



Strategisk analyse og værdiansættelse af Matas A/S

HD 2. del – Regnskab og økonomistyring

Aalborg Universitet – 8. Semester – maj 2020

Forfatter:

Jeannie Marie Andersen – studienr. 20126728

Vejleder:

Jens Riis Andersen

Anslag:

131.717

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1: Baggrund for opgaven	4
1.1. English summary	4
1.2. Indledning	5
1.3. Problemformulering.....	7
1.4. Afgrænsning	7
1.5. Metodevalg	8
1.5.1. Kildekritik og dataindsamling	9
1.5.2. Opgavestruktur.....	10
Kapitel 2: Præsentation af virksomheden	12
2.1. Virksomhedsbeskrivelse	12
Kapitel 3: Strategiske analyse.....	15
3.1 Ekstern analyse.....	15
3.1.1 PESTEL-analyse.....	15
3.1.2 Brancheanalyse - Poters Five Forces.....	21
3.2 Intern analyse	27
3.2.1 Værdikæde	27
3.2.2 Anshoffs vækstmatrice.....	34
3.2.3 Porters genetiske konkurrencestrategier	36
3.3 SWOT-analyse	38
3.4 TOWS-analyse	40
Kapitel 4: Regnskabsanalyse.....	43
4.1 Reformulering.....	43
4.1.2 Resultatopgørelse til analyseformål	43
4.1.3 Managerial Balance Sheet.....	44
4.2 Nøgletalsanalyse	45
4.2.1 Return on invested capital.....	46
4.2.2 Capital turnover	46
4.2.3 Operation profit margin	47
4.2.4 Financial leverage multiplier	48
4.2.5 Financial structure ratio	48
4.2.6 Financial cost ratio	49
4.2.6 Tax effect ratio	49
4.2.7 Return on equity.....	49
4.2.8 Delkonklusion	50
4.3 Budgettering	50
4.3.1. Resultatbudget.....	51
4.3.2. Balancebudget	54
Kapitel 5: Værdiansættelse	60
5.1. Værdiansættelsesmetoder	60
5.1.2. Multipel-værdiansættelse.....	60
5.1.3. Discounted cash flow (DCF-model)	61
5.1.4. Valg af værdiansættelsesmodel	62
5.2. Værdiansættelse efter DCF-modellen	62
5.2.1 Beregning af weighted average cost of capital (WACC).....	63
5.2.2 Det frie cash flow.....	67
5.2.3 Terminalværdi.....	68
5.2.4 Beregning af værdiansættelsen	69
5.2.5 Delkonklusion	70

Kapitel 6: Konklusion	72
6.1. Konklusion	72
Litteraturlise	74
Årsrapporter.....	74
Bøger.....	74
Publikationer.....	74
Hjemmesider	75
Bilag.....	76
Bilag 1 Matas' resultatopgørelse de seneste 5 år	76
Bilag 2 Matas' balance de seneste 5 år	77
Bilag 3 Reuters BETA-værdi	78
Bilag 4 Udsnit af udregning af BETA-værdien	79
Bilag 5 Ordoptælling – antal anslag.....	80

Kapitel 1: Baggrund for opgaven

1.1. English summary

Matas A/S is a Danish company that sells beauty and personal care products in Denmark. The company has existed since 1949. In 2013 Matas was listed on the NASDAQ OMX Copenhagen stock exchange and since then the share price has fallen. If we look at the average for the NASDAQ OMC Copenhagen the stock prices have had a positive trend and on that background, the primary question in this project is:

Is Matas stock price above or underestimated on 30.12.2019?

To answer the question, the project consists of strategic analysis, a financial analysis, and a valuation. The strategic analysis highlighted that Matas has a good market position but the competition is become hard over the last few years, because of the focus on the environment and online shopping. Furthermore, the strategic analysis highlighted that Matas has its competitive advantages of customer club and well-trained staff in the stores. The strategic analysis also highlighted that they must change their strategy to maintain their current position. The financial analysis highlighted that Matas' economy over the past five years has been downward and they have made less money. The return on equity has fallen from 12,09% to 9,95% in the analysis period. The company is implementing a new strategy with a focus on online sales and that if necessary if they want to exist in the future.

The financial analysis combined with the strategic analysis has been used to predict the future budget. The future budget is based on a period of ten years and makes it possible to calculate the valuation. The valuation is calculated based on the DCF-model that was the model that was considered most relevant for the valuation of Matas. The stock price was calculated to 708,65 DKR. Which are 653,55 DKK higher than the official stock price on 55,10 DKR on 30th December 2019. The calculated stock price is based on a budget and therefore many uncertainties are involved and the official price stock is based on shareholders' expectations and speculations, which may explain the difference.

This project concludes that Matas' official price at 55,10 DKR is undervalued compared to the calculated stock price at 708,65 DKR.

1.2. Indledning

Detailbranchen har eksisteret i mange årtier og stikker helt tilbage til dengang hvor bønder og andre producenter mødtes på markeder hvor de solgte og byttede varer med hinanden. Der er sket meget siden da, hvor både effektivisering, globalisering og digitalisering har haft stor betydning for branchen. Fælles fra dengang og til i dag er, at det er en branche som er stærkt påvirket af forbrugernes adfærd og hvor samfundsændringer har stor betydning for detailbranchen. I dag består detailbranchen af forskellige virksomheder som sælger varer direkte til forbrugerne enten via fysiske butikker eller via nethandel. Sidste nævnte vinder mere og mere frem, hvilket betyder at de fysiske butikker er presset mere end nogensinde før og flere må lukke mens lokaler står tomme i byernes gågader¹.

