med egenkapitalen, som beregnes ud fra den gennemsnitlige balance. Finansielt strukturforhold er faldet med 0,04 point, hvilket vil sige at det finansielle strukturforhold er med til at påvirke den finansielle gearings stigning. Det vil samlet sige at den finansielle gearing har en meget lille påvirkning på egenkapitalforrentningen. Dog vurderes det ikke at stigningen finansielle gearing er den væsentlige årsag til faldet i egenkapitalforrentningen. Den skattemæssige effekt er steget med 0,06 point, ligeledes her vurderes det ikke at være årsag til egenkapitalforrentningens fald.

Afkastningsgraden

Afkastningsgraden beskriver hvor mange penge Matas har givet i afkast på den investeret kapital. Afkastningsgraden måler den driftsmæssige rentabilitet. En måde at vide om ens afkastningsgrad ligger på et acceptabelt niveau er ved at sammenligne med den 10-årige statsobligation plus risikotillæg, da det vil sige at man sammenligner med markedsrenten. Beregningen af afkastningsgradens er baseret på den gennemsnitlige balance.

Formel for afkastningsgraden:

$$\frac{\text{Årets driftsoverskud før finansielle forpligtelser}}{(\text{Samlet driftsaktiver og finansielle aktiver ultimo} + \text{samlet driftsaktiver og finansielle aktier primo})/2}$$

Afkastningsgraden for Matas over analyseperioden på fem år har udviklet sig som vist her nedenfor:

Mio. kr.	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Afkastningsgrad	12,22%	12,23%	11,49%	8,89%

Tabel 4 - Egen fremstilling

Ovenstående beregning af afkastningsgraden viser en udvikling fra 2013/14 til 2017/18 på -3,33 procentpoint. Det vil sige at Matas har oplevet en faldende afkastningsgrad i perioden. Dog vurderes det ved sammenligning mellem afkastningsgraden og markedsrenten, altså den 10-årige statsobligation plus risikotillæg, at Matas' afkastningsgrad ligger markant over den 10-årige statsobligation plus risikotillæg for alle fem år, hvilket er positivt for Matas. Til brug for at fastsætte markedsrenten er Danmarks Statistik blevet brugt.^{50 51}

Med faldet i afkastningsgraden kan det nu analyseres at det er denne som har haft en negativ påvirkning på egenkapitalforrentning. Yderligere kan det analyseres hvad grunden til faldet i afkastningsgraden skyldes, hvilket kan det gøres ved at anvende Du-Pont pyramiden igen, som siger at afkastningsgraden også kan beregnes ved at gange overskudsgraden med aktivernes omsætningshastighed.

⁵⁰ <https://www.statbank.dk/statbank5a/Selectout/pivot.asp>

⁵¹ Se bilag 2

Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed, beskriver antallet af gange den samlede gennemsnitlige værdi af driftsaktiverne er blevet omsat pr. regnskabsår. Beregningen af aktivernes omsætningshastighed er baseret på den gennemsnitlige balance.

Formel for aktivernes omsætningshastighed:

$$\frac{\text{Omsætning}}{(\text{Samlet driftsaktiver og finansielle aktiver ultimo} + \text{samlet driftsaktiver og finansielle aktier primo})/2}$$

Aktivernes omsætningshastighed for Matas over analyseperioden på fem år har udviklet sig som vist nedenfor:

Mio. kr.	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
-Aktivernes omsætningshastighed	0,80	0,82	0,84	0,82

Tabel 5 - Egen fremstilling

Dermed kan man se at aktivernes omsætningshastighed stort set har været konstant over perioden, og dermed ikke har haft nogen negativ påvirkning på afkastningsgraden.

Overskudsgraden

Overskudsgraden, beskriver den procentvise udvikling af omsætning set i forhold til alle driftsaktiviteter, dog set bort fra de finansielle forpligtelser. Det vil sige at overskudsgraden viser hvor god Matas er til at tilpasse deres omkostninger til deres indtægt, for at kunne skabe det bedst mulige driftsoverskud.

Formel for overskudsgraden

$$\frac{\text{Årets driftsoverskud før finansielle poster}}{\text{Omsætning}}$$

Overskudsgraden for Matas over analyseperioden på fem år har udviklet sig som vist nedenfor:

Mio. kr.	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Overskudsgrad	15,33%	14,99%	13,72%	10,79%

Tabel 6 - Egen fremstilling

Overskudsgraden er faldet med 4,54 procentpoint i perioden. Faldet i overskudsgraden er et udtryk for at Matas ikke har været helt påpasselige med at tilpasse deres driftsomkostninger til deres

omsætning. Trods faldet i overskudsgraden viser den at Matas generer overskud. En overskudsgrad på 10,79 procent er acceptabelt.

Indtjeningsevnen

Indtjeningsevnen beskriver Matas' evne til at tjene penge, altså hvor god Matas er til at lave overskud, som dermed hænger sammen med overskudsgraden. Nedenfor vil der blive set på hvilke driftsomkostninger der er skyld i faldet i overskudsgraden. Det handler ikke bare om at have en omsætning, det handler også om at omsætningen er større end ens driftsomkostninger og dermed resulterer i at give et driftsoverskud for virksomheden. Denne funktion kaldes også for indtægts-/ omkostningstilpasning⁵².

Oversigt over indtjeningsevne:

Indtjeningsevne	2017/18	2016/17	2015/16	2014/15	2013/14
Nettoomsætning	102	104	102	103	100
Direkte omkostninger	104	103	101	102	100
Personaleomkostninger	111	110	105	102	100
Afskrivninger	122	107	102	99	100

Tabel 7 - Egen fremstilling

Ovenstående oversigt viser indekstallet for reformulering af resultatopgørelsen. Det vil sige det er kun driftsmæssige poster der er medtaget. Det ses at nettoomsætningen ligger på indeks 100 i regnskabsår 2013/2014 og stiger til 102,23 i regnskabsår 2017/18. Hvorimod omkostninger til personale og afskrivninger stiger mere i perioden end nettoomsætningen hvilket fører til forringet overskud, som påvirker overskudsgraden negativt. Den store stigning i personaleomkostninger skyldes hovedsageligt at der har været udskiftning i selskabets ledelse, hvilket har medført udskiftning af CEO, hvor der har været engangsomkostninger på 10,5 millioner kroner.

⁵² Bogen "Økonomisk virksomhedsbeskrivelse" 2. udgave af Charlotte Stisen Flyger, Ove Hedegaard og Preben Melander. Forlag: Jurist- og økonomforbundets forlag

Common size analyse

For at kunne analysere endnu mere på driftsomkostningernes udvikling hen over regnskabsanalysens periode, er analysemodellen common size anvendt. Den bruges til at se på hvor stor en procentdel af de enkelte omkostninger, der har ændret sig i forhold til den samlede omsætning. Common size analysen kaldes på dansk tidsserieanalyse. Den giver et indblik i hvordan indtægts-/ omkostningstilpasningen passer sammen. Samtidigt kan man også lave den på balancen og dermed se den procentvise ændring i driftsaktiver i forhold til den investeret kapital i Matas.

Common size analysen af Matas resultatopgørelse over de seneste fem regnskabsår:

Resultatopgørelse – Beløb i DKK mio.	2013/14		2014/15		2015/16		2016/17		2017/18	
Omsætning	3.344,5	100%	3.433,3	100%	3.426,1	100%	3.463,4	100%	3.419,1	100%
Direkte omkostninger	-1.803,2	-54%	-1.838,3	-54%	-1.821,6	-53%	-1.851,6	-53%	-1.869,8	-55%
Bruttofortjeneste	<u>1.541,3</u>	<u>46%</u>	<u>1.595</u>	<u>46%</u>	<u>1.604,5</u>	<u>47%</u>	<u>1.611,8</u>	<u>47%</u>	<u>1.549,3</u>	<u>45%</u>
-Andre eksterne omkostninger	-314,6	-9%	-292,3	-9%	-296	-9%	-302	-9%	-319,6	-9%
-Personaleomkostninger	-626,9	-19%	-642,2	-19%	-656,4	-19%	-689,7	-20%	-695,2	-20%
-Afskrivninger	-135,4	-4%	-134,3	-4%	-138,5	-4%	-145	-4%	-165,6	-5%
Resultat før finansielle poster	<u>464,4</u>	<u>14%</u>	<u>526,2</u>	<u>15%</u>	<u>513,6</u>	<u>15%</u>	<u>475,1</u>	<u>14%</u>	<u>368,9</u>	<u>11%</u>
Finansielle indtægter	0,9	0%	0,1	0%	7,1	0%	9,7	0%	10,9	0%
-Finansielle omkostninger	-83,4	-2%	-64,6	-2%	-43,6	-1%	-48,4	-1%	-30,6	-1%
Resultat før skat	<u>381,9</u>	<u>11%</u>	<u>461,7</u>	<u>13%</u>	<u>477,1</u>	<u>14%</u>	<u>436,4</u>	<u>13%</u>	<u>349,2</u>	<u>10%</u>
-Skat	-133	-4%	-121,4	-4%	-112,6	-3%	-97,7	-3%	-68,9	-2%
Årets resultat	<u>248,9</u>	<u>7%</u>	<u>340,3</u>	<u>10%</u>	<u>364,5</u>	<u>11%</u>	<u>338,7</u>	<u>10%</u>	<u>280,3</u>	<u>8%</u>

Tabel 8 - Egen fremstilling

Ovenstående tabel viser resultatopgørelsen over analyseperioden. Det kan ses at der har været stigning i de direkte omkostninger, afskrivninger samt personaleomkostninger. Det vil sige at alle tre poster har været med til at skabe en forringelse af overskudsgraden, hvilket ligeledes har påvirket afkastningsgraden.

Delkonklusion af intern forhold

Matas har mange styrker internt. Analysen Porters generiske konkurrencestrategier viste at Matas har et stærkt brand samt mange loyale forbruger. Derudover blev der også analyseret på at Matas har stor fokus på deres forbruger samt hvilken oplevelse de får i Matas' fysiske butikker samt på matas.dk. De interne analyser viser at Matas er en stærk virksomhed både økonomisk, men også med deres strategi, som differentiering. Matas har fokus på mere end bare at omkostningsminimere, de har som nævnt før stor fokus på deres forbruger. Matas' regnskabsanalyse viser at Matas hen over den femårige analyseperiode er blevet dårligere til at sætte deres omkostninger i forhold til deres omsætning, altså at omkostningsminimere. Det ses i den reformulerede resultatopgørelse at vareforbrug i procent af omsætning ligger på 54,69 procent 2017/18 og at kapacitetsomkostninger i procent af omsætningen ligger på 29,68 procent i 2017/18. Hen over analyseperioden har vareforbrug i procent af omsætningen været nede på 52,17 procent i 2015/16 og i 2014/15 lå kapacitetsomkostninger i procent af omsætningen på det laveste med 27,22 procent. At Matas er blevet dårligere til at omkostningsminimere ses også i deres nøgletal. Overskudsgraden, afkastningsgraden og ligeledes egenkapitalforrentningen er faldet, hvilket vil sige at Matas oplever svækkede nøgletal.

SWOT

SWOTten udarbejdes for at skabe et samlet overblik over den information, der er indsamlet efter udarbejdelsen af de eksterne og interne analyser. Analysen er med til at kaste lys over hvilke interne stærke og svage sider Matas har, men ligeledes også at kaste et lys over udefrakommende muligheder og trusler, altså hvilket eksterne forhold, som Matas ikke kan være med til at påvirke.

Styrker

Matas' styrke ligger i deres brede produktsortiment. Når en forbruger kommer ind i deres butik kan de købe produkter til ham, hende og børnene. De kan dermed handle mere effektivt og hurtig, som den enkelte forbruger har stor fokus på i deres travle hverdag. Derudover kan man også opleve høj service i Matas, da det er uddannet personale, man møder i Matas butikkerne. Personalet har stor viden om produkterne, hvad enten det gælder Matas' egen produktserie men også de forskellige leverandørernes produkter.

Matas har en stærk side igennem deres bevidsthed omkring miljøet. Matas er hele tiden i proces med at udvikle og forny deres produkter, og har blandt andet også et mål om at der skal være mindst en miljømærket variant inden for deres produktgrupper⁵³. Udover deres miljøbevidsthed har Matas også en stor styrke i at de har et godt og tæt leverandørsamarbejde.

På trods af at Matas har haft faldende omsætning, ses det stadig at de har en sund soliditetsgrad, hvilket er et udtryk, for hvor meget Matas, kan tåle at tabe, før Matas skal ud og se på for eksempel at øge deres fremmedkapital. Igennem hele analyseperioden for regnskabsanalysen har Matas' soliditetsgrad ligger på omkring de 50 procent, hvilket som forklaret under regnskabsanalysen, betyder at de kan tabe op til 50 procent, før det bliver kritisk for dem og at de skal undersøge at øge fremmedkapitalen.

⁵³ <https://www.matas.dk/miljoemaerkedevarer>

Svagheder

Matas har i de fleste nøgletal oplevet et fald, hvilket kan være et udtryk på svækket økonomi. Overskudsgraden er faldet med 4,54 procent point og afkastningsgraden er faldet med 3,33 procent point. Derudover kan man se at den finansielle gearing er steget hvilket vil sige at Matas har optaget mere gæld i forhold til deres egenkapital. Matas har fornuftige nøgletal sammenlignet med branchen og markedet, dog er det en svaghed at Matas oplever nedgang i deres økonomiske tal. En anden svaghed er Matas' fysiske butikkers åbningstider, hvor man som forbruger kan komme og få hjælp og vejledning til produkterne som Matas sælger. Matas har "normale" åbningstider ligesom for eksempel tøjbutikker, hvilket vil sige at Matas gør det mere "bøvlet" for forbrugeren at handle i deres butik, da det kan være svært for forbrugeren at nå forbi butikken i en travl hverdag. Her tilbyder de fleste supermarkeder, som før skrevet mange af de samme produkter, hvorfor det er nemmere for forbrugeren at handle dagligvare og personlig pleje på en gang. Dog har Matas forsøgt at afhjælpe denne udfordring, ved at man kan handle deres produkter på internettet.

Muligheder

Som beskrevet under PESTEL-analysen er Danmark inde i et opsving, hvilket som sagt medfører at danskerne bruger flere penge. Dertil ses det også at danskerne over de seneste fem år har brugt cirka 700 kroner mere på personlig pleje, hvilket er positivt for Matas, da de vil nyde godt af denne udvikling, hvis det bibeholder deres gode brand og dermed får forbrugerne til at vælge dem, i stedet for deres konkurrenter. En anden mulighed for Matas er at der er stor fokus på sundhed, som har været en tendens i de seneste år.. Dette er en mulighed for Matas' helseprodukter og vitaminprodukter.

Trusler

Som beskrevet under Porters Five Forces, er truslen fra eksisterende konkurrenter høj, da Matas har flere forskellige konkurrenter, i og med at de forhandler andre mærker men ligeledes også producerer selv. Derudover kan det også ses ud fra Porters Five Forces at der bliver ved med at komme nye udbydere på markedet, hvilket ligeledes er med til at presse situationen på markedet. Så på trods af at Danmark er i et opsving, hvilket er en mulighed for Matas, så er der stadig mange om buddet i forhold til forbrugernes anvendelse af deres penge.

En anden trussel for Matas er at selvom de har et bredt sortiment af produkter, er den stadig snæver i forhold til for eksempel Føtex eller Rema 1000, som har flere produkter inden for mange flere forskellige kategorier af produkter. Groft sagt kan man se Matas som en specialbutik sammenlignet med supermarkeder. En anden trussel er det nyere fænomen delebutikker, som vinder hurtigt frem på det danske marked. Med delebutikker har forbrugeren mulighed for at gøre deres shoppingtur mere effektiv og derved spare tid i en travl hverdag. Dette kan medføre at nogle forbrugere ville vælge Matas fra.

Ydermere er en trussel for Matas, at de opererer på et marked, hvor det er nemt at komme ind som ny udbyder. Som skrevet under Porters Five Forces kræver det noget mere kapital, at starte en fysisk kosmetik butik end det gør at være forhandler online. Det eneste de nye udbydere, som sådan ikke kan sælge og dermed ikke ville være trussel for Matas, er Matas' egen produktserie. Men ellers er der ikke nogen begrænsning for de nye udbydere for at sælge det samme sortiment, som Matas, selvfølgelig med forbehold for hvis ikke de kan indhente aftaler hos leverandørerne.

Risikoanalyse

En risiko er noget man som virksomhed, ved der kan ske og som kan påvirke virksomhedens værdi, både negativt og positivt. En risiko kan man ikke vide hvornår vil komme, samtidigt ved man som virksomhed heller ikke hvordan den vil påvirke virksomheden med sikkerhed. Dog kan man som virksomhed prøve og imødekomme en fremtidig risiko. Dette har Matas beskrevet i deres årsrapport, i forhold til hvilke risici de ser i fremtiden, samt hvilke risici der allerede nu befinder sig i et marked, som er i stor udvikling.

I Matas årsrapport for 2017/18 under ledelsesberetningen, kan man læse hvilke risici Matas ser virksomheden stå overfor. Derudover vil der blive set på om der er flere risici end dem der omtalt i årsrapporten.

- **Operationelle risici**

- Konjunkturudviklingen
- Brancheudviklingen
- Produkter og leverandører
- Produktansvar

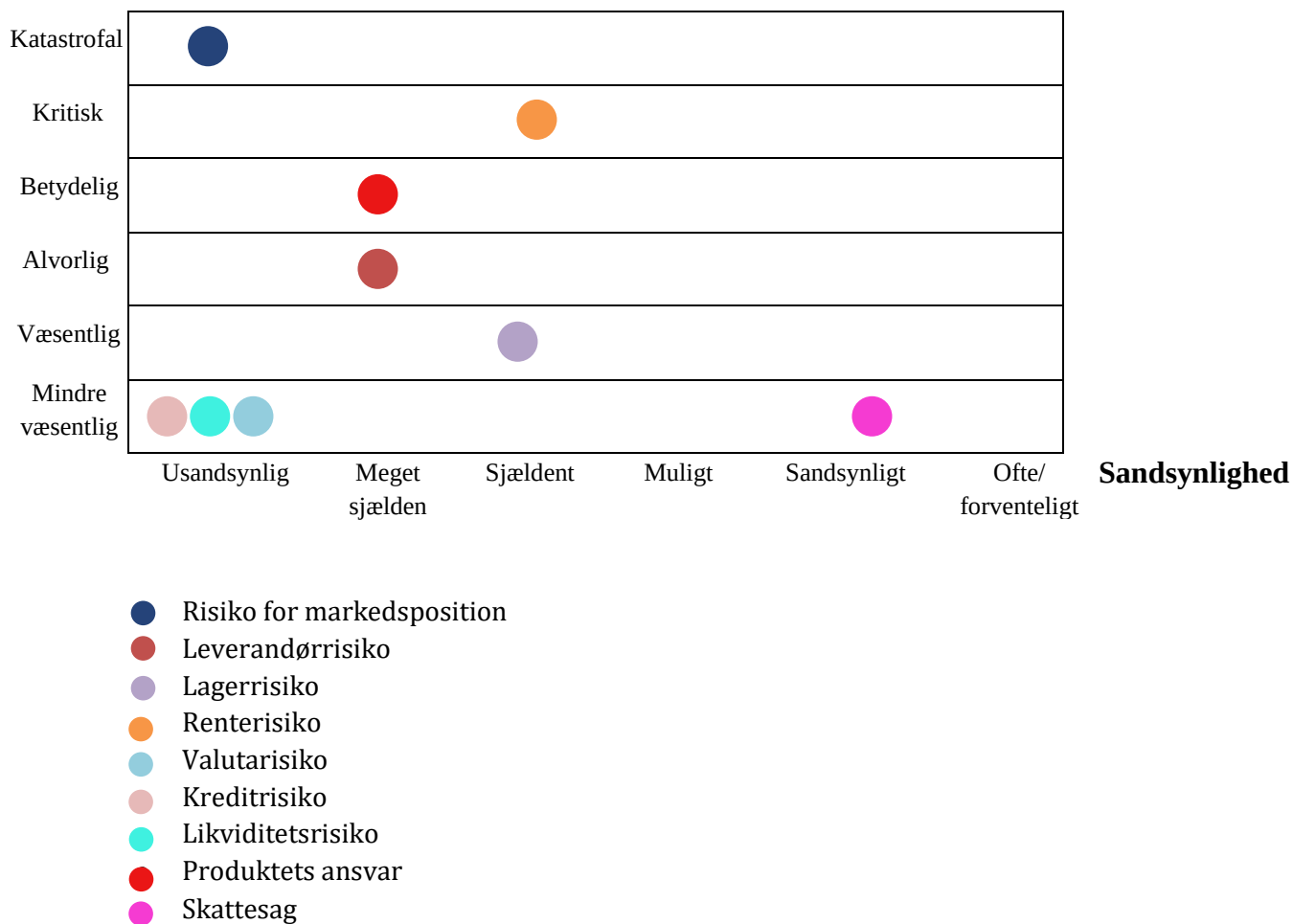
- **Finansielle risici**

- Skattesag
- Valuta
- Likviditet
- Kredit
- Renter

Risikomatrice

Risikomatricen giver et overblik over hvor Matas ligger i forhold til de risici der anses at være over for Matas. Nedenstående risikomatrice er bygget op i forhold til konsekvensen og sandsynligheden for at det sker. Matricen er et billede af Matas' risici her og nu.

Konsekvens



Figur 4 - Egen fremstilling

Operationelle risici

I årsrapporten fremhæver Matas konjunkturudviklingen. De nævner at de følger salget på daglig basis, så de kan reagere hurtig hvis der skulle ske ændringer i samfundet. Matas oplever at den danske forbruger er lidt tilbageholdende og Matas skal derfor være varsomme med ikke at få oparbejdet sig et for stort varelager. Konsekvens for denne risiko vil ske vurderes at være væsentlig, men sandsynligheden anses dog for at være sjælden. Dette skyldes at Matas har stor fokus på at

følge salget. Samtidigt ses det for at være næsten usandsynligt at der fra den ene dag til den anden, skulle være væsentlige ændringer i hvor forbrugeren vil handle deres produkter.

Branchen har mange aktører på markedet. Det vil sige at Matas, som før nævnt, har mange konkurrenter, som de skal holde øje med. Markedet oplever hele tiden at der kommer nye aktører på markedet. Her kan det nævnes, som også skrevet under de eksterne strategiske analyser, at tøjbutikker er begyndt at sælge skønhedspleje og personlige pleje. Matas skal dermed hele tiden have stor fokus på deres konkurrenter, men også på samme tid styrke deres egen position på markedet. Konsekvens for denne risiko vil ske vurderes at være katastrofal, men sandsynligheden anses dog for at være usandsynlig. Dog anses det for på nuværende tidspunkt at være helt usandsynligt. Dette begrundes ved at Matas er den største kæde på det danske marked, samtidigt med at de har et godt brand og stor synlighed ud ad til forbrugeren. En stor procentdel af danskerne kender til Matas og er medlem af deres kundeklub: Club Matas.

Risikoen over for Matas' leverandører, hvis en leverandør går konkurs eller modtager dårlig omtale, vurderes konsekvens for denne risiko vil ske betydelig, men sandsynligheden anses for at være meget sjælden. Grunden til dette er at Matas benytter sig af mange forskellige leverandører, samt har et stort sortiment i deres butikker samt på Matas.dk. De har dermed en bred vifte at vælge imellem og har dermed fordelt deres risiko ud på de mange forskellige leverandører samt produkter.

Matas' egne produkter bliver alle teste på Eurofins Steins Laboratorium⁵⁴ en gang om året. På denne måde sikre Matas sig for at alle deres egne produkter blandt andet ikke indeholder bakterier eller skimmelsvampe. Ved denne test nedbringer Matas deres risiko for produktansvar. Derudover har Matas tegnet almindelige forsikringer til eventuelle dækning af personskaade for forbrugeren der bruger Matas produkter. Konsekvens for denne risiko vil ske vurderes betydelig, men sandsynligheden anses for at være meget sjælden.

Samlet ses anses den operationelle risici for at være lav, grundet ovenstående beskrivelse af deres risikoområder.

⁵⁴ <https://www.matas.dk/eurofins-steins-laboratorium>

Finansielle risici

De finansielle risici for Matas er blandt andet vedrørende deres skattesag, som er tilbage fra 2006-2009. Her mener SKAT at der har været manglende rentekildeskat indbetalinger. Denne indbetaling laver Matas i oktober 2013. Matas er uenige i at de har skullet indbetale penge til SKAT og har indgivet dette i Landsskatteretten, som er ved at vurdere sagen. Matas mener at de står til at vinde sagen og dermed få penge retur. Konsekvens for denne risiko vil ske vurderes mindre væsentlig, men sandsynligheden anses for at være sandsynlig. Grundet Matas har indbetalt penge og dermed ikke står til at skulle betale beløbet på 76,6 millioner kroner, hvis de ikke vinder sagen.

Valutarisici ligger hovedsagelig i varekøb, som er knyttet til EUROen. Konsekvens for denne risiko vil ske vurderes mindre væsentlig, og sandsynligheden anses for at være usandsynlig. Grundet fast valutakurs princip over for EUROen.

Pr. 31. marts 2018 havde Matas 535 millioner kroner i uudnyttede kreditfaciliteter samt likvide midler. Dermed vurderes konsekvensen af denne risiko for at være mindre væsentlig, samt vurderes sandsynlighed for at være usandsynlig

Kreditrisikoen for Matas vurderes således at konsekvens for en sådan risiko vurderes til mindre væsentlig, samt sandsynligheden vurderes til at være usandsynlig. Grundet at Matas har tæt samarbejde med deres leverandører.

Den væsentligste risiko for Matas er renterisikoen. Rentemarkedet har de seneste år ligget på et historiske lavt niveau. Dette kan for fremtiden ikke være utænkelig at det vil forandre sig. En ændring i renten med 1 procent pro anno, vil betyde meromkostninger for Matas på 13 millioner kroner i den negative retning, hvilket vil medføre et forringet overskud. Måden Matas har sikret sig til dels mod denne risiko er ved at indgå aftale om renteswap, hvor renten er fastsat til 1,4 procent. Renteswappen blev indgået i 2013/14 med en hovedstol på 750 millioner kroner. For regnskabsåret 2017/18 er der opgjort en dagsværdi til -2,9 millioner kroner. Renterisikoen ligger på likvide beholdninger og gæld til kreditinstitutter, som er variable renter og påvirkes derfor af renteniveauet i samfundet samt på verdensplan. Konsekvens af denne risiko vurderes at være kritisk, og sandsynlighed vurderes for at være sjælden.

Samlet set anses den finansielle risici for at være lav for alle risikoområder på nær risikoen til renten, som vurderes til at være moderat.

Kapitalstruktur^{55 56}

Kapitalstrukturen giver et billede af det langsigtede forhold mellem egenkapitalen og den nettorentebærende gæld i virksomheden. Kapitalstrukturen kan også kaldes finansieringsstrukturen. Grunden til at kapitalstrukturen fastsættes er til brug senere i opgaven under værdiansættelsen, hvor den skal bruges til beregningen af WACC. Matas beskriver i deres årsrapport for 2017/18 at kapitalstrukturen til enhver tid skal bruges til at sikre den finansielle fleksibilitet, samtidigt skal kapitalstrukturen også bruges til Matas' nye strategiske målsætninger. Matas forventer med den nye strategi, som de igangsatte i regnskabsåret 2017/18, at ved dens udløb i 2022/23, at kunne generere betydelige frie pengestrømme. Denne frie pengestrøm vil Matas bruge til at nedbringe gæld, hvis Matas ikke har levet op til deres strategiske mål om at deres finansielle gearing skal ligge på 2,5 til 3, målt på den nettorentebærende gæld i forhold til EBITDA. Dog har Matas gjort sig overvejelser omkring at de godt ved at den finansielle gearing i strategiperioden godt kan komme til at overstige de ønskede 2,5 til 3, til over 3 i en kortvarig periode. Derudover forventer Matas at deres investeringer vil være en rentabel vækst, samt at de vil kunne udlodde overskydende kapital til aktionærene via udbytter. Matas forventer at deres udbytte til aktionærer vil ligge på et lavere niveau de kommende år grundet deres planlagte investeringer i den eksisterende forretning samt det nuværende finansielle gearingsniveau.

Matas' rentebærende gæld er hovedsageligt gæld til kreditinstitutter.

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Kapitalstruktur					
Egenkapital	2.599,9	2.643,5	2.658,3	2.572,5	2.620,9
Samlet rentebærende gældsforpligtelser	1.762,70	1.605,90	1.493,50	1.548,30	1.558,30
Egenkapital i procent	40%	38%	36%	38%	37%
Gældsforpligtelser i procent	60%	62%	64%	62%	63%

Tabel 9 - Egen fremstilling

⁵⁵ Årsrapport 2017/18, side 6 kapitalallokering og udbyttepolitik

⁵⁶ [http://denstoredanske.dk/Samfund, jura og politik/%C3%98konomi/Finans/kapitalstruktur](http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/%C3%98konomi/Finans/kapitalstruktur)

Tabel 9 viser at Matas' kapitalstruktur over analyseperioden ligger gennemsnitlig på:
Egenkapitalen: $\frac{2}{5}$
Gældsforpligtelser: $\frac{3}{5}$

Det vil sige at deres virksomhed er finansieret med $\frac{2}{5}$ egenkapital og $\frac{3}{5}$ rentebærende gældsforpligtelser netto set. Over analyseperioden ligger kapitalstrukturen forholdsvis fast. Det vurderes at Matas holder stor fokus på deres risiko i forhold til deres kapitalstruktur, grundet at den ligger på et stabilt niveau gennem hele analyseperioden. Jævnfør årsrapporten 2017/18 er risikostyring en fast del af ledelsesprocessen, hvorfor det vurderes at kapitalstrukturen ligger inden for en lav risiko, hvilket også begrundes ud fra at den har ligget stabil henover perioden.

Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen skal bruges til at kunne analysere på Matas likviditetsrisiko. Likviditetsanalysen vil blive delt op i to dele, hvor man på den ene del ser på den kortsigtede likviditet og på den anden del ser på den langsigtede likviditet. Den kortsigtede likviditetsanalyse bruges til at vise Matas' evne til at betale sine kortsigtede forpligtelser. Den langfristede likviditetsanalyse beskriver Matas' likviditets sundhed, samt om Matas har likviditet til at betale deres langsigtede finansielle forpligtelser.

Likviditetsanalysen vil også blive brugt til at analysere på om Matas har en finansiell matching strategi. Det betyder at der vil set på om Matas' langfristede investeringer bliver finansieret med langfristede midler, samt om den kortfristede investering bliver finansieret med de kortfristede midler. Hvis finansierings strategien ser således ud, som beskrevet ovenfor, vil det sige at Matas kan finansiere deres aktiver over dens levetid og dermed bliver risikoen lav. Matching strategien er ikke en dag til dag strategi, hvorfor den derfor giver et godt billede over om Matas har haft matching eller mismatch ved at se på det hen over hele analyseperioden. Måling af matching strategien er målt på arbejdskapitalen.

Matas' arbejdskapital over analyseperioden:

Mio. kr.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
WCR end of year	-121,10	-77,4	-172	-158	-127,30

Tabel 10 - Egen fremstilling

Som det ses i ovenstående tabel er arbejdskapitalen negativ. Arbejdskapitalen påvirkes af branche, forretningsmodel, niveauet og væksten i omsætningen. Matas' negative arbejdskapital vurderes at skyldes at Matas får penge fra deres forbruger før de betaler leverandørerne for de solgte varer. Dette vil blive anvendt til yderligere analyser af nøgletallene omsætningshastigheder for lager, kreditor og debitor. Før beregningen af disse nøgletal skal der analyseres på Matas' matching i forhold til netto langfristet finansiering og netto kortfristet finansiering.

Beregningen af den netto langfristede finansiering:

$$\text{Hensættelser} + \text{egenkapital} + \text{langfristede renteværende gæld} - \text{anlægsaktiver}$$

Under den langfristede finansiering er det antaget af hensættelserne er langfristede og dermed tages med under den netto langfristede finansiering. Dette gøres fordi hensættelserne vedrører udskudt skat og selskabsskat.

Beregningen af den netto kortfristede finansiering:

$$\text{Kortfristede rentebærende gæld} - \text{likvider}$$

Nedenfor ses den netto langfristede finansiering og netto kortfristede finansiering for Matas' analyseperiode over de seneste fem regnskabsår:

Mio. kr.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Netto langfristede finansiering	18,9	-81,20	-102,1	-181	-40,90
Netto kortfristede finansiering	-140	3,80	-69,90	23	-86,40

Tabel 11 - Egen fremstilling

For at kunne konkludere på om Matas lever op til matching strategien kan den netto langfristede finansiering sættes i forhold til arbejdskapitalen.

Formel for likviditetsforhold:

$$\frac{\text{Vareforbrug}}{\text{Lager}}$$

Dette giver følgende oversigt over analyseperiode:

Mio. kr.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Netto langfristede finansiering	-16%	105%	59%	115%	32%

Tabel 12 - Egen fremstilling

Det vil sige at i 2017/18 er 32 procent af de langfristede investeringer dækket af netto langfristede finansiering, hvilket vil sige at Matas ikke lever op til matchingprincippet. Dermed er der en forhøjet risiko for at Matas kan få likviditetsproblemer med at kunne betale den langfristede investering over dens levetid. Dog viser ovenstående tabel at Matas har kunnet matche deres netto langfristede finansiering i både 2014/15 og 2016/17. Dette kan påvirke risikoen til at være mindre høj, da Matas har vist de har styr på matching.