Tager vi et specifikt kig på produkter indenfor skønhed, sundhed og personligpleje som er en del af detailbranchen og som i dag sælges i mange forskellige typer butikker heriblandt apoteker, supermarkeder, tøjkæder, specialforretninger og online via internetbutikker. Matas A/S kan nævnes som en af de største aktører på markedet indenfor disse produkter og virksomheden sidder i dag på en stor del af det danske marked. De seneste år har de dog været presset og oplevet en øget konkurrence fra bl.a. lavpriskæden Normal, som de seneste år er buldret frem på det danske marked². Samtidig bliver nethandel mere og mere udbredt hvilket også bidrager til øget konkurrence på markedet. Man er som virksomhed i detailbranchen derfor nødt til at følge med tendenserne eller tænke i nye baner, for at kunne differentiere sig fra konkurrenterne og sikre sig overlevelse.

Siden 2013 har Matas A/S været børsnoteret på fondsbørsen og nedenfor ses en graf over udviklingen i virksomhedens aktiekurs de seneste 5 år. Det ser umiddelbart ud som om, at den øgede konkurrence afspejles i udviklingen af Matas A/S' aktiekurs. Her ses det, at kursen de seneste 5 år har været svingende men med en overvejende nedadgående tendens. Aktiekursen lå da den var på sit højeste i starten af 2015 på omkring 160 kr., hvor den ved udgangen af 2019 er mere end halveret og er nede på 55 kr.

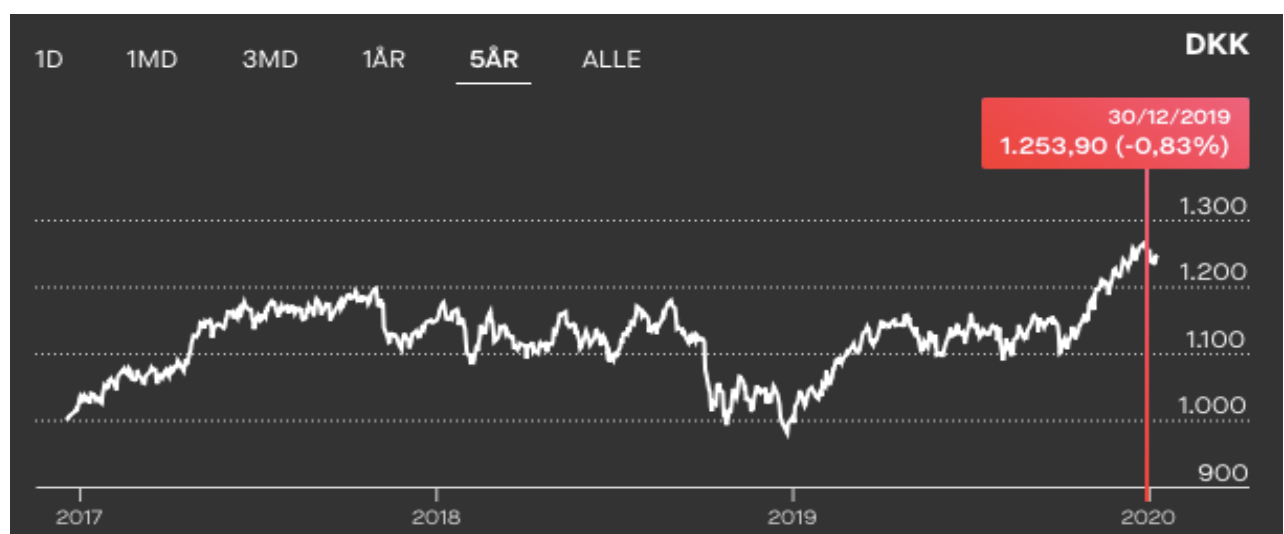
¹ Artikel: "Butikker lukker på stribe mens forbrugerne ændrer vaner", 4. december 2019, Jyllands-Posten

² Artikel: "Matas opruster med luksuskoncept: Går til angreb på Normal, Zalando og Supermarkederne", 12. Marts 2019, Børsen



Figur 1: Udvikling i aktiekursen de seneste 5 år for Matas A/S³

Det kunne være interessant at se på, hvorvidt Matas A/S følger den samme tendens som gennemsnittet på det danske aktiemarkedet. Nedenfor ses derfor en graf over udviklingen af gennemsnitskursen for de 25 mest handlede aktier på markedet i Danmark.



Figur 2: Udvikling i aktiekursen de seneste 5 år for OMXC25⁴

Kigger vi på ovenstående graf, ses det at den gennemsnitlige kursværdi på OMXC25 de seneste 5 år har været svingende og med et større fald i udgangen af 2018. Dog har den samlet tendens set henover hele den 5 årige periode været overvejende opadgående. Sammenligner vi derfor Matas A/S med den gennemsnitlige værdi på det danske aktiemarked afviger

³ <https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/matas-as/24181>

⁴ <https://www.euroinvestor.dk>

virksomheden fra gennemsnittet, da deres aktiekurs overvejende har haft en nedadgående tendens.

Dette virker interessant og har givet inspiration til, at analysere udviklingen i Matas A/S og undersøge om den teoretiske værdiansættelse afspejler børsværdien pr. 30.12.2019.

1.3. Problemformulering

Som det fremgår af ovenstående indledning har Matas A/S' (fremover nævnt som Matas) aktiekurs de sidste 5 år har haft en nedadgående tendens, hvorimod den gennemsnitlige aktieværdi for aktiemarkedet har haft en opadgående tendens. Dette har udmønteret sig i følgende problemformulering som vil blive undersøgt i denne afhandling:

Er Matas' aktieværdi over- eller undervurderet pr. 30.12.2019?

Ovenstående hovedspørgsmål vil blive forsøgt besvaret igennem nedenstående underspørgsmål:

- *Hvordan er Matas' strategiske position ?*
- *Hvordan har Matas' økonomiske udvikling været de sidste 5 år?*
- *Hvilke værdiansættelsesmetoder kan anvendes til vurdering af Matas værdi?*
- *Hvad er den teoretiske værdi for Matas pr. 30.12.2019?*

1.4. Afgrænsning

Denne afhandling udarbejdes udelukkende ved brug af offentlig tilgængelig information og materiale om Matas. Alt information er indhentet inden d. 1. April 2020 hvorfor alt information og materiale offentliggjort efter denne dato ikke finder anvendelse i afhandlingen.

Afhandlingen afgrænses til kun at omfatte koncernregnskabet for Matas og der fokuseres derfor på virksomheden som helhed. Der vil derfor ikke ske opdeling af de forskellige selskaber samt produkter. I forbindelse med den strategiske analyse af Matas, vil der kunne anvendes mange forskellige modeller. For at nå i mål med analysen er de anvendte modeller i

opgaven vurderet som tilstrækkelig til at kunne danne grundlag for værdiansættelsen.

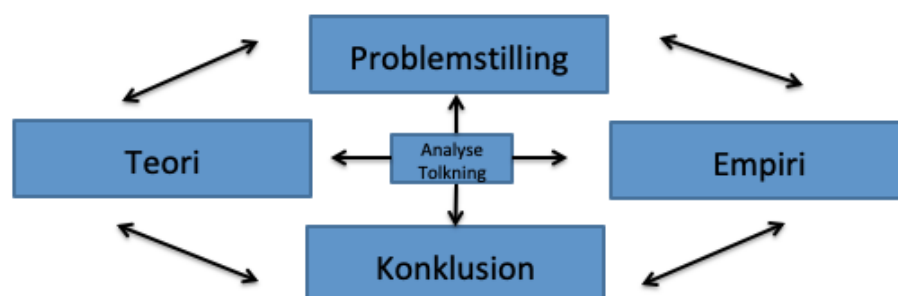
Afhandlingen afgrænser sig derfor fra yderligere strategiske modeller end de der anvendes i opgaven.

Regnskabsanalysen afgrænses til at omfatte de seneste fem aflagte årsrapporter for Matas, af hensyn til opgavens omfang. Der afgrænses ligeledes fra den skattemæssige behandling af årsrapporterne samt alt skattelovgivning herom. Dette vil derfor ikke blive behandlet.

Til brug for værdiansættelsen vil der på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalyse blive udarbejdet et 10 årig budget. Budgettet udarbejdes med udgangspunkt i modeller forelagt på HD-studiet og vil blive foretaget skønsmæssigt på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Ved beregning af den teoretisk værdi for Matas vil der ligeledes blive anvendt metoder som er formidlet og undervist i på HD- studiet.

1.5. Metodevalg

Til besvarelse af problemformuleringen i denne opgave beskrives der i dette afsnit hvilke fremgangsmåde og metodikker der vil finde anvendelse. Besvarelsen vil blive udarbejdet med udgangspunkt i den deduktive metode⁵ hvor der vil gøres brug af eksisterende viden, herunder teorier og modeller fra undervisningen på HD-studiet og der ses på en konkret problemstilling. Den videnskabelig metode som jeg vil anvende til at besvare min problemformulering, kan illustreres med nedenstående model som viser sammenspillet i opgaven.



Figur 3: Videns produktionsprocessen⁶

⁵ Produktion af viden – Peter Nielsen, 3. Udgave, s. 49

⁶ Kilde: Egen fremstilling på baggrund af figur I.I. s. 11 i Produktion af viden – Peter Nielsen 3. Udgave

Det ses af ovenstående, at for at kunne konkludere på problemstillingen, er det nødvendigt at analysere og tolke på teori og empiri hvorfor dette vil være udgangspunktet i min afhandling. Der vil ligeledes arbejdes på det problemløsnede- og problemidentificerende niveau, for at kunne besvare problemformuleringen. Empirien i opgaven vil bestå af data forankret i sekundære kilder herunder kvalitative og kvantitative data. Der vil så vidt det er muligt primært gøres brug af objektive kilder, dog vil informationer fra Matas kunne indeholde subjektive informationer. For at begrænse dette, er der taget kontakt til objektive analytikere af Matas, fra henholdsvis Nordea og Danske Bank. Det har dog ikke været muligt, at fremskaffe materiale fra dem.

1.5.1. Kildekritik og dataindsamling

Igennem hele opgaven vil kilder og data løbende blive vurderet kritisk, for at sikre troværdigheden. Der vil derfor løbende anvendes fodnoter, hvor der refereres til hvilke kilder der er anvendt, i forbindelse med den indhentet information og materiale.