Styringseffektivitetens påvirkning af arbejdskapitalen

Lagerets omsætningshastighed er et af de nøgletal der kan beregnes i forhold til at se på styring af arbejdskapitalen. Lagerets omsætningshastighed viser hvor længe en vare ligger på lager.

Formel for lagerets omsætningshastighed:

$$\frac{\text{Vareforbrug}}{\text{Varelager}}$$

Mio. kr.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Lagerets omsætningshastighed	3	3	3	3	2

Tabel 13 - Egen fremstilling

Ovenstående tabel viser at lagerets omsætningshastighed er faldet hvilket betyder at Matas har fået en forhøjet liggetid på lager. Det vil sige at de i 2013/14 til og med 2016/17 har kunnet købe varer og omsætte dem 3 gange om året, hvor i 2017/18 lægger omsætningshastigheden på 2. Det vil sige at lagerets omsætningshastighed er i negativ udvikling og påvirker Matas' risikoanalyse med en forhøjet risiko. I årsrapporterne kan det også ses at varelager stiger for hvert regnskabsår, hvilket også giver den negative påvirkning på lagerets omsætningshastighed. Derudover kan det også

vurderes at det ikke er lagerets omsætningshastighed, som er den væsentlige årsag til at arbejdskapitalen er negativ.

Debitorernes omsætningshastighed regnet i dage bruges også til styring af arbejdskapitalen. Debitorernes omsætningshastighed viser den gennemsnitlig beregning af hvor hurtige forbrugerne er til at betale.

Formel for debitorernes omsætningshastighed regnet i dage:

$$\frac{\text{Omsætning}}{\text{Debitor}/365}$$

Mio. kr.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Debitorernes omsætningshastighed i dage	22.440,12	36.335,12	42.390,73	61.069,61	175.770,63

Tabel 14 - Egen fremstilling

Ovenstående tabel viser at debitorernes omsætningshastighed er kraftig stigende. Dette vil sige at Matas' forbruger betaler deres varer hurtigt. Der er sket nedgang i kreditdage, hvilket er meget naturligt da den private forbruger betaler for sine produkter med det samme i Matas' fysiske butikker, samtidigt sker der betaling via nethandel når produktet sendes fra varelageret. Det stemmer meget godt overens med at Matas ikke har store tilgodehavender, da det er salg til private, som udgør deres primære salg. Debitorernes omsætningshastighed i dage er den væsentligste årsag til at Matas har en negativ arbejdskapital, da Matas får penge i kassen med det samme, når en vare er solgt.

Varekreditorernes omsætningshastighed, altså det antal dage indkøb der ikke er blevet betalt på balancedagen

Formel for varekreditorenes omsætningshastighed:

$$\frac{\text{Varekreditor}}{((\text{Vareforbrug} + (\text{lager ultimo} - \text{lager primo}))/365)}$$

Mio. kr.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Varekreditorenes omsætningshastighed⁵⁷	106,89	96,31	117,01	114,02	109,83

Tabel 15 - Egen fremstilling

Ovenstående tabel viser det gennemsnitlige antal kreditdage, som Matas har til at betale sine regninger. Oversigten over varekreditorenes omsætningshastighed viser at Matas har været gode til at forhandle kreditoraftaler hjem, hvor der er lang kredittid.

Likviditetscyklussens længde i antal dage, som er opgjort herunder, viser debitorernes omsætningshastighed minus kreditorernes omsætningshastighed og viser et helt tydeligt billede på at Matas får væsentligt hurtigere penge ind for deres varer end de skal betale dem, hvilket medfører den negative arbejds kapital.

Mio. kr.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Debitorernes omsætningshastighed i dage	22.440,12	36.335,12	42.390,73	61.069,61	175.770,63
Varekreditorenes omsætningshastighed¹	106,89	96,31	117,01	114,02	109,83
Likviditetscyklussens længde i antal dage	22.333	36.439	42.274	60.956	175.661

Tabel 16 - Egen fremstilling

Den maksimale vækstrate beregnes for at finde ud af hvor Matas' maksimale vækst ligger, før de skal ud og ændre i en af de tre politikker: driftspolitik, kapitalstrukturen eller udbyttepolitik. Den maksimale vækstrate skal ses i forhold til væksten i omsætningen.

⁵⁷ Antal dages indkøb der ikke er blevet betalt på balancedagen

Formel for den maksimale vækstrate:

$$\frac{\text{Resultat efter skat}}{\text{Egenkapital primo} \cdot (1 - \text{udbetalingsforhold})}^{58}$$

Mio. kr.	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Self sustainable growth rate (SRG)		0,04	0,04	0,03	0,02
Vækst i omsætning		0,03	0,00	0,01	-0,01

Tabel 17 - Egen fremstilling

Ovenstående tabel viser at Matas' maksimale vækst ligger over væksten i omsætningen, hvilket betyder at Matas ikke har behov for en ændring af en eller flere af de før nævnte politikker: driftspolitik, kapitalstruktur og udbyttepolitik. Det vil sige at risikoen vurderes for at være lav.

Soliditetsgraden og likviditetsgraden

Soliditetsgraden beskriver hvor meget aktiverne i alt udgør af egenkapitalen. Det ses at der er sket løbende kapitalnedsættelser. Den seneste kapitalnedsættelse var i regnskabsåret 2017/18. Den 1. august 2016 var kapitalen på 95.728,730 kroner og den 31. juli 2017 nedsættes kapitalen til 95.728.730 kroner. Kapitalnedsættelsen er sket med henblik på at kunne udbetale udbytte til deres aktionærer. En anden årsag til at man som virksomhed kan vælge kapitalnedsættelse, er for at dække tidligere års underskud. Dette er der dog ikke tilfældet for Matas.⁵⁹ På CVR.dk fremgår det også at der udbetales udbytte til deres aktionærer grundet kapitalnedsættelsen.⁶⁰

En høj soliditetsgrad er et udtryk for at virksomheden kan tåle et stort tab uden at virksomheden skal ud over have øget sin fremmedkapitalen.

⁵⁸ Udbetalingsforhold er forholdet mellem hvad der bliver udbetalt som udbytte til hvad der overføres til årets resultat

⁵⁹ <https://hviidadvokater.dk/kapitalforhoejelse-kapitalnedsaettelse/>

⁶⁰

<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=27528406&soeg=matas&type=undefined&language=da>

Formel for soliditetsgraden:

$$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Aktiver i alt}}$$

Soliditetsgraden for Matas over analyseperioden på fem år, har udviklet sig som vist nedenfor:

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	%-point
Soliditetsgrad	47,38	49,53	50,01	48,81	49,42	2,04

Tabel 18 - Egen fremstilling

Soliditetsgraden har over perioden steget med 2,04 procentpoint. Over hele perioden ligger soliditetsgraden omkring 50 procent, hvilket vil sige at Matas kan tåle et tab op til 50 procent, før de skal ud og tænke i fremmedkapital. Det vil sige at Matas har en stærk soliditetsgrad over hele perioden.

Likviditetsgraden beskriver likviditeten i virksomheden. Det vil sige hvad forholdet mellem likviditeten i omsætningsaktiverne og de kortfristet gældsforpligtelser er. Dermed finder man ud af om virksomheden er i stand til at betale sine regninger.

Formel for likviditetsgraden:

$$\frac{\text{Omsætningsaktiver}}{\text{Kortfristet gæld}} * 100$$

Likviditetsgraden for Matas over analyseperioden på fem år, har udviklet sig som vist her nedenfor:

	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	%-point
Likviditetsgrad	116,61	103,70	103,07	92,88	107,79	-8,83

Tabel 19 - Egen fremstilling

Likviditetsgraden er over perioden på de fem år faldet med 8,83 procentpoint. Det vil sige at Matas har fået en forringet likviditetsgrad. Dog ses det også tydeligt at Matas har en solid og flot likviditetsgrad. Dette fremgik også af analysen at soliditetsgraden hvor man kunne se at Matas kan modstå et tab helt op til 49,42 procent før Matas skal ud og se på alternative måder at kunne betale deres regninger.

Delkonklusion af risikoanalysen

Analysen af risikomatricen viser at de fleste risici ligger inden for en risiko der ikke vil kunne have den store påvirkning for Matas' fremtidig drift. Den risici som Matas jævnfør matricen, skal have særlig fokus på er renterisikoen, da den anses for at være den største risiko som Matas har lige nu og her. Ligeledes ses det i årsrapporten for 2017/18 note 29 side 66 at renteswappen udløber i 2022/2023, hvorefter den sikre rente forsvinder hvis ikke at der aftales en ny renteswap. Gennem risikoanalysen vurderes grunden til at Matas har flest risici, som vurderes til at være lave eller nærmest ikke eksisterende, skyldes at Matas holder øje med deres risici og ikke kun lader omverdenen påvirke hvornår og hvor stor risikoen for at der kan ske noget uventet vil ramme Matas. Summariske set betyder det at risikoprofilen anses for at være stabil.

Risikostyring på kapitalstrukturen følges tæt af ledelsen. Som skrevet ovenfor har den ligget tæt på konstant over hele analyseperioden med $\frac{2}{5}$ egenkapital og $\frac{3}{5}$ gældsforpligtelser. I forhold til gearingen som i analyseperioden stiger fra 1,44 i 2014/15 til 1,51 i 2017/18, ligger denne også under Matas' mål om at have en gearing på mellem 2,5 til 3. Det vil sige at der vil kunne ske en forskydning i kapitalstrukturens fordeling mellem egenkapitalen og gældsforpligtelser.

Risikostyringen på likviditeten viser at Matas har kunnet matche deres langfristede gæld med deres langfristede investerede aktiver. Dog har dette ikke været tilfældet i regnskabsåret 2017/18. Matas står over for en stor investeringsplan på 600 millioner kroner, som de skal have tilpasset således at den langfristede gæld matcher de langfristede investeringer. Dermed vurderes der at være en forhøjet risiko på likviditetsstyringen. Den forhøjede risiko i likviditetsstyringen ses også i den forringet likviditetsgrad, som er faldende henover analyseperioden. Soliditetsgraden ligger over hvad den lå på i 2013/14 i forhold til 2017/18. Dog var soliditetsgraden på dens højeste i 2015/16 med 50,01 procent og hvor den i 2017/18 ligger på 49,42 procent. Det vurderes at være en solid soliditetsgrad og at Matas formår at styre deres soliditetsgrad da den har ligget forholdsvis stabil hen over perioden.

To scenarier

Der vil under budgetteringen og værdiansættelsen blive opsat to scenarier. Det ene scenarie vil blive bygget op omkring en positiv fremtid, hvor det forventes at der ikke sker den store ændring i de værdier, som ses på nuværende tidspunkt, som anvendes til at beregne WACC'en. Samtidigt vil scenariet tage udgangspunkt i Matas' forventninger og planer for den fremtidige økonomi. Det andet scenarie vil have et mere pessimistisk syn på fremtiden, hvor der eventuelt kunne spekuleres i en kommende lavkonjunkturperiode. Der vil blive indhentet artikler fra økonomer der udtaler sig om den fremtidige økonomi, til at estimere værdierne, der anvendes til budgetteringen og værdiansættelsen. De to scenarier udarbejdes for at kunne komme med det bedste estimeret bud på værdien af Matas' aktie. Ydermere vil der i begge scenarier arbejdes med to forskellige WACC's. En WACC for budgetperioden og en for terminalperioden. Dette skyldes at terminalperioden fortsætter i al evighed og derfor vurderes det at det kan have stor indflydelse på værdien om der er et positivt syn på fremtiden eller et pessimistisk syn.

Budgettering

For at kunne udarbejde en værdiansættelse af Matas, vil der blive opstillet et budget over Matas' fremtidige pengestrømme. I teorien burde budgetperioden være uendelig, da værdiansættelsesmodellerne alle er baseret på neddiskontering, men der vil i stedet blive anvendt en begrænset budgetperiode, da det i praksis ikke er muligt at udarbejde uendelige budgetter i excel⁶¹.

Budgetperioden starter med regnskabsåret 2018/19 og fortsætter til det tidspunkt, hvor det ikke længere giver mening at udarbejde forecast i stedet for at antage at regnskabsposterne fremadrettet vil vokse konstant. Nedenfor er der oplistet fire betingelser, der skal være opfyldt for forecasten, før terminalperioden kan begynde.

1. *Væksten i salget må falde til konstant vækstrate.*
2. *Overskudsgraden må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1), at driftsomkostningerne vokser med samme rate som salget.*

⁶¹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang - s. 318

3. *Den samlede omsætningshastighed må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1), at netto driftsaktiver vokser med samme vækstrate som salget.*
4. *Den finansielle gearing må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med (1) og (3), at netto finansielle forpligtelse vokser med samme vækstrate som salget.*

Ovenstående markeret med kursiv, er taget direkte fra "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang" - s. 318.

Når ovenstående betingelser opfyldes samtidigt, vil det sikre at der opnås samme vækstrate for alle posterne i budgettet, som ved væksten af salget. Selvom der står beskrevet at ovenstående betingelser skal være konstante er dette ikke realistisk, da alle betingelse konstant vil ændre sig, men det er blot vigtigt at de ikke afviger fra det konstante forudsatte forløb systematisk⁶².

Der er flere forhold der spiller ind i forhold til længden af budgetperioden, dog er de to vigtigste forhold følgende:

- Perioden skal være lang nok til at sikre en hvilken som helst form for overnormal salgsvækst vil forsvinde.
- Perioden skal ligeledes også være lang nok til at sikre at overnormale overskud vil forsvinde⁶³

Udover ovenstående forhold baseres en budgetperiode ligeledes på forholdene i den specifikke branchen, hvorfor det er vigtigt med analyser af vækstudsigterne for branchen. Figuren nedenfor er fra Lundholm og Sloan (2007) og er blot vejledende, men belyser tre vigtige pointer og giver samtidigt et overblik over nogle grove tommelfingerregler, der kan anvendes til beslutningen om budgetperiodens længde.

⁶² Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang - s. 319

⁶³ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang - s. 320

		Vækstudsigter for branchen		
Virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, men kun på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, og på lang sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 5 - Fra bogen Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 320

Som før nævnt er Matas' branche Skønhed-, personlig pleje- og helse, og det vurderes ikke at der er nogen virksomhedsspecifik konkurrencemæssige fordele heri, samtidigt vurderes det at de opererer i en moden branche, da Matas er et veletableret produkt, der har eksisteret i 70 år, hvor der ligeledes er stabile efterspørgelsesforhold. Det vurderes derfor at en budgetperiode på fem år, vil være mest retvisende for Matas, dog med forbehold for at denne periode kan revurderes i forhold til om budgettet bliver retvisende for fremtiden. Ligeledes vurderes det at forholdene fra de strategiske analyser, vil kunne inddrages i budgetperioden på de fem år, hvor det vurderes at en længere periode ikke vil medgive et bedre forecast end forudsætningen om den konstante vækstrate.

Terminalperioden

I ovenstående afsnit blev der gennemgået de forhold, som er vigtige at tage højde for ved budgetperioden. For terminalperioden er der ligeledes nogle forudsætninger der er vigtige at tage højde for, da det ellers kan have stor effekt for den totale værdi. Den vigtigste forudsætning er beskrevet nedenfor, men derudover er det også vigtigt at tage højde for niveauerne for overskudsgrader og omsætningshastigheder.

Salgsvækstrate - Det er her vigtigt at salgsvæksten ikke er større end den langsigtede vækstrate for økonomien i terminalperioden, hvis det forudsættes at virksomheden i al evighed vil vokse mere end økonomien som helhed, da dette vil medføre at den kan komme til at udgøre hele økonomien. Hvis virksomheden derimod forudsætter at vokse med en vækstrate som er mindre end økonomien, vil den ende med at kunne forsvinde helt. Som regel forudsættes det at virksomheden vokser med en rate der er lig vækstraten for økonomien, da virksomheden derfor vil forholde sig relativt til økonomien som helhed.

Budgettering af driftsaktiviteten

Formålet med budgettering af driftsaktiviteten er at sikre at der ikke bliver overset nogle elementer i budgetteringen. Elementerne der budgetteres i forbindelse med budgettering af driftsaktiviteten er følgende: salg, driftsoverskud og investering i netto driftsaktiviteter. Budgetteringen af disse elementer er alle med til at understøtte den budgetterede udvikling i salget⁶⁴.

Budgettering af salgsvæksten

I Matas' seneste årsregnskab fra 2017/18, fremgår det at de har planlagt at følge en ny strategi, for at skabe større omsætning og sikrer indtjeningsevnen, som begge ses at være faldet i regnskabsåret 2017/18. Strategiperioden løber fra november 2017 til 2023. Matas ønsker at satse mere på online handel, blandt andet ved hjælp af hurtigere levering, og ligeledes vil de modernisere flere butikker ud fra det nye butikskoncept de har i tankerne. Matas har en forventning om at den underliggende vækst, hvilket vil sige den vækst der kommer fra butikker, der både eksisterer i foregående år og ligeledes i det pågældende regnskabsår, hvor årsrapport bliver udarbejdet, vil være på niveau med

⁶⁴ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang - s. 325

sidste år. Dette begrundes med et svagt stigende privatforbrug og et fortsat fald i brugen af de fysiske detailbutikker og ligeledes fortsat intensiv konkurrence fra de andre spillere på markedet. Som før beskrevet under den strategiske analyse er markedet stadig underlagt øget konkurrence.

Matas ønsker som sagt at udvikle et nyt butikskoncept, hvilket blandt andet medfører øget investeringer. I 2018/19 ses det blandt andet at deres forventninger er at investere for DKK 240-260 mio. Med øget investeringer og stort fokus på forbrugernes behov, har Matas en forventning om at opnå en omsætning på DKK 3.7-3.9 mia. i 2022/23. Det vurderes derfor at Matas i budgetperioden ligger på en stabil salgsvækst på 2,5 procent, hvilket ikke vurderes urealistisk, når der ses på Matas historiske vækst i omsætningen. Salgsvækst på 2,5 procent bruges i det positive scenarie. Hvor i scenarie II vurderes det mere realistiske med en svingende salgsvækst over budgetperioden, samt en anden i terminalperiode. Den svingende salgsvækst skyldes at det ikke vurderes realistisk at samfundet bliver inde i samme højkonjunktur som der er lige nu.

Hvis man ser på den årlige vækst i den danske økonomi målt i BNP, så har den historisk set ligget på 0,89 procent i gennemsnit over de seneste ti år. Her er der set på oplysninger fra 2008 til 2018.⁶⁵ Væksten på de 0,89 procent er målt i faste priser, hvorfor inflationen ikke er medtaget. Ses der på den gennemsnitlige inflation over samme årrække fra 2008-2018, så har den ligget på 1,62 procent. Total set vil den årlige vækst i Danmark ligge på omkring 2,51 procent, som sagt beregnet ud fra de gennemsnitlige værdier af BNP i faste priser tillagt inflationen. Det vurderes derfor ikke urealistisk at Matas vil have en salgsvækst på 2,5 procent i terminalperioden, i lighed med budgetperioden, da det vurderes at de efter deres strategiperiode, som slutter 2023, har fået tilført så meget ny værdi igennem diverse tiltag, at de derefter vil vækste med 2,5 procent.

Positiv

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/2022B	2022/23B	2023/24T
Omsætning	3.504.577.500	3.592.191.938	3.681.996.736	3.774.046.654	3.868.397.821	3.965.107.766
Salgsvækstrate	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Tabel 20 - Egen fremstilling

⁶⁵ <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=27606>

For scenarie to, hvor der ses mere pessimistisk vurderes det som skrevet ovenfor at salgsvækstraten ændres sig over budgetperioden. Dermed vurderes nedenstående estimat af salgsvækstraten at være mere realistisk set på økonomien i samfundet samt er det antaget at budget året 2020/2021 er kraftigt påvirket af en lavkonjunktur, som der før er beskrevet, at der forventes at komme heromkring⁶⁶.

Pessimistisk

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/2022B	2022/23B	2023/24T
Omsætning	3.443.033.700	3.484.350.104	3.466.928.354	3.477.329.139	3.515.579.759	3.578.860.195
Salgsvækstrate	0,7%	1,2%	-0,5%	0,3%	1,1%	1,8%

Tabel 21 - Egen fremstilling

Budgettering af aktivernes omsætningshastighed og beregning af netto driftsaktiver

Grunden til at netto driftsaktiverne bliver beregnet for budgetperioden skyldes, at det en meget central værdi i forhold til estimering af Matas værdi pr. aktie, beregnet ude fra Discounted Cash Flow (forkortelse DCF-modellen). Ud fra den budgetterede aktivernes omsætningshastighed er det muligt beregne netto driftsaktiver ved at bruge nedenstående formel:

$$NDA_{t-1} = Salg_t * \frac{1}{AOH_t}$$

For Matas' vedkommende har aktivernes omsætningshastighed ligget på et stabilt niveau gennem hele analyseperioden. Aktivernes omsætningshastighed pr. 31. marts 2018 ender med at ligge på 0,82 beregnet på den gennemsnitlige balance.

For scenarie I hvor der ses positivt på Matas fremtid, forventes aktivernes omsætningshastighed at stige en lille smule. Dette vurderes ud fra at Matas forventer en stigende omsætning, som vil påvirke aktivernes omsætningshastighed positivt. Stigningen i omsætningen vil alt andet end lige også betyde at debitorerne og varelageret vil stige, som vil påvirke aktivernes omsætningshastighed negativ og dermed summariske set bringe aktivernes omsætningshastighed på niveau med analyse perioden, dog tillagt en lille stigning, grundet fald i Matas' debitorer, som følge af faldet i associeret virksomheder. Aktivernes omsætningshastighed vil ligge fast over budgetperioden og terminalperioden på 0,84.

⁶⁶ Se delkonklusion for eksterne analyser

Positiv

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/2022B	2022/23B	2023/24T
AOH	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84

Tabel 22 - Egen fremstilling

For scenarie II forventes det ikke at omsætningen vil fortsætte med at stige med samme kraft, som ved scenarie I. Slet ikke under lavkonjunkturen som antages at ramme i budgetåret 2020/2021. Historisk set ses det at det hurtigt bliver vendt, hvilket derfor igen vil medføre en stigning i aktivernes omsætningshastighed, så de kommer til at ligge på niveau med aktivernes omsætningshastighed i analyseperioden. Dermed estimeres aktivernes omsætningshastighed til at udvikle sig som det ses i nedenstående tabel.

Pessimistisk

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/2022B	2022/23B	2023/24T
AOH	0,80	0,80	0,79	0,82	0,81	0,81

Tabel 23 - Egen fremstilling

Budgettér EBIT-marginen og beregning driftsoverskuddet fra salg før skat (EBIT/overskudsgraden)

For virksomheder vil den mest præcise måde at lave et budget på for de kommende år, være ud fra det beregnede driftsoverskud før skat. Dette skyldes at det opleves at være svært at sandsynliggøre den enkelte procentvise andel af omsætningen ned på hver enkelt omkostnings linje i resultatopgørelsen. Dette er igen begrundet i at virksomhederne ikke har pligt til at offentliggøre deres budget for de kommende år. Derfor udregnes driftsoverskuddet, da det alt andet end lige vil give den mest korrekte estimeret værdi af den pågældende virksomhed. Dog vurderes det her i opgaven at Matas' tal i resultatopgørelsen ligger forholdsvis stabil, set i procent ud fra omsætningen, jævnfør common size analysen. Det er analysen common size der hovedsageligt vil blive brugt til budget fastlæggelsen. Da tallene har lagt forholdsvis stabil vurderes det sikkert at analyser den procentvise ændringer af hver enkelt omkostnings linje set i forhold til omsætningen.

Common size analysen over analyseperioden, viser at bruttoavanceprocenten der beregnes mellem omsætning og direkte omkostninger ligger forholdsvis stabil gennem hele regnskabsanalysen. Det vil sig i 2013/14 lå den på 46,08 procent hvor den i 2017/18 lægger på 45,31 procent. Grundet bruttoavanceprocenten har ligget forholdsvis stabil i analysen perioden, vurderes den at være pålidelig i forhold til at fastsætte et budget ud fra. Da der i det positive scenarie antages at der vil

ske øget omsætning og Matas fastholder at kunne omkostningsminimere deres vareforbrug, anses bruttoavanceprocent på 47 procent de to første år i budgetperioden hvor efter den i år tre vil stige til 48 procent, som den også vil ligge på i terminalperioden. Hvor den derimod i scenarie II vil ligge på 45 procent det første budget år og 43 procent de næste tre budgetår også det sidste budgetår samt i terminalperioden ligge på 44 procent, da den dermed passer bedre det de historiske tal, samt taget højde for den antaget lavkonjunktur.

Andre eksterne omkostninger i perioden 2013/14 til 2017/18 har ikke ændret sig, den har ligget på 9 procent af omsætningen for alle fem regnskabsår. Matas forventer at skulle investere 600 millioner kroner⁶⁷ i fornyelse over de næste fem år. Investeringen vil forholdsvis blive delt op på investering af den online butik, samt flere fysiske og moderniserede butikker. Dette vil betyde øgede omkostninger for husleje, markedsføring og it omkostninger. Det vurderes dermed at påvirke at andre eksterne omkostninger vil stige med 1 procent. Så for budgetperioden vil den ligge på 10 procent af omsætningen dette vil den også i terminalperioden. De 10 procent bruges i begge scenarier, da der ikke anses at være de store forskelle på andre eksterne omkostninger om man ser positivt på fremtiden eller pessimistisk.

Personaleomkostningerne har i perioden 2013/14 ligget på 19 procent hvor den er steget til 20 procent i 2017/18. Det forventes at den fortsat vil være stigende i budgetperioden, dog forventes det at den vil stige i samme takt som omsætningen og den vil derfor ligge på et uændret niveau. Forventningen til den vil stige og at omsætningen vil følge med er i forhold til Matas investeringsplaner. De 20 procent bruges i begge scenarier, da der ikke anses at være de store forskelle på personaleomkostninger om man ser positivt på fremtiden eller pessimistisk.

Afskrivningerne har i næsten hele analyseperioden ligget på 4 procent. Dog er den steget til 5 procent i 2017/18. Dette skyldes at de har øget investeringen, især ved opkøb af de privatejede butikker. Matas forventer at skulle investere 600 millioner kroner over de næste fem år, hvilket også vil have betydning for afskrivningerne, hvorfor disse vil stige som følge heraf. Det forventes dog at omsætningen også vil stige og dermed vil afskrivningerne samlet set i budgetperioden ligge

⁶⁷ <https://investor.matas.dk/da/news-releases/news-release-details/matas-investerer-600-mio-i-fornyelse-30-maj-2018>

uændret for budgetperioden, på 5 procent. De 5 procent bruges i begge scenarier, da der ikke anses at være de store forskelle på afskrivningerne om man ser positivt på fremtiden eller pessimistisk.

Positiv

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/22B	2022/23B	2023/24T
Bruttoavanceprocent	47%	47%	48%	48%	48%	48%
Mio. kr.						
Omsætning	3.505	3.592	3.682	3.774	3.868	3.965
Vare forbrug	1.858	1.904	1.915	1.962	2.011	2.062
Bruttoomsætning	1.647	1.688	1.767	1.812	1.857	1.903
Andre eksterne omkostninger	351	359	368	377	387	397
Personaleomkostninger	701	718	736	755	774	793
Af- og nedskrivninger	175	180	184	189	193	198
Driftsoverskud før skat	421	431	479	491	503	515
Overskudsgrad	12%	12%	13%	13%	13%	13%

Tabel 24 - Egen fremstilling

Pessimistisk

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/22B	2022/23B	2023/24T
Bruttoavanceprocent	45%	43%	43%	43%	44%	44%
Mio. kr.						
Omsætning	3.443	3.484	3.467	3.477	3.516	3.579
Vare forbrug	1.894	1.986	1.976	1.982	1.969	2.004
Bruttoomsætning	1.549	1.498	1.491	1.495	1.547	1.575
Andre eksterne omkostninger	344	348	347	348	352	358
Personaleomkostninger	689	697	693	695	703	716
Af- og nedskrivninger	172	174	173	174	176	179
Driftsoverskud før skat	344	279	277	278	316	322
Overskudsgrad	10%	8%	8%	8%	9%	9%

Tabel 25 - Egen fremstilling

Med ovenstående beregning for budgetperioden og terminalperioden, vurderes det at påvirke overskudsgraden i scenarie I, at overskudsgraden er stigende over budgetperioden og vil også være det i terminalperioden. Hvor overskudsgraden i scenarie II er mere svingende samt faldende, da denne følger den faldende omsætningen som antages at må blive i forbindelse med en lavkonjunktur.

Ovenstående opgørelser over resultatopgørelsen vil i scenarie I give en stigende nettodriftsaktiver over budgetperioden samt i terminalperioden. Scenarie II vil i stedet give mere svingende nettodriftsaktiver, men i lighed med scenarie I vil de også være stigende i terminalperioden.

Positiv

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/2022B	2022/23B	2023/24T
NDA	4.173	4.276	4.383	4.493	4.605	4.720

Tabel 26 - Egen fremstilling

Pessimistisk

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/2022B	2022/23B	2023/24T
NDA	4.304	4.355	4.389	4.240	4.341	4.419

Tabel 27 - Egen fremstilling

Budgetter den effektive skatteprocent og beregn driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)

Ovenstående viser hvordan man kommer frem til driftsoverskud før skat. I det efterfølgende vil det blive beregnet, samt vurderet på driftsoverskuddet efter skat (NOPAT). Der vil ligeledes blive set på hvad den effektive skatteprocent vil være for Matas i budgetperioden. Formlen for beregningen af driftsoverskuddet efter skat (NOPAT) er følgende:

$$NOPAT_t = EBIT_t * (1 - \text{effektiv skatteprocent}_t)$$

Den aktuelle selskabsskatteprocent i Danmark ligger på 22 procent i 2019⁶⁸, hvilket den også gjorde i 2018 og det antages at den aktuelle selskabsskatteprocent også vil gøre det fremadrettet som minimum de næste fem år som vedrører budgetperioden. Der kan opstå forskydning til skatteprocenten ved permanente forskelle indenfor den danske selskabsskat, hvor det for eksempel kan være forskellen på skattemæssige og regnskabsmæssige afskrivninger, samt ikke-skattemæssigt fradragsberettigede omkostninger. Ikke-skattemæssige fradragsberettigede omkostninger kan for eksempel være renter til skat og ligeledes repræsentationsomkostninger, hvor der kun er delvist skattemæssigt fradrag. En anden forskel der har påvirkning på den effektive skatteprocent⁶⁹ er skattemæssige underskud der modregnes i årets overskud. Matas oplyser den effektive skatteprocent i deres årsrapport for 2017/18. Her lå den effektive skatteprocent på 19,7

⁶⁸ <https://www.skatteinform.dk/dk/graenser-og-satser/graenser-og-satser/satser-for-selskaber/>

⁶⁹ <https://da.talkingofmoney.com/how-are-effective-tax-rates-calculated-from-income-statements>

procent, hvor den året før var 22,4 procent. Den hovedsagelige forskel mellem de to effektive skatteprocenter er aktivering af skattemæssigt fremført underskud, som var der i 2017/18 og ikke i 2016/17. For 2017/18 står der minus 5,7 millioner danske kroner som aktivering af skattemæssige fremført underskud. Matas er ikke forpligtet til at offentliggøre deres skatteregnskab, hvilket betyder at det ikke er muligt at vide om der kan være mere skattemæssige underskud som Matas kan fremføre i de kommende år. Det antages at Matas ikke har det for budgetperioden, da det ses i årsrapporterne at Matas har haft regnskabsmæssige overskud i hele analyseperioden og dermed forudsætter at der i budgetperioden ikke er mere skattemæssige underskud der kan fremføres. Den danske selskabsskatteprocent vurderes at ligge fast fremadrettet, som skrevet ovenfor, da der ikke er oplysninger om at folketetinget har planer om at ændre selskabsskatteprocenten. Dette vil også medføre at med antagelsen med at Matas ikke har mere skattemæssige underskud til fremførsel vil den effektive skatteprocent også ligge på samme niveau over hele budgetperioden. Den eneste forskel der vil være mellem den aktuelle selskabsskatteprocent og den effektive skatteprocent vil være de permanente forskelle hvor det især vil være de regnskabsmæssige afskrivninger og de skattemæssige afskrivninger der vil lave forskellen. For scenarie I vurderes at der i budgetåret vil ske en stigningen på 0,3 hvert år i de skattemæssige ændringer. Dog vurderes det at i terminalåret at den vil ligge mere på niveau med analyseperioden, da den permanente forskel med årene bliver mindre.