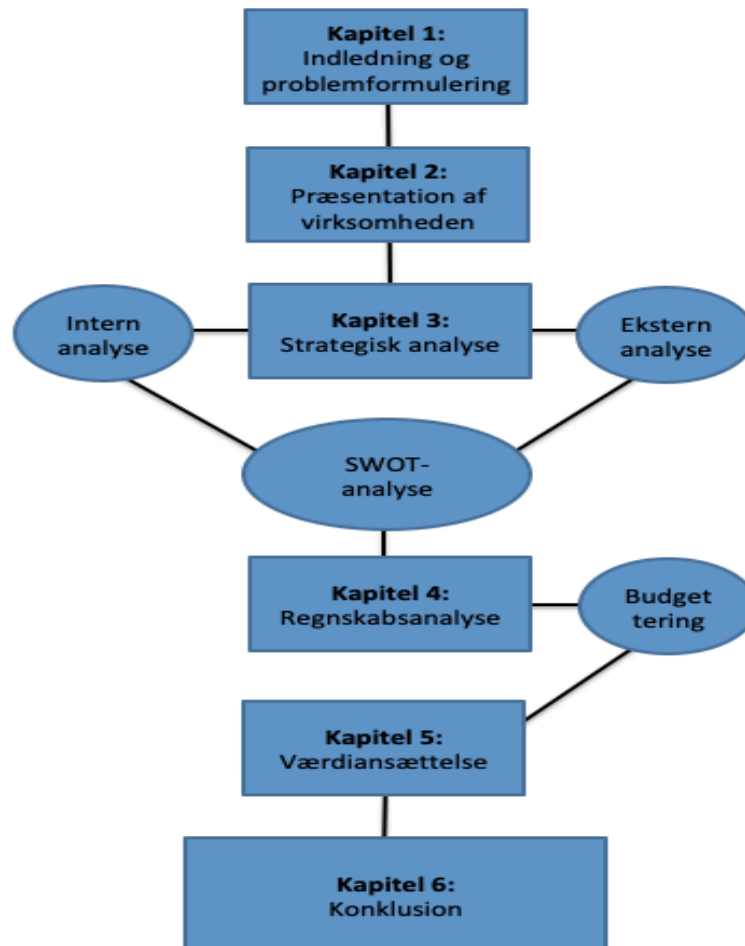
Der vil blive indsamlet data gennem diverse hjemmesider som Børsen, Politikken, Finans mv. Disse hjemmesider vurderes som troværdige, men vil alt andet lige være upræcise og udarbejdet med en anden hensigt end til brug for denne opgave. De vil derfor også indeholde informationer og oplysninger som kan være irrelevante for besvarelse af problemformuleringen. Brugen af avisartikler vil på denne baggrund forsøgt minimeret. Herudover vil der blive indhentet informationer fra Matas egen hjemmeside, disse vil højst sandsynlig være positive, da virksomheden naturligvis ikke ønsker en negativ fremstilling af sig selv.

De årsrapporter der anvendes i opgaven er alle revideret af Ernst & Young som er et godkendt revisionspartnerskab. Herudover er Matas børsnoteret og der stilles derfor store krav til årsrapporternes indhold og rapporterne vurderes derfor at være pålidelige kilder.

Der vil igennem hele opgaven blive anvendt teori og modeller fra lærebøger på HD-studiet i regnskab og økonomistyring. Alle modeller der anvendes i forbindelse med den strategiske analyse, regnskabsanalysen og værdiansættelsen er modeller fra undervisningen. Inden der anvendes en model, vil der blive foretaget en kritisk betragtning af denne, således troværdigheden i opgaven hele tiden bibeholdes.

1.5.2. Opgavestruktur

Opgaven vil bestå af 6 kapitler som er illustreret i nedenstående figur 4.



Figur 4: Opgavestruktur⁷

Formålet med kapitel 1, er at give læseren baggrunden for opgaven, så det er her problemformuleringen, metoden og selve afhandlingen generelt vil blive beskrevet.

Kapitel 2 tager udgangspunkt i underspørgsmål 1 og skal give læseren et kendskab til den omhandlede virksomhed. Der gives derfor en grundig virksomhedspræsentation af Matas, hvor både historie og dens aktiviteter vil blive beskrevet.

⁷ Kilde: Egen fremstilling

Kapitel 3 vil bestå af en strategisk analyse og har til formål at afdække underspørgsmål 2 *"Hvordan er Matas' strategiske position ?"*. Der vil således blive foretaget en ekstern analyse som skal afdække virksomhedens eksterne og konkurrencemæssige forhold samt en intern analyse som skal identificere virksomhedens stærke og svage sider. Den strategiske analyse vil blive opsamlet i en SWOT-analyse med videreudvikling til TOWS-analyse.

I Kapitel 4 er der fokus på underspørgsmål 3 og der vil her blive foretaget en regnskabsanalyse på baggrund af Matas' seneste fem aflagte årsrapporter og skal hjælpe med af svare på underspørgsmålet *"Hvordan har Matas' økonomiske udvikling været de sidste 5 år?"*. Efterfølgende vil regnskabsanalysen og den strategiske analyse danne grundlag for et budget 10 år frem i tid.

I kapitel 5 arbejdes der med udgangspunkt i underspørgsmål 4. Her vil de forskellige værdiansættelsesmetoder blive vurderet og diskuteret herunder fordele og ulemper, hvorefter den teoretiske værdi for Matas vil blive beregnet. Kapitlet har derfor til formål at besvare underspørgsmålene *"Hvilke værdiansættelsesmetoder kan anvendes til vurdering af Matas værdi?"* og *"Hvad er den teoretiske værdi for Matas pr. 30.12.2019?"*

Opgavens sidste kapitel 6 skal indeholde en konklusion som skal runde afhandlingen af, ved at besvare den overordnet problemformulering.

Kapitel 2: Præsentation af virksomheden

2.1. Virksomhedsbeskrivelse⁸⁹

Matas er en del af materialistbranchen som har rødder tilbage til 1800-tallet hvor det var meget normalt, at en farmaceut startede en materialisthandel når vedkommende ikke kunne få et apotek. Hos materialisthandlerne kunne man bl.a. købe kemikalier, foderstoffer, urter og krydderier og blande sin egne cremer, hårvand mv. I 1949 fandt en flok materialister ud af, at hvis de sammen fortog deres indkøb kunne de opnå mængderabat og de indgik derfor et indkøbssamarbejde. I november 1949 dannede de **MAT**erialisternes **Aktie**Selskab som i dag er kendt som Matas A/S. Deres samarbejde blev en stor succes og året efter var 60 butikker allerede en del af aktionærkredsen. I 1956 var de klar til at præsentere deres eget logo, så det var tydeligt hvilke materialistbutikker det tilhørte Matas. Året efter indgik de et vigtigt samarbejde med Steins Laboratorium og der blev opstillet en række krav til hvad deres produkter måtte indeholde således de altid havde samme kvalitet. Det var også i disse år, at deres første avis udkom i 700.000 eksemplarer.