Positiv

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/22B	2022/23B	2023/24T
Den beregnede skat	95,5	94,8	105,3	107,8	110,7	113,4
Skattemæssige ændringer	1,9	2,2	2,5	2,8	2,1	2,1
Skatten inkl. de skattemæssige ændringer	94,4	97,0	107,8	110,7	112,7	115,5
Effektive skatteprocent	22,45%	22,51%	22,52%	22,57%	22,42%	22,41%
Driftsoverskud efter skat	326	334	371	380	390	400

Tabel 28 - Egen fremstilling

Med ovenstående tabel for scenarie I, kan det ses at det driftsmæssige overskud efter skat vil stige i budgetperioden, det vurderes korrekt i forhold til vækstraten som er fastsat længere oppe i opgaven, samtidigt med at det antages at Matas fortsætter med at kunne holde deres omkostninger på et fornuftigt niveau i forhold til omsætningen.

For scenarie II vurderes der at være den samme skattemæssige stigning i ændringer på 0,3, og dermed vil den effektive skatteprocent samt driftsoverskud efter skat se ud som vise i nedenstående tabel. Tabellen viser også at driftsoverskuddet vil ligge på det laveste i budgetåret 2020/2021, hvorefter det vil begynde at stige igen.

Pessimistisk

	2018/19B	2019/20B	2020/21B	2021/22B	2022/23B	2023/24T
Den beregnede skat	75,7	61,3	61,0	61,2	69,6	70,9
Skattemæssige ændringer	1,9	2,2	2,5	2,8	2,1	2,1
Skatten inkl. de skattemæssige ændringer	77,6	63,5	63,5	64,0	71,7	73
Effektive skatteprocent	22,55%	22,79%	22,90%	23,01%	22,66%	22,65%
Driftsoverskud efter skat	267	215	214	214	245	249

Tabel 29 - Egen fremstilling

Budgettér andet driftsoverskud efter skat

Matas har ikke tidligere i deres årsrapporter haft usædvanlige poster herunder andre driftsindtægter eller andre driftsomkostninger, hvorfor der heller ikke i budgetperioden vil blive beregnet på andet driftsoverskud efter skat.

Værdiansættelse

Fastlæggelse af kapitalomkostninger

Kapitalomkostninger også kaldet WACC er det minimumsafkast, som virksomheden skal lave for at kunne opfylde afkastforventninger hos deres aktionærer, som er dem der er udbyderne af kapitalen.

Markedsrisikopræmien

Risikopræmien er et tillæg, som investorerne forventer at få for at investere i virksomhedens aktier, frem for at investere i risikofrie aktier, som for eksempel statsobligationer. For at estimere denne risikopræmie er der i praksis forskellige metoder hertil, som vil blive oplistet nedenfor.^{70 71}

1. Respondenter spørges til hvilke forventninger de har til den givne investering. Her ses det at Respondenter observerer hvad der fastslås fra de halvårlige undersøgelser fra PwC⁷², Skattestyrelsen⁷³ og Optimum Consulting⁷⁴. De fastsætter alle markedsrisikopræmien til omkring 6 procent i 2017 plus/minus standardafvigelser.
2. Her estimeres risikopræmien ud fra data historisk set. Her forventes det at den forventede risikopræmie vil være lig den historiske. Den historiske risikopræmie har på det danske marked ligget på 5,2 procent i perioden 1970-2002 estimeret af Nationalbanken i 1. kvartalsoversigt 2003.

⁷⁰ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219&chk=216301>

⁷¹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang - s. 39-40

⁷² Vejledning i fastlæggelse af WACC ved nedskrivningstest af goodwill for 2017 - PwC

⁷³ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219&chk=216301>

⁷⁴ <http://optimum-consulting.dk/wp-content/uploads/2018/06/Investorernes-forrentningskrav-Resultatet-af-P.-F.s-2017-sp%C3%B8rgeskemaunders%C3%B8gelse-maj-2018.pdf>

3. Ydermere kan risikopræmien også beregnes ud fra de nuværende aktiekurser med hjælp fra for eksempel residualindkomstmodellen.

I denne opgave vil der blive anvendt metode 1, da det er den mest direkte metode i og med at det er investorerne der kommer med et skøn over risikopræmien. Dermed vil markedsrisikopræmien for scenarie I fastsættes til 6 procent i både budgetperioden og i terminalperioden. Hvor i scenarie II fastsættes markedsrisikopræmien også til 6 procent i budgetperioden, men det forventes at den vil falde i terminalperioden, så den kommer til at ligge på niveau med hvad man historisk set har set markedsrisikopræmien til at være. Der ved fastsættes markedsrisikopræmien i terminalåret for scenarie II til 5,5 procent.

Den risikofrie rente

For den risikofrie rente er der forskel på teori og praksis. Teoretisk set vil den risikofrie rente være lig nulkuponobligationer. Her er der ikke nogen risiko for konkurs- eller reinvesteringer, som matcher tidshorisonten for alle de pengestrømme der skal tilbagediskonteres. Dette vil dog også medfører i teorien at der skulle anvendes forskellige risikofrie renter. I denne opgave vil den risikofrie rente ikke findes ud fra den teoretiske måde, men derimod ud fra den praktiske. Her vil den effektive rente for 10-års statsobligationen anvendes til estimat for den risikofrie rente. Ud fra Danmarks Statistik ses det at renten for den 10-årig statsobligation i gennemsnit over de seneste ti år har ligget på 1,43 procent⁷⁵ ⁷⁶. I Optimum notatet ligger den på 1,6⁷⁷ procent og PwC har analyseret den frem til at ligge mellem 1,5 til 2 procent⁷⁸. Det vil sige at den risikofri rente har et spænd fra 1,43 procent til 1,6 procent. For scenarie I hvor der ses positivt på fremtiden og at højkonjunktoren fortsætter er den risikofri rente i budgetperioden sat til den gennemsnitlige rente ved Danmarks Statistik på 1,43 procent. I terminalperioden ses der på at den positive vækst fortsætter hvilket stadig vil få den 10-årige statsobligationsrente til at falde. Der ved fastsætte den risiko rente i terminalperioden til 1,20 procent. For scenarie II hvor der ses mere pessimisme og neutralt og det derfor antages at højkonjunktoren ikke kan fortsætte uden der kommer en

⁷⁵ <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>

⁷⁶ Se bilag 2

⁷⁷ <http://optimum-consulting.dk/wp-content/uploads/2018/06/Investorernes-forrentningskrav-Resultatet-af-P.-F.s-2017-sp%C3%B8rgeskemaunders%C3%B8gelse-maj-2018.pdf>

⁷⁸ Se bilag 3

lavkonjunktur, fastsættes den risikofrie rente i budgetperioden til 1,5 procent som ligger lige midt i de foretagne undersøgelser som er beskrevet ovenfor. Dog forventes den risikofrie rente at stige i terminalperioden til 2,5 procent, da den historisk set har ligget på det niveau set på i forhold til en eventuel lavkonjunktur.

Estimering af beta

Beta er et risikomål og i nedenstående skema ses det hvordan Beta tolkes. Jo større risikoen er ved en aktie, jo større er risikopræmien, hvilket vil sige at hvis en aktie har en høj risiko, så er der et større forventet afkast end ved en aktie der har mindre risiko.

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko en markedsporteføljen

Tabel 30 - Egen fremstilling

Her i opgaven vil betaen blive dannet på undersøgelser lavet af tredjemand. Dette skyldes at beta-værdien opstår på baggrund af sammenlignelige virksomheder og skal foretages over en længere periode for at kunne beregne så nøjagtig en beta-værdi som muligt. Ud fra infrontanalytics.com ses at det Matas A/S' beta-værdi er 1,32⁷⁹, når man ser på en beta der tager højde for at virksomheden arbejder med gæld og der bruges derfor en levered beta. I PwC's vejledning fra 2017 har de en unlevered beta på 0,85 til 0,9. Dette er en beta-værdi hvis virksomheden kun er egenkapitalfinansieret. Infrontanalytics.com oplyser også unlevered beta og de oplyser den til at være 0,89, hvilket vil sige at den ligger inden for intervallet, som PwC også anbefaler. Dermed vurderes det at her i opgaven vil levered beta værdien blive fastsat til 1,32 for begge scenarier, både i budgetperioden og i terminalperioden.

⁷⁹ <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/40008SD/Matas-A-S/beta>

Egenkapitalens forrentningskrav

Måden hvorpå egenkapitalens forrentningskrav beregnes på er ved at sige:

$$\text{Den risikofrie rente} + (\text{markedsrisikopræmien} * \text{beta værdien})$$

Det vil sige at for scenarie I for budgetperioden vil egenkapitals forrentningskrav være 9,35 procent og for terminalperioden 9,12 procent. Hvor i scenarie II ligger den estimerede egenkapitalens forrentningskrav for budgetperioden på 9,42 procent og for terminalperioden 9,76 procent. Grunden til at egenkapitalens forrentningskrav ligger højere for scenarie II skyldes den forhøjet risikofri rente samt markedspræmie da man i scenarie II ikke forventer at højkonjunktoren vil fortsætte ud i al evighed. De beregnet egenkapitalens forrentningskrav skal bruges til den videre beregningen af WACC.

Virksomhedens lånerente

Lånerenten kan estimeres ud fra nedenstående beregning. I realiteten bør lånerenten baseres på den løbende markedsrenten, hvilket vil sige at det er den rente, som virksomheden ville kunne låne til i dag.

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s)$$

hvor:

$$r_g = \text{lånerente}$$

$$r_f = \text{risikofri rente}$$

$$r_s = \text{selskabsspecifikt risikotillæg}$$

$$t_s = \text{selskabsskatteprocent}$$

Her ses det at flere af parametrene, som indgår i formlen, er kendte fra de tidligere afsnit. De risikofrie renter kendes fra ovenstående afsnit og ligeledes kendes selskabsskatteprocenten. Der er i denne opgave valgt at anvende den aktuelle selskabsskatteprocent, som i øjeblikket er på 22 procent, for at give det mest retvisende billede. Ligeledes vurderes det ikke at der sker ændringer hertil, da denne har været stabil de seneste år. Lånerenten måles efter skat, da pengestrømmene fra virksomhedens driftsaktiviteter ligeledes er målt efter skat. Det ses derfor at det eneste der mangler for at kunne estimere virksomhedens lånerente, er at estimere det selskabsspecifikke risikotillæg.

Selskabsspecifikt risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg er forskelligt fra virksomhed til virksomhed og størrelsen af det afhænger af Matas' risikoprofil.

Det ses ud fra regnskabsanalysen at Matas' har en høj soliditetsgrad, hvilket antyder at Matas' ikke kun er finansieret gennem gældsforpligtelser. Ydermere ses det at der i analyseperioden er et forhold mellem egenkapitalen og gældsforpligtelserne på henholdsvis $\frac{2}{5}$ egenkapitalfinansieret og $\frac{3}{5}$ gældsforpligtelser. For scenarie I i budgetperioden er virksomhedens lånerente taget direkte fra årsrapporten hvor man kan se den ligger på 1,40⁸⁰ procent. For terminalperioden for scenarie I er virksomhedens lånerente også fastsat ud fra årsrapporten 2017/18, dog kan det ses at renteswap udløber og det antages derfor at virksomhedens lånerente vil stige. Renteswappen er lavet på baggrund af at kunne holde en fast rente. For terminalperioden vil virksomheds lånerente blive estimeret til 2,40 procent hvilket vil sige at der er tillagt 1 procent i forhold til budgetperioden som vedrører selskabsspecifikt risikotillæg. For scenarie II fastsættes virksomhedens lånerente til 5,00 procent i budgetperioden og til 4,50 procent i terminalperioden. I dette scenarie vurderes det ikke at renten vil forblive lige så lav, som i scenarie I men det forventes at renten i terminalperioden vil være lavere end i budgetperioden, da renten er svingende.

WACC beregning

Som før nævnt er der valgt en indirekte model til værdiansættelsen af Matas, hvorfor WACC skal beregnes. Altså de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. WACC beregnes på følgende formel:

$$(Egenkapitalen \text{ forretningskrav} * gældsforpligtelser \text{ andel}) + virksomhedens lånerente \\ * (1 - selskabsskatteprocent \text{ i Danmark}) * egenkapitalfinansieret \text{ andel}$$

Dermed beregnes WACCen for scenarie II for budgetperioden til 6,05 procent og for terminalperioden 6,22 procent. Hvor WACCen for scenarie II for budgetperioden beregnes til 7,21 procent og 7,26 procent i terminalperioden.

⁸⁰ Årsrapport 2017/18 - Note 24

Værdiansættelsen af Matas A/S

Scenarie I

I scenarie I ses der som før nævnt positivt på fremtiden og det antages at Matas opnår deres mål om den ønskede omsætningen på 3,7-3,9 milliarder kroner i 2022/23, samt deres nye strategiplan og deres store investeringsplan på 600 millioner kroner. Dette giver for scenarie I en estimeret aktiekurs pr. 1. april 2018 på kroner 210,22 kroner. Kursværdien jävnfør Børsen på samme tid lå på 65,03^{81 82} kroner. Det vil sige at jävnfør scenarie I er den estimerede kursværdi overvurderet i forhold til den faktiske kursværdi på Børsen.

Scenarie II

I scenarie II har der som beskrevet tidligere være en mere pessimistisk tilgang, hvor det antages at der indenfor den nærmeste fremtid vil komme en lavkonjunktur. Dette giver for scenarie II en estimeret aktiekurs pr. 1. april 2018 på kroner 68,26 kroner. Kursværdien jävnfør Børsen på samme tid, er ligesom i scenarie I på 65,03^{83 84} kroner. Det vil sige at for scenarie II er den estimerede kursværdi også overvurderet i forhold til den faktiske kursværdi på Børsen.

Følsomhedsanalyse

Flere af de parametre der er anvendt til budgetteringen og WACCen, og senere anvendt i værdiansættelsen, er baseret ud fra skøn. Det vurderes derfor relevant at analysere følsomheden af de væsentligste parametre der indgår i værdiansættelse, for også at opnå bedre forståelse af denne. Det vurderes at det er WACCen og salgsvæksten, som har været forbundet med de største skøn og dermed også giver den størst usikkerhed ved anvendelsen.⁸⁵

⁸¹ <https://www.euroinvestor.dk/boerter/nasdaq-omx-copenhagen/matas-a-s/15735621>

⁸² Se bilag 4

⁸³ <https://www.euroinvestor.dk/boerter/nasdaq-omx-copenhagen/matas-a-s/15735621>

⁸⁴ Se bilag 4

⁸⁵ https://ledelse.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html

Følsomhedsanalyse af salgsvæksten

Som beskrevet under afsnittet “Budgettering” blev salgsvæksten for scenarie I fast til 2,5 procent for budgetperioden og terminalperioden, hvor i scenarie II er den mere svingende da der antages at der i budgetperioden vil komme en lavkonjunktur. Ved estimeringen af salgsvæksten, blev gennemsnittet for den årlige danske vækst gennemgået for de seneste ti år. Når der laves udtalelser om fremtiden, vil det altid være forbundet med en hvis usikkerhed, i og med at fortiden ikke altid kan være en afspejling af fremtiden. Ligeledes vil der også altid være en masse faktorer, som man ikke har mulighed for at tage højde for i sin ligning, for eksempel på grund af uforudsigeligheden af påvirkningen af eventuelle begivenheder. I tabellen både for scenarie I og II nedenfor ses det hvor følsom aktiekursen er på ændring i salgsvæksten.

Positiv – Ændring i salgsvækst		Pessimistisk – Ændring i salgsvækst	
1,00%	149,92 kr.	0,50%	51,98 kr.
2,00%	185,35 kr.	1,00%	57,44 kr.
2,50%	210,22 kr.	1,80%	68,27 kr.
3,00%	242,80 kr.	2,50%	80,72 kr.
4,00%	352,00 kr.	3,50%	106,56 kr.

Tabel 31 - Egen fremstilling

Følsomhedsanalyse af WACCen

Ved beregning af WACCen er der enkelte parametre, hvor der ikke umiddelbart er foretaget nogen skøn eller behæftet med væsentlig usikkerhed. Dog er der stadig parametre, hvor skøn er foretaget, hvilket blandt andet gælder for det selskabsspecifikke risikotillæg, dette gælder for både scenarie I og II. I tabellen både for scenarie I og II nedenfor ses det hvor følsom aktiekursen er på ændring i WACC'en.

Positiv – Ændring i salgsvækst		Pessimistisk – Ændring i salgsvækst	
4,22%	499,46 kr.	5,26%	130,41 kr.
5,22%	301,26 kr.	6,26%	92,23 kr.
6,22%	210,22 kr.	7,26%	68,27 kr.
7,22%	158,19 kr.	8,26%	51,91 kr.
8,22%	124,70 kr.	9,26%	40,09 kr.

Tabel 32 - Egen fremstilling

Konklusion

Hensigten med denne opgave har været at estimere en kursværdi for Matas ud fra de tilgængelige data og sammenligne den med den oplyste kursværdi fra Børsen den 1. april 2018. Ligeledes har det også været hensigten at se på Matas' interne og eksterne strategiske forhold. Dette er blevet analyseret gennem forskellige strategiske analyser. De strategiske analyser er også blevet udarbejdet til brug for budgettering og værdiansættelsen, som blandt andet har dannet baggrund for den estimerede kursværdi.

Ud fra de eksterne strategiske analyser kan det konkluderes at der er stor konkurrence på markedet inden for personlig pleje, skønheds- og helseprodukter. Det vil sige der er mange udbydere på dette marked og dermed er der mange konkurrenter til Matas. Dog kan det også konkluderes ud fra de eksterne analyser at efterspørgslen er høj, da mange af produkterne er hverdagsprodukter, som forbrugeren ikke kan undvære eller som de ønsker at forsøde tilværelsen med. Men da der som før nævnt er en stor konkurrence indenfor dette marked, er der også en stor udfordring, som udbyder i at få forbrugeren til at købe deres produkter frem for andre udbyderes produkter. Matas er dog en stor udbyder på markedet, men de skal hele tiden være på vagt især i forhold til eventuelle nye trends der ville kunne komme i samfundet. Det vil sige at Matas hele tiden skal være på opmærksom på de andre udbydere, men samtidigt også holde øje med hvad der rører sig i samfundet, så de er klar til at kunne tilbyde deres forbruger det de efterspørge, så forbrugeren ikke går over til en konkurrent. Dog viste de eksterne analyser at Matas har en høj kundeloyalitet, hvilket de især har opbygget sig gennem deres Club Matas. Det vil sige at Matas har mange forbrugere, som kender dem samt handler hos dem. De eksterne analyser viste en stor risiko i forbindelse med en lavkonjunktur. Der er en forhøjet risiko for at Matas vil miste omsætning i en eventuel lavkonjunkturperiode, da forbrugeren får færre penge til forbrug. Her spiller Club Matas en vigtig rolle for Matas for at de kan fastholde deres forbrugere. Gennem Club Matas har Matas mulighed for at markedsføre sig mere specifikt til den enkelte forbruger, og dermed kunne forhøje chancen for at forbrugeren stadig vælger Matas frem for andre udbydere.

Udover stort pres i form af mange konkurrenter, kan der også være et øget pres i forhold til ændring af lovgivningen. Der er stor fokus på miljøet, hvilket der både er tilfældet fra EUs side og ligeledes fra Danmarks side. Der laves nye og mere skrappe love, som udbyderne skal overholde. Det handler derfor som udbyder at kunne følge med og sørge for at være på forkant, for at opnå en

markedsfordel. Matas har blandt andet forsøgt at være på forkant med dette, da de før regeringen begyndte at snakke om at afskaffe mikroplast i skønhedsprodukter, var begyndt at udfase det i deres egne produkter. Alt i alt kan det konkluderes at der er stor konkurrence på markedet indenfor personlig pleje, skønheds- og helseprodukter og det som udbydere handler om at kunne følge med udviklingen og gerne være lidt foran.

De interne analyser viser at Matas har opbygget et stærkt brand, som er kendt og anerkendt af forbrugeren. Dette viste Matas i 2018 hvor de blev kåret af YouGov for at være det 4. stærkeste danske brand blandt kvinder. Derudover kender 99 procent af alle danske kvinder til Matas. I Matas' nyeste strategi fra november 2017, ses det at de ønsker at have et øget fokus på forbrugerens oplevelse i Matas' fysiske butikker, samt på matas.dk. For at komme i mål med dette har Matas igangsat en investeringsplan på omkring 600 millioner kroner. Matas har også hele tiden øget fokus på kvalitet, hvilket tydeligt kommer til udtryk ved at Matas er begyndt at udfase mikroplast i deres produkter før EU og regeringen ville forbyde det i skønhedsprodukter. Det vil sige at Matas viser sin styrke og erfaring på markedet og er dermed foran udviklingen i samfundet.

Matas er også opmærksom at de skal blive bedre til at omkostningsminimere, hvilket de har kommenteret i årsregnskabet. Samlet set er de fleste nøgletal faldet henover de seneste fem år 2013/14 til 2017/18. Egenkapitalforrentningen er faldet med 2,19 procentpoint hen over perioden, ligeledes er Matas' afkastningsgrad faldet med 3,33 procentpoint hen over analyseperioden. Derudover er overskudsgraden også faldet med 4,54 procent point. Samlet set kan man se ud fra den reformuleret resultatopgørelse, konkludere at Matas er blevet dårligere til at omkostningsminimere, altså at sætte deres omkostninger i forhold til deres indtægt.

I forhold til budgettering og værdiansættelsen blev der i opgaven opsat to scenarier. Det første scenarie går på at væksten i samfundet fortsætter og højkonjunktoren bibeholdes. Derudover antages det også at Matas opnår deres mål omkring en omsætning på 3,7 til 3,9 milliarder kroner i 2022/23 og at de får igangsat deres store investeringsplan på 600 millioner kroner. Alt i alt vil det sige at det første scenarie ser meget positivt for budgetperioden samt fremtiden. Det andet scenarie ser mere pessimistisk på dette. I dette scenarie vurderes det ikke at det er realistisk med at højkonjunktoren fortsætter, men at den derimod erstattes med en lavkonjunktur. Det vil også sige at det er to forskellige budgetter der blev udarbejdet over de næste fem år.

Ligeledes blev der under værdiansættelsen set forskelligt på estimering af markedsrisikopræmien, den risikofrie rente, egenkapitalens forretningskrav og virksomhedens lånerente. Dette har betydning for at der blev estimeret fire forskellige WACC i forhold til budgetperioden og terminalperioden. For scenarie I blev der estimeret en kursværdi til 210,22 kroner pr. den 1. april 2018, hvor der i scenarie II blev estimeret en kursværdi på 68,26 kroner pr. den 1. april 2018.

Efter estimering af de to kursværdier blev der udarbejdet følsomhedsanalyser i forhold til salgsvæksten og WACCen. Dette skyldes at de ses som de mest følsomme værdier i forhold til værdiansættelsen af Matas. Følsomhedsanalyserne viser også tydeligt at disse værdier påvirkes nemt. I scenarie I blev der estimeret en salgsvækst på 2,5 procent, og hvis denne var sat op med 0,5 procent vil den estimeret kursværdi have endt på 242,80 kroner i forhold til den estimeret værdi på 210,22 kroner. Hvor den for scenarie II var den estimerede salgsvækst på 1,8 procent og hvis den var blevet sat til 1 procent, ville den estimerede værdi være faldet til 57,44 kroner, i forhold til den estimerede værdi på 68,27 kroner. For det første scenarie blev WACCen estimeret til 6,22 procent, hvor kursværdien igen lå på de 210,22 kroner, hvor kursværdien derimod ville være faldet til 158,19 kroner, hvis WACCen blev sat til 7,22 procent. For det andet scenarie blev WACCen estimeret til 7,26 procent med en kursværdi på kroner 68,27, hvor denne kursværdi vil være steget til 92,23 hvis WACC var blevet estimeret til 6,26 procent.

Det kan derfor konkluderes at Matas' har en stærk position på det danske marked, hvor mange danskere har et kendskab til deres forretning. Ligeledes sætter Matas stor fokus på miljøet, hvilket er en konkurrencemæssig fordel og værdi for virksomheden, da samfundet over de seneste år er blevet mere miljøbevidste. Matas skriver som nævnt før at de skal være bedre til at omkostningsminimere, men dog konkluderes det at deres strategi er differentiering, da de sætter stor fokus på udvikling, kvalitetsprodukter og service overfor forbrugerne.

For budgetteringen kan det konkluderes at det har stor betydning for udarbejdelsen, hvilket syn der er på fremtiden. Det er vigtigt at skelne mellem historiske data og gøre sig antagelser om, om det er realistisk at det der er sket før i tiden, ligeledes vil ske i fremtiden. Det blev derfor konkluderet fornuftigt at udarbejde to scenarier, med hvert sit syn på fremtiden og dermed forskellige forudsætninger til at danne grundlag for budgetteringen.

Det vil sige at det kan konkluderes at for begge scenarie er den estimerede kursværdi overvurderet i forhold til den faktiske kursværdi på Børsen, da det positive scenarie som sagt gav en kursværdi på 210,22 kroner og det pessimistiske scenarie gav en kursværdi på 68,26 kroner. Jævnfør Børsen den 1. april 2018 lå kursværdien på 65,03 kroner. Det ses derfor tydeligt at det er scenarie II, som lægger sig tættest på den faktiske kursværdi.

Perspektivering

Matas' regnskabsperiode ligger fra 01.04-31.03, hvorfor det første estimerede budget år ved opgavens udarbejdelse allerede er gået. Dog er det ikke muligt at indhente oplysninger om årsrapporten, da denne normalvis ikke bliver frigivet før juli.

Hvis ovenstående havde været en mulighed, efter færdiggørelsen af opgaven, kunne det have været interessant at se om det estimerede budget holder eller om der er store afvigelser hertil, i forhold til om det vil have nogen stor indvirkning på beregningen af værdiansættelsen.

Ligeledes kunne en anden perspektivering være at følge Matas' udvikling, i forbindelse med udarbejdelsen de nye butikskoncepter. I forhold til om dette medfører den ønskede stigning i omsætningen, som de håber og forventer og dermed bibeholde deres markedsandel. Som før nævnt, er de truet grundet de mange konkurrenter, som blandt andet Normal og supermarkeds kæderne, som begynder blive større spillere markedet.

Bilag 1

Forbrug efter prisenhed, husstand, forbrugsgruppe og tid

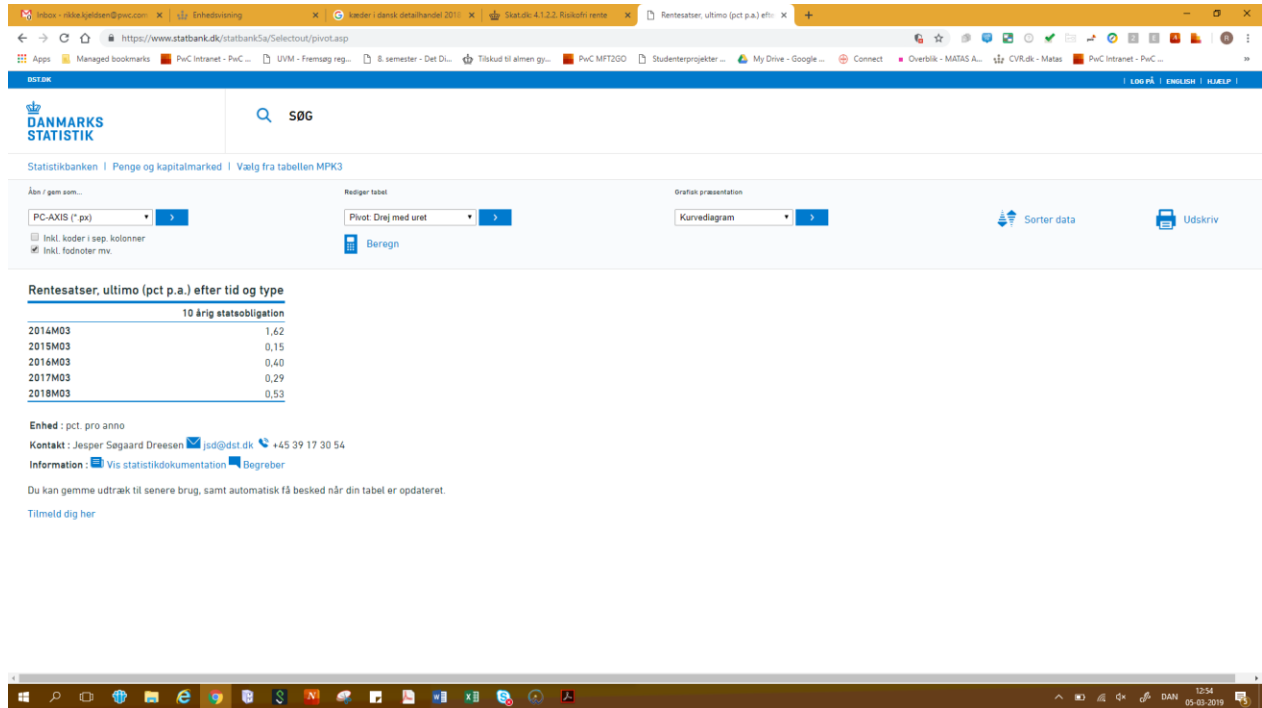
Forbrug efter prisenhed, husstand, forbrugsgruppe og tid

	2013	2014	2015	2016	2017
Løbende priser					
Gennemsnitshusstand					
FORBRUG I ALT	310 944	311 414	308 583	299 116	306 129
12.1 Personlig pleje	6 236	5 916	6 283	5 945	6 522
2 voksne med børn					
FORBRUG I ALT	437 874	417 080	424 821	412 935	433 149
12.1 Personlig pleje	8 765	8 070	9 083	8 859	9 195
Faste priser					
Gennemsnitshusstand					
FORBRUG I ALT	313 597	312 190	308 583	298 823	303 926
12.1 Personlig pleje	6 258	5 944	6 283	6 040	6 699
2 voksne med børn					
FORBRUG I ALT	440 575	417 644	424 821	412 792	430 216
12.1 Personlig pleje	8 778	8 093	9 083	9 018	9 512

Forbruget er inklusivt moms. Usikkerhedsberegninger for FU ligger på www.dst.dk/forbrug.

Bilag 2

Rentesatser, ultimo – 10 årig statsobligation



Bilag 3

Vejledning i fastlæggelse af WACC ved nedskrivningstest af goodwill for 2017

I forbindelse med gennemførelse af nedskrivningstests har vi i de senere år haft forøget fokus på kvaliteten af forecasts, ligesom vi har anvendt et særligt tillæg til afkastkravet.

I henhold til IFRS skal der årligt gennemføres nedskrivningstests af igangværende udviklingsprojekter og goodwill, uanset om der er indikationer på værdiforringelse. Herudover skal andre aktiver testes, hvis der er indikation på værdiforringelse. I henhold til ÅRL skal der alene testes, hvis der er indikation på værdiforringelse.

Renteniveauet er steget marginalt i 2017 og er p.t. ca. 0,2 pct.-point højere end ultimo 2016. Samtidig er det danske aktiemarked steget godt 18-19 % i 2017, hvilket følger udviklingen i de førende indeks i Tyskland (stigning på ca. 15 %), og USA (stigning på ca. 15 %).

Vi anbefaler, at fastholde en markedsrisikopræmie på 6,0 % og et tillæg til afkastkravet på 1,5-2,0 %, svarende til at der anvendes en normaliseret risikofri rente i størrelsesordenen 2,0-2,5 %. Dermed opnås samlet set et afkastkrav på niveau med sidste år, hvilket er mellem 7,0-9,0 % efter skat.

Erfaringsmæssigt er der model- og konsistensfejl i mange nedskrivningstests. Vi anbefaler derfor i lighed med tidligere år, at man konsulterer Valuation & Economics eller Faglig Afdeling for en gennemgang af modeller og forudsætninger.

Det skal i øvrigt bemærkes, at der efter Matrisk 29.02.200 i visse tilfælde er krav om konsultation vedrørende nedskrivningstests.

Overordnet anbefaling vedrørende fastlæggelse af WACC 2017

Det danske renteniveau er pr. oktober 2017 steget marginalt i forhold til niveauet i 2016. Såfremt en kapitalværdiberegning ("value in use") foretages til vurdering af nedskrivningsbehov, vil det højere danske renteniveau i år sammenlignet med sidste år – alt andet lige – resultere i en lidt lavere beregnet kapitalværdi. Det danske aktiemarked er imidlertid steget, hvilket indikerer et lavere afkastkrav.

PwC i Danmark har valgt at fastholde anvendelsen af en markedsrisikopræmie på 6,0 %, og vi anbefaler at korrigere for det lave renteniveau, der kan observeres i markedet i øjeblikket, ved et generelt tillæg i intervallet 1,5-2,0 % til WACC. Korrektionen på 1,5-2,0 % vil i kombination med det lave renteniveau dermed bevirke, at WACC, anvendt ved ned-

skrivningstest ultimo 2017, er på samme niveau som WACC, anvendt ved nedskrivningstest ultimo 2016.