18 år efter Matas blev dannet var der over 150 materialister med i selskabet og sribedesignet som vi kender det i dag blev udviklet og så dagens lys. I 1974 lancerede Matas vitalshoppen som indeholdt vitaminer og kosttilskud som følge af den helsebølge der skyllede ind over Europa. Sidenhen har de lanceret en række naturbrands bl.a. Plaisir. To år efter fik de stemplet The Nordic Ecolabel. I året hvor Matas kunne fejre deres 40 års jubilæum fik det hele tre anerkendelser, da de blev kåret som den mest excelente detailkæde og fik både MMM prisen og Årets guldorn for at have den bedre ugeblads-annonce. Op i gennem 90'erne spillede miljøet en stor rolle og Matas iværksatte som den første kæde i Danmark, et landsdækkende retursystem hvor de tog brug emballage retur og var med til sikre genbrug. Det var også i denne periode, at Matas fik deres første produkter svanemærket og i dag kan de tilbyde omkring 90 svanemærkede produkter som oveni købet er deres egne.

⁸ <https://www.matas.dk/historie-1>

⁹ Matas Årsrapport 2018/2019

Gennemårerne har Matas skiftede ejer struktur men helt frem til 2007 bestod selskabet som det oprindeligt blev startet som **MAT**erialisternes **AktieS**elskab, efterfølgende valgte butiksejerne, at sælge Matas til kapitalfonden CVC Capital Partners som overtog 208 af butikkerne og de overgik herefter til at være en kapitalkæde. Senest er Matas i juni 2013 blevet børsnoteret på OMX Copenhagen og i den forbindelse bød de nu velkommen til omkring 12.000 nye aktionærer. I mellemprioriteten lancerede de deres hjemmeside Matas.dk og to år efter i 2010 oprettede de Club Matas som er en kundeklub der skulle være med til, at styrke relationen mellem kunderne og dem. Allerede ved årsskiftet havde de fået 400.000 medlemmer og i juni 2011 lancerede de Club Matas App. To år efter kundeklubben blev lancerede runde Matas 1 mio. Medlemmer og de udviklede et loyalitetskoncept hvor de stærkeste B2C virksomheder i Danmark indgik. I 2015 var 3 ud af 4 kvinder mellem 18 og 60 år medlem af Matas kundeklub.

I dag kender 99% af alle danske kvinder Matas og deres kundeklub er en af Danmarks største loyalitetsklubber med over 1,4 mio. aktive medlemmer. Der er i dag ikke flere privatejet butikker, de er alle opkøbt og samlet under det børsnoterede selskab Matas A/S. De forhandler i dag op i mod 25.000 forskellige varenumre, i forskellige priskategorier og fordelt på fire produktkategorier (Beauty, Vital, Material og Medicare). Deres primære salg kommer fra deres Beauty sortiment som består af skønhedsprodukter samt personligpleje, herunder kosmetik, dufte hudpleje mv. Herudover har de Vital sortimentet som består af vitaminer, kosttilskud, naturlægemidler og mineraler, deres Material som består af husholdningsprodukter og personligpleje bl.a. rengøringsprodukter, babypleje mv. og til sidst har de deres Medicare sortiment som er håndkøbsmedicin og sygeplejeprodukter. Matas har derfor en lang vifte af forskellige produkter og sælger også deres egne House brands som omfatter Striberne, Matas Natur og Plaisir. Deres egne produkter er kendetegnet ved et godt forhold mellem pris og kvalitet samtidig har de stor fokus på indholdsstoffer og miljøet.

I 2017 ansatte bestyrelsen en ny administrerende direktør og i den forbindelse blev det offentliggjort at der skal sættes på øget digitalisering og året efter præsenterede Matas en ny virksomhedsstrategi for de kommende fem år under navnet "Et fornyet Matas" hvor der skal investeres 600 mio. kr. i nethandel og butikker Samtidig offentliggjorde de deres nye "Matas

Natur” koncept hvor de satser på grønne produkter, helsekost og naturlig skønhed. Der er i den forbindelse for nylig åbnet to Matas Natur konceptbutikker.

Kapitel 3: Strategiske analyse

I det følgende vil der blive foretaget en strategisk analyse af Matas for at undersøge virksomhedens strategiske position. Den strategiske analyse består af en ekstern analyse og en intern analyse som tilsammen vil give et billede af Matas forretningsmodel og dermed også deres strategiske position. Analyserne der foretages er udarbejdet med udgangspunkt i offentlig tilgængelig information om Matas.

Den strategiske analyse opsamles og afsluttes med en SWOT-analyse hvor de væsentligste forhold der identificeret undervejs bliver opstillet som henholdsvis stærke og svage sider samt muligheder og trusler for virksomheden. SWOT-analysen vil efterfølgende blive videreudbygget til en TOWS-analyse hvor strategiske tiltag med udgangspunkt i SWOT-analysen vil blive identificeret.

3.1 Ekstern analyse

Den eksterne analyse har til formål, at identificere og belyse de eksterne faktorer som påvirker Matas. Til dette foretages der en analyse af virksomhedens omverden via PESTEL-analysen og der foretages en analyse af konkurrencesituation på markedet hvor Matas befinder sig, dette gøres via Porters Five Forces.

3.1.1 PESTEL-analyse

Den eksterne analyse indledes med en PESTEL-analyse som er en omverdenmodel og dermed et teoretisk redskab der har til formål, at analysere og undersøge de faktorer i omverdenen som påvirker virksomheden. Modellen er en videreudvikling af PEST-analysen¹⁰ som undersøger de politiske forhold, økonomiske forhold, de sociale og kulturelle forhold samt teknologiske forhold. Foruden disse fire forhold inddrager PESTEL-analysen også de miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold som begge især findes relevant for Matas. Relevansen kan begrundes med, at miljøet har stor indflydelse på virksomhedens forretning og produktudvikling, da samfundet lige i tiden har stor fokus på miljøet. Det samme gør sig gældende for det lovmæssige som Matas også påvirkes af. Det er derfor denne model, der anvendes til at analysere og identificere relevante forhold i virksomhedens omverden.

¹⁰ <http://marketingteorier.dk/pestel-analyse>

Det er vigtigt, at have i mente i forbindelse med brugen af PESTEL-analysen, at den udelukkende har fokus på fortiden og den medtager derfor ikke elementer for fremtiden¹¹. Den vurderes dog fortsat for, at være relevant for Matas, da det er godt at kende sin fortid for, at kunne agere og håndtere eventuelle fremtidig udfordringer. Herudover kan modellen ikke anvendes til at bearbejde de eksterne forhold, men anvendes udelukkende til at give et overblik over de forhold i Matas omverden som de skal være opmærksomme på.

De politiske forhold

Matas er en af de største aktører på detailmarkedet og kan dermed ikke undgå, at blive påvirket såfremt politikkerne ændre på rammerne eller fastsætter nye inden for skønheds- og sundhedsprodukter eller for detailmarkedet generelt. Virksomheden vil i særdeleshed, ikke kunne undgå at blive påvirket af f.eks. afgifter. En pludselig pålagt afgift vil have en negativ påvirkning på virksomheden. De seneste år er der kommet større fokus på miljøet og det er også noget politikkerne efterhånden er begyndt at sætte højt på dagsorden. De har bl.a. i sinde at sætte ind over for forbruget af plastik hvor afgiften på bæreposer skal fordobles¹². Sådanne tiltag vil påvirke Matas og evt. yderligere tiltag imod plastik kan have negative konsekvenser for virksomheden, da mange af deres produkters emballage består af plastik. De er derfor nødsaget til, at følge med i hvad der foregår på politisk indenfor deres områder.

Det er tidligere set, at politikerne ændre på selskabsskatten, den justeres enten op eller ned. Selskabsskatten er senest sat ned og sådan en ændring har en positiv effekt på Matas men besluttes der pludselig fra politisk side, at den skal sættes op, vil dette have en negativ påvirkning på dem. Overordnet set vil enhver politisk ustabilitet i et eller andet omfang påvirke de danske virksomheder og Matas er ingen undtagelse hvorfor de politiske forhold er en vigtig faktor, som de altid bør have for øje i deres omverden.

De økonomiske forhold

Detailbranchen som Matas operer i er stærkt afhængig af forbrugernes købekraft og branchen påvirkes derfor stærkt af ændringer i markedsøkonomien. Det er derfor en konjunkturfølsom branche, hvor virksomhederne påvirkes i enten den ene eller anden retning alt afhængig af, om der er lav-eller højkonjunktur i landet. En højkonjunktur er kendetegnet ved stor

¹¹ <http://marketingteorier.dk/pestel-analyse>

¹² <https://www.regeringen.dk/nyheder/ffl20-ny-groen-retning-for-danmark/>

produktion og beskæftigelse og dermed lav arbejdsløshed. Dette betyder oftest også at forbrugerne, har flere penge mellem hænderne. En lavkonjunktur er omvendt kendetegnet ved høj arbejdsløshed, lav efterspørgsel og produktion og kan resultere i faldende priser¹³. De seneste år har Danmark oplevet opsving i økonomien og vi befinder os forsat i en periode med højkonjunktur¹⁴ hvilket har en positiv effekt på Matas. Opsving og fremgang i økonomien betyder, at forbrugerne ikke er tilbageholdende med, at bruge deres penge og øge deres privatforbrug. For Matas betyder dette, at de har nemmere ved at sælge deres produkter og øge deres omsætningen i disse år.

De sociale og kulturelle forhold

De fleste i Danmark kender i dag til Matas og de har en stærk position hvor bl.a. deres kundekub er en medløber til at styrke og bevarer denne. På trods af dette har de sociale forhold stor indflydelse på virksomheden, da livstilstendenser og mode er afgørende for hvor meget forbrugerne går op i skønhed og pleje. Det øget fokus på bæredygtighed, sundhed og økologi ses også at påvirke moden og livstilstendenserne. Det trender lige nu at købe genbrug, og være miljømæssig korrekt. Det er min opfattelse, at forbrugerne i dag er langt mere bevidste om deres valg af varetyper end tidligere. Sådant en tendens kan påvirke Matas og de skal derfor være særlig opmærksomme herpå. Det tyder dog på, at Matas allerede er bevidst om denne tendens, da de f.eks. har udviklet deres egen produktserie "Matas Natur" som er veganske hudplejeprodukter, med 100% økologisk indhold og er svanemærket således de tager hensyn til miljøet¹⁵.

De seneste år ses det også, at der bliver flere og flere ældre i Danmark hvilket har indflydelse på virksomheden. I takt med, at man bliver ældre er det ikke utænkelig, at man ændre præferencer og behov. Dette kan f.eks. betyde, at man ikke længere har samme behov for skønhedsprodukter som man havde da man var yngre. Det er derfor vigtigt, at Matas hele tiden er opmærksomme på de sociale og kulturelle forhold og forsøger at fastholde deres kunder hvis de fortsat skal bevare deres position på markedet.