I forbindelse med fastlæggelse af afkastkravet i 2017 anbefaler vi således:

- at anvende en 10-årig dansk statsobligationsrente som udtryk for den risikofri rente
- at indregne et tillæg på 1,5-2,0 % til afkastkravet efter skat hvilket svarer til at man anvender en normaliseret risikofri rente på ca. 2,0-2,5 %. Sidste år var anbefalingen ligeledes et tillæg på 1,5-2,0 %
- at overveje endnu et tillæg på op til 2,0 %, hvis der er særlige risici, som ikke reflekteres i det forecast, der ligger til grund for testen
- at fastholde en markedsrisikopræmie på 6,0 %

WACC for en gennemsnitligt virksomhed må i lighed med sidste år forventes at ligge i intervallet 7,0-9,0 % efter skat, før ovennævnte ekstratillæg til WACC for risici som ikke er reflekteret i det anvendte forecast. Virksomheder med lavere end gennemsnitlig risiko, fx forsyningsvirksomheder, forventes at have en WACC, der ligger under intervallet, mens virksomheder med højere end gennemsnitlig risiko, fx it-virksomheder, forventes at have en WACC, der ligger over intervallet.

Det bemærkes, at der som udgangspunkt skal foretages nedskrivning af goodwill for den enkelte CGU. Der skal således normalt anvendes forskellige afkastkrav til de enkelte CGU'er for at afspejle forskelle i risikoprofil, valuta mv.

En analyse af det afkastkrav (efter skat), som danske aktieanalytikere p.t. anvender til værdiansættelse af C20-selskaberne, viser et gennemsnitligt afkastkrav på 8,1 % (efter skat). Dette understøtter nødvendigheden af at fastholde et tillæg til WACC. Det bemærkes, at dette afkastkrav gælder for et stort børsnoteret selskab, og at afkastkravet for små og mellemstore virksomheder skal være noget højere.

I det efterfølgende redegøres mere detaljeret for principperne for beregningen af WACC.

Principper for fastlæggelse af WACC

Elementerne i opgørelsen af WACC fremgår her:

WACC	=	Vægtet afkastkrav til egenkapital + vægtet afkastkrav til fremmedkapital
Vægtet afkastkrav til egenkapitalen	=	Egenkapitalandel x (risikofri rente + (markedsrisikopræmie * gearet beta))
Vægtet afkastkrav til fremmedkapitalen	=	Fremmedkapitalandel x (fremmedkapitalens afkastkrav x (1 – effektiv skattesats))

Den opgjorte WACC, jf. ovenstående, er en "efter skat"-WACC, der skal bruges til at diskontere "efter skat" pengestrømme.

Forklaring af de enkelte elementer

Risikofri rente: Den risikofri rente afspejler afkastet af en *langsigtet* risikofri investering. Denne antages ofte at svare til den effektive rente på en 10-årig eller 20-årig statsobligation.

Markedsrisikopræmie: Markedsrisikopræmien afspejler det merafkast, som investorerne kræver for at påtage sig en risiko, svarende til markedsporteføljen (fx indeks over OMX Copenhagen).

Ugearet beta: Ugearet beta er et udtryk for en virksomheds driftsmæssige risiko og bør estimeres ud fra sammenlignelige børsnoterede virksomheder. En virksomhed med driftsmæssig risiko, svarende til aktiemarkedets gennemsnitlige risiko, vil have en ugearet beta på ca. 0,85-0,90.

Gearet beta: Ugearet beta er et udtryk for fuld egenkapitalfinansiering. Investoren kan geare investeringen ved finansiering med gæld, hvilket forøger den finansielle risiko. Fx medfører 50 % gældsfinansiering, at gearet beta udgør 2 x ugearet beta.

En gearet betaværdi på 1 betyder, at den samlede risiko i virksomheden svarer til aktiemarkedets generelle risiko (driftsmæssige og finansielle risici) – det vil sige en gennemsnitlig risiko. Aktier med en betaværdi på under 0,85 har typisk en lav samlet risiko; betaværdier mellem 0,85 og 1,15 indbefatter en mellemstor risiko, og betaværdier over 1,15 indbefatter en høj samlet risiko. Høj risiko findes ofte inden for brancherne informationsteknologi, software og medier, og lav risiko findes ofte inden for fødevarer- og forsyningsvirksomheder.

Den risikofri rente, tillagt markedsrisikopræmien, svarer til en investors krav til forrentning ved investering med normal risiko. Afkastkravet opdeles i to dele, da virksomhedens markeds-mæssige risiko (gearet beta) skal ganges med markedsrisikopræmien for at finde risikopræmien for den pågældende virksomhed. Summen af virksomhedens risikopræmie og den risikofri rente udgør egenkapitalens afkastkrav.

Fremmedkapitalens afkastkrav: Afkastkravet til gælden svarer til den rentesats, som långivere vil kræve på langfristet rentebærende gæld. Rentesatsen bør som udgangspunkt baseres på virksomhedens gældsomkostninger ved en target-kapitalstruktur (se nedenfor). I praksis anvendes dog ofte den pålydende rente på virksomhedens langfristede gæld, hvilket er en rimelig antagelse, hvis den faktiske kapitalstruktur ligger tæt på target-kapitalstrukturen. Hvis der er stor forskel på den faktiske kapitalstruktur og target-kapitalstrukturen, anbefales det, at man beregner gældsomkostningerne ved at tillægge en kreditmargin til den risikofri rente. Kreditmarginen kan estimeres ved at foretage en syntetisk rating af virksomheden (fx ved hjælp af Standard & Poor's ratingskala) og ved at anvende den margin, som virksomhedsobligationer med samme rating handles til.

Marginal skattesats: Virksomheden kan ved finansiering gennem fremmedkapital opnå et skattemæssigt fradrag for renteomkostninger, som beregnes ved den marginale selskabsskattesats. Selskabsskattesatsen i Danmark er 22 % i 2017.

Kapitalstruktur (gearing): En virksomheds target-kapitalstruktur afspejler ofte branchens normale kapitalstruktur. Kapitalstrukturen skal være baseret på markedsværdier frem for bogførte værdier. Kapitalstrukturen har i modellen indflydelse på vægtningen af

afkastkravet mellem afkastkravet for egenkapital og fremmedkapital samt risikopræmien, som egenkapitalen forlanger.

Derudover tillægges WACC'en til tider en illikviditetspræmie, eller der foretages et fradrag for illikviditet i den beregnede værdi.

Kommentarer til de enkelte elementer

Risikofri rente

Den risikofri rente opdateres, så den afspejler niveauet på tidspunktet, hvor nedskrivningstesten foretages.

Det er vigtigt, at den risikofri rente afspejler en lang rente, så der er sammenhæng mellem varigheden af pengestrømmene, der diskonteres, og inputparametrene i WACC'en.

I Danmark er der imidlertid det problem, at der kun er udstedt lange statsobligationer med en løbetid på henholdsvis 10 og 30 år. De 30-årige obligationer er meget illikvide, og derfor har prisfastsættelsen og dermed renten ikke været et godt udtryk for en markedsrente. Dette er årsagen til, at man typisk har baseret den risikofri rente på 10-årige danske statsobligationer. Anvendelsen af et tillæg til WACC, således som vi foreslår, svarer til en normalisering af den risikofri rente, hvilket modvirker problematikken omkring brugen af en 10-årig obligation som proxy for den risiko fri rente.

Der skal generelt anvendes en landespecifik WACC. Således vil der fx skulle tages udgangspunkt i en US-rente ved værdiansættelse af et forecast i USD. Vi vil fortsat anbefale brugen af en 20-årig statsobligation, såfremt der forecastes i en valuta, hvor der er en likvid 20-årig statsobligation (fx Tyskland eller USA).

I bilag 2 ses udviklingen i den risikofri rente for Danmark, Tyskland og USA.

Markedsrisikopræmie

PwC har gennem mere end 15 år undersøgt markedsrisikopræmien blandt danske investeringsbanker, corporate finance-rådgivere, PE-fonde mv. Undersøgelsen i 2016 viste en gennemsnitlig markedsrisikopræmie på 5,7 %, dette års undersøgelse viser en reducere til 5,3 %. Mange af undersøgelsens deltagere anvender dog et yderligere tillæg til markedsrisikopræmien, hvorfor den reelt anvendte markedsrisikopræmie er højere end de 5,3 %. Vi anbefaler derfor, at fastholde en markedsrisikopræmie på 6,0 %.

Betaværdier

Betaestimatet bør basere sig på observationer over en periode på fx fem år. Der bør udarbejdes en egentlig peer group-analyse, hvor beta udledes ud fra handler med sammenlignelige børsnoterede aktier. Er det ikke muligt at foretage en egentlig peer group-analyse, kan der tages udgangspunkt i værdierne i bilag 3.

Fremmedkapitalens afkastkrav

Fremmedkapitalens afkastkrav kan beregnes som den risikofri rente, tillagt det risikotillæg, som kreditgiver kræver.

Vi har i bilag 4 indsat en oversigt, som viser udviklingen i risikotillægget, fordelt på Standard & Poor's rating. Der er tale om amerikanske industrivirksomheders 10-årige gældsinstrumenter, men udviklingsprocenterne forventes også at kunne anvendes på

andre lån. Fx betaler virksomheder med en BBB-rating et tillæg på 1,28 % i forhold til den 10-årige amerikanske rente.

Risikotillægget er faldet betydeligt siden 2008, hvor finanskrisen var på sit højeste. Risikotillægget er endvidere faldet lidt sammenlignet med sidste år. Det skal ligeledes bemærkes, at de viste risikotillæg er for store virksomheder, hvor gælden er noteret. For mange især mindre virksomheder skal der stadig betales kredittillæg, der overstiger de viste niveauer. Det bør derfor vurderes, om kredittillægget ikke bør være større end det i tabellen oplyste.

Gearing

Gearingen opgøres ofte ikke ud fra virksomhedens egen gearing, men derimod ud fra en target-kapitalstruktur, der er baseret på en for branchen normal kapitalstruktur. Den beregnes som dagsværdien af gælden i forhold til dagsværdien af virksomheden (egenkapital og gæld).

Sammenhæng mellem WACC'en og væksten i budget- og terminalperioden

Det er væsentligt at være opmærksom på sammenhængen mellem de implicitte forudsætninger, der er anvendt ved opgørelsen af afkastkravet og ved udarbejdelsen af budgetter, herunder ved fastlæggelsen af terminalværdien (værdi efter den eksplicitte budgetperiode).

Såfremt afkastkravet fx fastlægges med udgangspunkt i en dansk 10-årig statsobligationsrente, der p.t. er på ca. 0,5 %, vil det principielt ikke være konsistent at anvende 2 %'s vækst (inflation) i terminalværdiberegningen, da det implicit vil indikere en forventning om en negativ realrente. Det er derfor væsentligt, at væksten både i budgetperioden og terminalperioden vurderes kritisk, og man bør som udgangspunkt ikke operere med nominal terminalvækst der er større end den risikofri rente plus det anvendte tillæg til den teoretisk beregnede WACC på 1,5-2,0 % som vi anbefaler.

Før-skat versus efter-skat

Det bemærkes, at afkastkravet i ovenstående er opgjort på efter-skat basis. Nedskrivningstests skal som udgangspunkt foretages på før-skat basis, men i praksis anbefales det at nedskrivningstesten gennemføres på efter skat basis, dvs. efter-skat cash flows der diskonteres med et efter-skat afkastkrav jf. ovenfor. Når kapitalværdien efter skat er beregnet bør man simulere før-skat afkastkravet som den diskonteringsfaktor der skal anvendes til at diskontere CGU'ens cash flows før skat for at nå frem til kapitalværdien efter skat. Kapitalværdien skal altså ikke ændres; det er kun afkastkravet der nu beregnes på før-skat basis.

Alternativet til denne efter-skat beregning og simulering af før skat afkastkravet er at justere efter-skat afkastkravet til et før-skat afkastkrav og anvende dette på før-skat cash flows. Efter-skat afkastkravet kan omregnes til et før-skat afkastkrav ved at dele efter-skat afkastkravet med 1-skattesatsen. Et efter-skat afkastkrav på 8,0 % svarer således til $8,0 \%/ (1-0,22) = 10,3 \%$ før-skat.

Sidstnævnte metoden er ikke helt korrekt og vi anbefaler derfor at man anvender den første metode.

Opsummering vedrørende WACC'en

Fastlæggelse af afkastkravet kræver et skøn og en overordnet vurdering af resultatet. Det er ikke blot en simpel indtastning i formelen. Fx kan det blive nødvendigt at øge afkastkravet, hvis risici ikke er indarbejdet i pengestrømmene.

Det er således vores anbefaling, at der generelt anvendes et tillæg til WACC'en på 1,5-2,0 % (generelt tillæg til teoretisk beregning), og at der derudover overvejes endnu et tillæg i størrelsesordenen 0,0-2,0 %, hvor størrelsen af tillægget vil afhænge af, hvor godt de nuværende risici i markedet er indarbejdet i virksomhedens forecast (tillæg i relation til usikkerhed ved forecast).

Generelt vedrørende nedskrivningstests

Fokus for denne vejledning er fastlæggelse af afkastkrav til brug for nedskrivningstests af goodwill. Nedskrivningstests af goodwill er relevante i henhold til IAS 36, hvor det kræves, at der foretages årlige tests af værdiforringelse. Det er dog ligeledes relevant i henhold til ÅRL, såfremt der er indikationer på værdiforringelse.

Det bemærkes, at igangværende udviklingsprojekter ligeledes skal testes for nedskrivning på årsbasis, jf. IAS 36, og i øvrigt ved indikationer herpå. Efter ÅRL skal der alene testes, hvis der er indikationer på værdiforringelse.

Kontaktpersoner

Som nævnt i indledningen, er det vores erfaring, at der ofte er fejl i nedskrivningstests, herunder i fastlæggelse af afkastkravet eller i nedskrivningsmodellen. På den baggrund må det forventes, at der i højere grad er behov for formelle konsultationer, hvorfor Valuation & Economics-teamet står til rådighed for assistance og sparring. Anders C. Madsen (3945 3649) og Mette Hartzberg (3945 3174) kan kontaktes, hvis du har spørgsmål eller kommentarer til denne vejledning.

Har du spørgsmål af regnskabsmæssig karakter, bedes du kontakte Henrik Steffensen (3945 3214), Kim Tang Lassen (3945 3522) eller Jan Fedders (3945 9101).

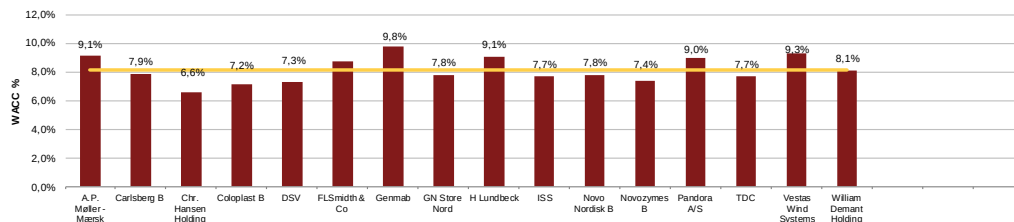
Ligeledes har Valuation & Economics-teamet udarbejdet en række værktøjer, bl.a. et notat vedrørende typiske fejl i nedskrivningstests samt en Excel-model, der kan anvendes til efterberegningen af kundens nedskrivningstests. Disse værktøjer findes i databasen Faglige Informationer.

* * *

Bilag 1

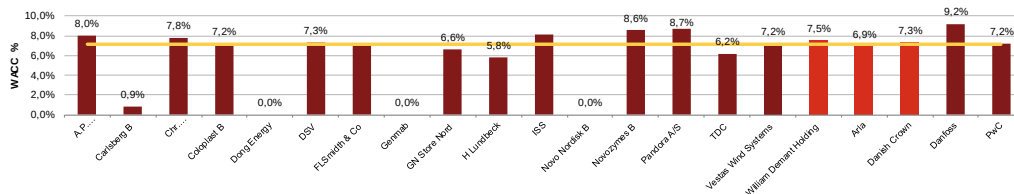
Nedenfor illustreres en analyse af det afkastkrav (efter skat), som danske aktieanalytikere p.t. anvender til værdiansættelse af C20-virksomhederne. Der anvendes i gennemsnit en WACC på 8,1 %.

Gns. WACC efter skat (2017) på 8,1% anvendes af analytikere (2016: 8,1%)

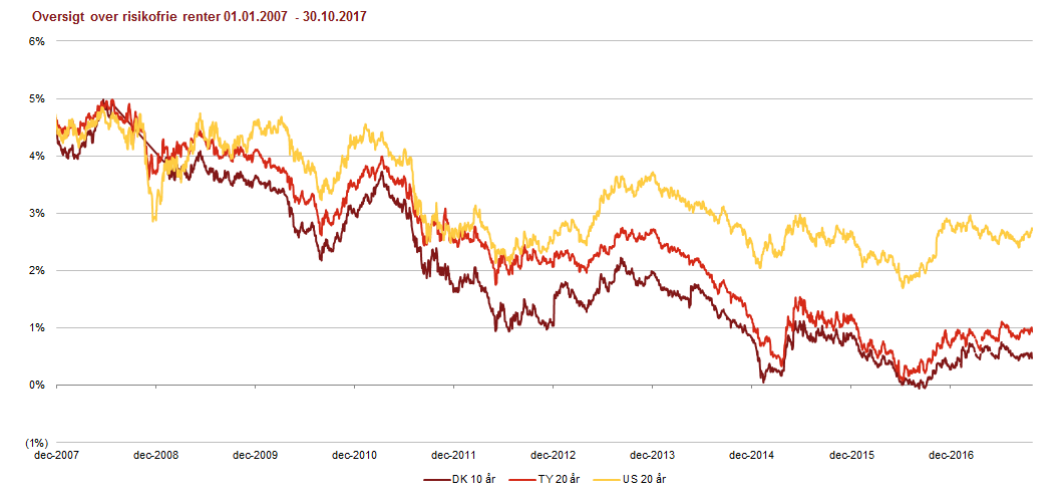


Ligeledes illustreres det afkastkrav (efter skat), som danske C20-virksomheder samt andre udvalgte større virksomheder anvendte til nedskrivningstests af goodwill for regnskabsåret 2015, jf. deres årsrapporter. Afkastkravet efter skat er estimeret ved at gange det oplyste "før skat"-afkastkrav med (1 - skattesatsen). Det gennemsnitlige anvendte afkastkrav kan estimeres til 7,5 %, når der ses bort fra Carlsberg, hvor der er usikkerhed om opgørelsen af afkastkravet.

Gns. WACC efter skat (2016 / seneste årsregnskab) på 7,1% anvendes ved impairment tests (7,5% excl. Carlsberg)



Bilag 2



Ovenstående er baseret på den effektive rente på en 10-årig statsobligation. Pr. 27. oktober 2017 var de tre respektive renter:

- Danmark (10 år): 0,48 %
- Tyskland (20 år): 0,94 %
- USA (20 år): 2,71 %

Bilag 3

Driftsmæssig risiko	Finansiel risiko	Samlet risiko	Gearet beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Kilde: Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele

Den samlede risiko omfatter både den driftsmæssige og finansielle risiko. Faktorer, som kan have betydning for den driftsmæssige risiko, er (ej udtømmende):

- Konjunkturfølsomhed
- Muligheden for at tilpasse salgspriser til ændringer i indkøbspriser
- Driftsmæssig gearing.

Faktorer, som kan have betydning for den finansielle risiko, er (ej udtømmende):

- Finansiell gearing
- Afdragsprofilen
- Lånerentens volatilitet (fast versus variabelt forrentet lån)
- Valutarisici
- Realiserbare aktiver.

Bilag 4

S&P Capital IQ Corporate Spreads for Industrials - 10Y

Rating	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	27-10-2017
Aaa/AAA	1,14%	0,98%	0,69%	0,84%	1,14%	0,69%
Aa2/AA	1,23%	1,07%	0,91%	1,26%	1,35%	0,85%
A2/A	1,25%	1,13%	1,14%	1,45%	1,55%	0,92%
Baa2/BBB	1,91%	1,71%	1,62%	2,02%	1,93%	1,28%
Ba2/BB	5,78%	4,23%	4,44%	4,99%	3,95%	2,89%
B2/B	7,10%	5,84%	6,49%	8,03%	5,88%	5,60%
Caa2/CCC	9,99%	10,74%	11,28%	13,86%	9,53%	11,77%

Source: S&P Credit Ratings (Capital IQ)

Tallene er hentet fra S&P Capital IQ og vedrører amerikanske industrivirksomheders kredittillæg. Målingen sker på 10-årig noteret gæld. Ved nedskrivningstest er det ligeledes kredittillægget på langfristet gæld, der indgår i beregningen af afkastkravet.

Standard & Poor's har undersøgt ni nøgletal for amerikanske virksomheder med forskellige ratings. Baseret herpå er der udarbejdet medianer for nøgletallene for virksomhederne inden for de enkelte ratings. Dette kan anvendes som inspiration, når den forventede rating skal findes. Generelt er AAA-ratings ekstremt sjældne, og en stor del af vores nedskrivningstests må forventes at vedrøre kunder midt på skalaen.

Adjusted Key Industrial Financial Ratios, Long-Term Debt -- U.S.

Medians of three-year (2011 to 2013) averages

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Oper. income (bef. D&A) / revenues (%)	28.0	26.9	22.7	21.3	17.9	19.2
Return on capital (%)	30.6	21.6	22.2	14.2	11.1	7.1
EBIT interest coverage (x)	40.8	17.3	10.3	5.5	3.2	1.3
EBITDA interest coverage (x)	48.3	21.3	14.1	8.2	5.2	2.8
FFO/debt (%)	293.8	117.3	68.6	35.4	24.4	12.0
Free oper. cash flow / debt (%)	189.0	78.8	45.9	19.4	11.5	3.5
Disc. Cash flow / debt (%)	92.6	48.0	30.5	13.3	8.4	2.2
Debt / EBITDA (x)	0.1	0.5	1.0	2.0	2.9	4.9
Debt / debt plus equity (%)	2.8	17.2	30.7	41.1	50.4	72.7
No. of companies	4	15	94	233	253	266

Adjusted Key Utility Financial Ratios, Long-Term Debt -- U.S.

Medians of three-year (2011 to 2013) averages

	AA	A	BBB	BB	B
Oper. income (bef. D&A) / revenues (%)	31.7	30.2	31.1	26.4	11.3
Return on capital (%)	10.6	8.5	7.6	8.3	5.6
EBIT interest coverage (x)	4.4	3.5	2.8	2.4	1.3
EBITDA interest coverage (x)	5.9	5.1	4.3	3.9	2.5
FFO/debt (%)	29.4	22.7	19.9	12.7	11.7
Free oper. cash flow / debt (%)	10.1	2.1	0.6	5.2	10.7
Disc. Cash flow / debt (%)	(1.7)	(3.8)	(3.9)	0.0	(0.8)
Debt / EBITDA (x)	2.8	3.6	3.8	4.9	5.2
Debt / debt plus equity (%)	47.2	52.3	54.4	57.2	74.0
No. of companies	1	68	112	5	7

Der findes ikke analyser for alle brancher. Ovenstående viser virksomheder inden for industri og forsyning, som kan anvendes til analyse af jeres egne virksomheder.

Bilag 4

Oversigt fra Euroinvestor



Litteraturliste

Hjemmesider

- Af Børsen: *Matas aktie oversigt*
Internetadresse: <https://borsen.dk/vaerktoej/virksomhedsside/isin/0LNKMJHVGROMD/matas.html>
- Af Matas egen hjemmeside: *Historie*
Internetadresse: <https://www.matas.dk/historie-1>
- Af CVR.dk: *Matas A/S, årsrapport fra 2013/2014 til og med 2017/2018*
Internetadresse: <https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=27528406&soeg=matas&type=undefined&language=da>
- Af Matas egen hjemmeside: *Plasir*
internetadresse: <https://www.matas.dk/plaisir-intensive-anti-ageing-day-cream>
- Af InvesteringsBloggen: *Price/earning (P/E)*
Internetadresse: <http://investeringsbloggen.dk/price-earning-pe/>
- Af InvesteringsBloggen: *Kurs/indre værdi (K/I)*
Internetadresse: <http://investeringsbloggen.dk/kurs-indre-vaerdi-ki/>
- Af InvesteringsBloggen: *Dividend Discount Model (DDM)*
Internetadresse: <http://investeringsbloggen.dk/dividend-discount-model-ddm/>
- Af investeringsBloggen: *Price/sales (P/S)*
Internetadresse: <http://investeringsbloggen.dk/tag/dcf/>
- Af InvesteringsBloggen: *Valueringsmetoder*
Internetadresse: <http://investeringsbloggen.dk/valueringsmetoder/>
- Af Microsoft office: *Funktionen NUTIDSVÆRDI*
Internetadresse: <https://support.office.com/da-dk/article/funktionen-nutidsv%C3%86rdi-8672cb67-2576-4d07-b67b-ac28acf2a568?fbclid=IwAR3NJvyv6wJFYLB9jKG2Rh5MIEYN9CWAh0SMoQv-xqMNj439bmvaDPjndY>
- Af Vinderstrategi: *Porters gensersiek strategier: Hvad, hvordan og hvorfor*
Internetadresse: <https://vinderstrategi.dk/2017/02/14/porters-generiske-strategier-hvordan->

[hvorfor/?gclid=Cj0KCQjwg73kBRDVARIsAF-kEH-ZndaqDUVz47N_k5umzXtXZ-lFoERbrgj7PU0RJ2l3rIHW5DG9mRAaArQNEALw_wcB](http://www.hvorfor/?gclid=Cj0KCQjwg73kBRDVARIsAF-kEH-ZndaqDUVz47N_k5umzXtXZ-lFoERbrgj7PU0RJ2l3rIHW5DG9mRAaArQNEALw_wcB)

- Af Vinderstrategi: *Porter's generiske strategier*
Internetadresse: <http://marketingteorier.dk/porters-konkurrencestrategier-generiske-strategier>
- Af BETABOX.dk: *SWOT analyse*
Internetadresse: <http://betabox.dk/2016/08/04/swot-analyse/>
- Af Marketingteorier.dk: *Maslows behovspyramide*
Internetadresse: <http://marketingteorier.dk/maslows-behovspyramide>
- Af Forklar mig lige, fri adgang til det vi ved: *Porters Five Forces*
Internetadresse: <http://www.forklarmiglige.dk/porters-five-forces>
- Af Ingeniøren: Regeringen vil forbyde mikroplast i kosmetik (d. 5. december 2018)
Internetadresse: <https://ing.dk/artikel/regeringen-vil-forbyde-mikroplast-kosmetik-222452>
- Af Søndag: Sådan laver du dine egne skønhedsprodukter (d. 22. Maj 2012)
Internetadresse: <https://www.femina.dk/soendag/mode/skoenhed/saadan-laver-du-dine-egne-skoenhedsprodukter>
- Af RetailNews: *Delebutiker hitter: Lukkass og Lars sælger buketter og klipper lokker (d. 29. marts 2019)*
Internetadresse: https://www.retailnews.dk/article/view/654183/delebutikker_hitter_lukkass_og_lars_saelger_buketter_og_klipper_lokker
- Af Danske Bank: *I år får vi flere penge til os selv*
Internetadresse: <https://danskebank.dk/privat/news/vi-har-flere-penge-til-os-selv>
- Af Danmarks Statestik: *Forbrug efter prisenhed, husstand, forbrugsgruppe og tid*
Internetadresse: <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>
- Af Bisnode: *Navne & Numre erhverv, branchekode: 477500-Detailhandel*
Internetadresse: <http://erhverv.nnmarkedsddata.dk.zorac.aub.aau.dk/Content/Search/SearchResult.aspx>
- Af den Store Danske Gyldedal: *Kosmetik*
Internetadresse:

http://denstoredanske.dk/Livsstil_sport_og_fritid/Sk%C3%B8nhedspleje/Hudpleje_kosmetik_og_parfume/kosmetik

- Af Bedre Business: *Mændene haler ind på kvinderne - Salget af skønhedsprodukter boomer på nettet*
Internetadresse: <https://bedrebusiness.dk/05/maendene-haler-paa-kvinderne-salget-skoenhedsprodukter-boomer-paa-nettet/>
- Af Forbrug.net: *Forbrugere mere bevidste om kemikalier og andre skadelige stoffer i skønhedsplejen (d. 17. september 2017)*
Internetadresse: <https://forbrug.net/forbrugere-mere-bevidste-kemikalier-andre-skadelige-stoffer-skoenhedsplejen/>
- Af Ecolabel: *Om Svanemærket og EU-Blomsten*
Internetadresse: <https://www.ecolabel.dk/da/blomsten-og-svanen/om-blomsten-og-svanen>
- Af Matas egen hjemmeside: *Sundhedsforhold*
Internetadresse: <https://www.matas.dk/sundhedsforhold>
- Af TV2: *Der er lagt i ovnen til en ny finanskrisen i 2020, siger topøkonom - og Trump er cheffkokken (d. 13. september 2018)*
Internetadresse: <http://nyheder.tv2.dk/business/2018-09-13-der-er-lagt-i-ovnen-til-en-ny-finanskrisen-i-2020-siger-topoekonom-og-trump-er>
- Af Videnstrategi: *Porters generiske strategier. Hvad, hvordan og hvorfor*
Internetadresse: <https://vinderstrategi.dk/2017/02/14/porters-generiske-strategier-hvordan-hvorfor/Af>
- Skatteministeriet: *Selskabsskattesatser i EU-landene*
Internetadresse: <https://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene>
- Af Chain Index: *Om frivillige kæder*
Internetadresse: <https://chainindex.dk/om-frivillige-kaeder>
- Af Matas egen hjemmeside: *Materialist elev*
Internetadresse: <https://matas.career.empty.com/elev-i-matas>
- Af SkatteInform: *Satser for selskaber*
Internetadresse: <https://www.skatteinform.dk/dk/graenser-og-satser/graenser-og-satser/satser-for-selskaber/>

- Af Danmarks Statestik: *Rentesatser, ultimo (pct p.a.) Efter tid og type*
Internetadresse: <https://www.statbank.dk/statbank5a/Selectout/pivot.asp>
- Af Matas egen hjemmeside: *Miljømærkede varer*
Internetadresse <https://www.matas.dk/miljoemaerkedevarer>
- Af Matas egen hjemmeside: *Striberne tjekkes af Eurofins Steins Laboratorium*
Internetadresse: <https://www.matas.dk/eurofins-steins-laboratorium>
- Af Den Store Danske: *Kapitalstruktur*
Internetadresse:
[http://denstoredanske.dk/Samfund, jura og politik/%C3%98konomi/Finans/kapitalstruktur](http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/%C3%98konomi/Finans/kapitalstruktur)
- Af Hviid advokater: *Kapitalforhøjelse og kapitalnedsættelse*
Internetadresse: <https://hviidadvokater.dk/kapitalforhoejelse-kapitalnedsaettelse/>
- Af CVR.dk: Registrerings historik omkring kapitalnedsættelse og udbyttebetaling
Internetadresse:
<https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=27528406&soeg=matas&type=undefined&language=da>
- Af Danmarks statestik: *BNP i faste priser*
Internetadresse: <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=27606>
- Af Matas egen hjemmeside: *Pressemeddelelser; Matas investerer 600 mio. i fornyelse (d. 30 maj 2018)*
Internetadresse: <https://investor.matas.dk/da/news-releases/news-release-details/matas-investerer-600-mio-i-fornyelse-30-maj-2018>
- Af SkatteInform: *Satser for selskaber*
Internetadresse: <https://www.skatteinform.dk/dk/graenser-og-satser/graenser-og-satser/satser-for-selskaber/>
- Af TalkingOfMoney.com: *Hvordan beregnes effektive skatteprocenter ud fra resultatopgørelser?*
Internetadresse: <https://da.talkingofmoney.com/how-are-effective-tax-rates-calculated-from-income-statements>
- Af SKAT: *Markedsrisikopræmie*
Internetadresse: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219&chk=216301>

- Af Optimum Concultion: *Stor internation undersøgelse viser, at der er markante forskelle i investorernes forretningskrav til investeringer i Danmark (Maj 2018)*
Internetadresse: <http://optimum-consulting.dk/wp-content/uploads/2018/06/Investorernes-forretningskrav-Resultatet-af-P.-F.s-2017-sp%C3%B8rgeskemaunders%C3%B8gelse-maj-2018.pdf>
- Af Infront Analytics: *Levered/Unlevered Beta of Matas A/S*
Internetadresse: <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/40008SD/Matas-A-S/beta>
- Af Euroinvestor: *Matas A/S aktie*
Internetadresse: <https://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/matasa-s/15735621>
- Af Børsen: *Ledelse – Værdiansættelse af virksomheder (jannuar 2004)*
Internetadresse: https://ledelse.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html
- Af SMV Portalen: *Omsætningshastigheder*
Internetadresse: <http://www.smvportalen.dk/Skat-budget-regnskab/Skat-budget-regnskab/Nogletalenes%20ABC/Omsaetningshastigheder>

Bøger

- Af Gjellerup forlag, Ole Sørensen: *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 5. udgave*
- Af Retail Institute Scandinavia A/S forlag, Henning Bahr: *Kæder i Danske Detailhandel 2018*
- Af Jurist- og økonomforbundets forlag, Charlotte Stisen Flyger, Ove Hedegaard og Preben Melander: *Økonomisk virksomheds beskrivelse 2. udgave*
- Af Jurist- og økonomforbundets forlag, Anders Drejer og Jakob blok Grabow: *Fast Forward Strategi en moderne og nødvendig opfattelse af strategi 1. udgave*
- Harlas Enderud m.fl., “Hvad er organisations-sociologisk metode”, 1984