¹³ http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Konjunkturteori_og_inflation/konjunktur

¹⁴ Artikel: "Nationalbanken ser flere år med opsving i dansk økonomi", 20.marts 2019, Politiken

¹⁵ <https://www.matas.dk/matass-natur>

De teknologiske forhold

Der er sket en rivende udvikling på det teknologiske område de seneste år og noget tyder på, at udviklingen fortsætter med raket fart. Dette har også betydning for Matas til trods for, at de ikke er en egentlig produktionsvirksomhed med store robotter og andet avanceret IT-udstyr. De benytter sig alligevel i et eller andet omfang af IT i forbindelse med lagerstyring, kasseapparater og onlinesalg. For at de kan være så effektive som muligt hvad angår deres betjening af kunderne i de fysiske butikker, er de nødt til at følge med ellers risikere de lange køer og utilfredse kunder. Det er f.eks. blevet muligt i flere og flere butikker, at kunne betale med sin Smartphone hvilket gør det meget nemmere for forbrugerne og sådan en udvikling bør Matas følge.

Der ses også en tendens til, at flere og flere handler online og her skal Matas også følge med, da konkurrencen ikke længere er begrænset til de fysiske butikker men også på internettet. Her er det vigtigt, med en god platform hvorfra kunderne nemt og uden problemer kan handle på og som løbende bliver tilpasset og opdateret.

De miljømæssige forhold

I disse tider er det stort set umuligt ikke at lade sig påvirke af de miljømæssige debatter som fylder rigtig meget, det gælder både hos politikker, hos forbrugerne og i næsten alle medier. Det er derfor en faktor i Matas omverden der bør være fokus på, da det er et forhold de fleste i et eller andet omfang er begyndt at gå op i. Det gælder både forbrugerne og politikerne. Det er heldigvis også noget Matas har bemærket og bæredygtighed er derfor en af deres tre hjertesager i deres CSR-strategi. Her forsøger de at have bæredygtighed for øje i alle deres processer, det gælder helt fra produktionen, til pakning og distribution, energiforbruget i butikkerne, udlevering af plastikposer til kunderne samt den tomme emballage fra de brugte produkter¹⁶. Samtidig har de også fokus på bæredygtige produkter og som tidligere nævnt har de lanceret produktserien "Matas natur" og i den forbindelse åbnede de også to Matas Natur konceptbutikker i 2018/19. Formålet er, at gøre det lettere for forbrugerne at vælge grønnere produkter indenfor skønhed og personligpleje.

¹⁶ Matas årsrapport 2018/2019, s. 32

Virksomheden har som en led i deres strategi vedrørende deres hjertesager en ambition om, at de for det kommende år vil udarbejde en endnu mere omfattende plastiskpolitik med fokus på plastikposer og genanvendelse af emballage¹⁷. De miljømæssige forhold er derfor et område Matas virkelig har sat fokus på, hvilket kan være med til at fastholde deres position på markedet.

De lovmæssige forhold

I Danmark er alle selskaber underlagt en række love og regler som er udstukket af myndighederne, her er Matas ingen undtagelse. De bliver derfor også påvirket når der sker ændringer på området. I sær indenfør skønheds- og sundhedsmarkedet er der en række love og regler som sundhedsstyrelsen fastsætter. Disse love og regler er Matas nødsaget til at følge, da overtrædelser kan have store negative konsekvenser for dem. Det gælder i særdeleshed indenfør håndkøbsmedicin som virksomheden er forhandler af, her er det vigtig de overholder de krav der er fastsættes. Udover de fastsatte love og regler som der er i Danmark, skal Matas også være opmærksomme på, at nogle af deres produkter kan være underlagt EU-lovgivning som kan have indflydelse og betydning for dem. Ændringer heri kan derfor også have både negative og positive konsekvenser for virksomheden.

Foruden lovgivning og krav til deres produkter er der også lovgivning vedrørende deres personale som de skal være opmærksomme på. Samtidig er der fornyeligt kommet skærpet fokus på persondata og der er derfor lavet en persondatalov hvor der er laver restriktioner for hvilke og hvordan virksomheder må og skal opbevare personfølsomme oplysninger. Dette er noget Matas især skal være opmærksomme på, da de i forbindelse med deres kundeklub og via deres salg på deres hjemmeside risikere at ligge inde med mange personfølsomme oplysninger på deres kunder. De lovmæssige forhold har derfor stor indflydelse på Matas og de skal hele tiden være opmærksomme på ændringer, da overtrædelser som tidligere nævnt, kan have store konsekvenser for dem.

3.1.1.1 Sammenfatning af PESTEL-analysen

Ovenstående analyse har identificeret de væsentligste udefrakommende faktorer, som Matas er påvirket af. Det er tydeligt, at der er faktorer som har indflydelse på virksomheden og som

¹⁷ Matas årsrapport 2018/2019, s. 32

de skal være opmærksomme på. Nedenfor er der lavet en sammenfatning af analysen, hvor hvert områdes påvirkning på Matas er vurderet på en skala fra 1-5 hvor 1 er lille påvirkning og 5 er stor påvirkning på virksomheden.

Område	Hvad påvirker	Betydning for virksomheden 1 = lille betydning/indflydelse 5 = stor betydning/indflydelse
De politiske forhold	Afgifter	3
	Ændringer i selskabsskatten	2
De økonomiske forhold	Konjunkturer	4
	Markedsøkonomien	3
De sociale og kulturelle forhold	Livsstilstendenser	3
	Flere og flere ældre i befolkningen	2
De teknologiske forhold	Internethandel	4
	Hurtig udvikling	3
De miljømæssige forhold	Øget fokus på miljøet	5
De lovmæssige forhold	Regler og krav for deres produkter	4
	Persondataloven	3

Figur 5: Sammenfatning PESTEL-analyse¹⁸

De politiske forhold er pålagte afgifter og ændringer i selskabsskatten vurderet til, at være de faktorer som vil have betydning for Matas. Her vil det være pålagte afgifter som vil påvirke og have størst betydning for virksomheden og denne vurderet til 3 hvorimod påvirkningen fra eventuelle ændringer i selskabsskatten vurderet til 2. Begge forhold vil udelukkende have økonomiske påvirkning på virksomheden og har ingen betydning for Matas salg og antal af kunder. Pålagte afgifter vil være en trussel for Matas, da dette vil være en ekstra pålagt udgift som kan resultere i, at de er nødsaget til at sætte deres priser op. Ændringer i selskabsskatten vil både kunne være en trussel men også en mulighed, alt efter om skatten sættes op eller ned.

Under de økonomiske forhold er konjunkturer og markedøkonomien identificeret som faktorer der påvirker Matas. Her er det især konjunkturer der har betydning for Matas og kan være en afgørende faktor for hvor meget de kan sælge. Det samme gør sig gældende for ændringer i markedøkonomien, begge faktorer har indflydelse på forbrugernes købekraft og jo større købekraft de har, jo større salg vil Matas formentlig opleve og omvendt vil en mindre købekraft hos forbrugerne betyde mindre salg. Faktorerne kan derfor både være en trussel og en mulighed for Matas, alt efter om vi er en periode med høj-eller lavkonjunktur. De sociale og

¹⁸ Kilde: Egen fremstilling

kulturelle forhold har også betydning for virksomheden som påvirkes af livsstilstendenser og ændringer i sammensætning af befolkningen. Her er det især livsstilstendenser som vurderes til 3 i forhold til påvirkningen. Det er vigtigt, at Matas formår at følge med tendenserne, da de ellers vil udgøre en trussel for dem.

Ser vi på de teknologiske forhold hvor især internethandel vinder frem som en konsekvens af den hurtige udvikling indenfor området og har betydning på Matas, da det øger konkurrencen på markedet. Det er derfor vurderet til 4 i forhold til påvirkningen af virksomheden og er en faktor hvorpå de bør have fokus og følge med, da det ellers kan have negative konsekvenser for dem. Generelt set kan den hurtig udviklende teknologi være en mulighed for Matas, såfremt de formår at have fokus herpå og følge med tendenserne.

De miljømæssige forhold er der øget fokus på og området er vurderet til at være den med størst betydning for virksomheden i dag. Det er derfor vigtig, at Matas har denne faktor for øje hele tiden og formår at være først med de nyeste tiltag indenfor bæredygtighed, da området ellers kan udgøre en alvorlig trussel for dem.

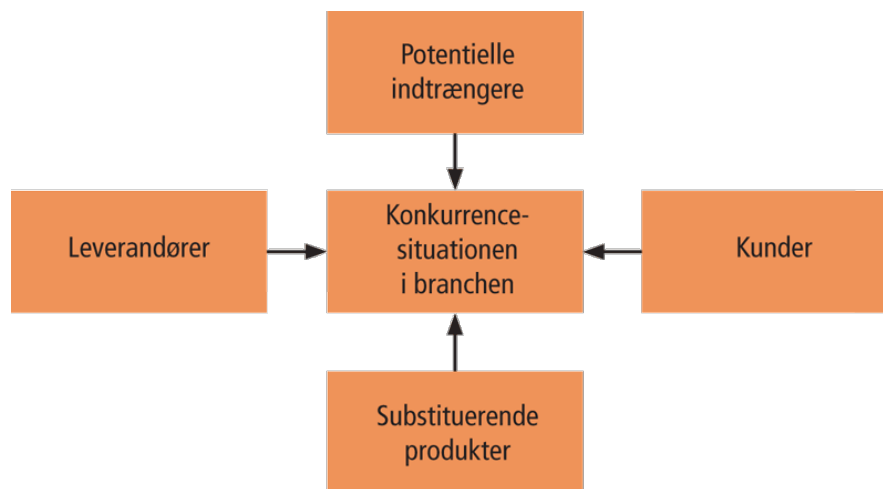
De lovmæssige forhold er heller ikke helt uden betydning, og her er det især lovgivning og krav vedrørende deres produkter som har betydning for dem. De skal derfor hele tiden følge med og tilpasse sig de ændringer der evt. vil komme. Området er en trussel for virksomheden, da de ikke har andre muligheder end at tilpasse sig de restriktioner der evt. er givet og gør de ikke det, kan det have alvorlige konsekvenser.

Ovenstående er alt sammen noget som Matas bør have for øje når der skal laves budgetter for de kommende år, da det kan have betydning herfor.

3.1.2 Brancheanalyse - Poters Five Forces

Efter ovenstående analyse hvor de væsentligste faktorer i Matas omverden blev belyst, vil der i denne analyse være fokus på konkurrencesituationen på markedet hvor Matas befinder sig. Matas sælger som tidligere nævnt produkter indenfor skønhed og personligpleje med flere forskellige typer produkter i denne kategori og operere kun på det danske marked. Analysen vil derfor udelukkende have fokus på at analysere konkurrencesituation indenfor skønhed- og personligpleje i Danmark.

Til dette anvendes Porters Five Forces som består af fem konkurrencemæssige kræfter som der tilsammen bestemmer lønsomheden og konkurrencesituationen i branchen¹⁹. Modellen er derfor oplagt at anvende, for at vurdere konkurrencen i branchen samt vurdere hvor stærk en position Matas har på markedet indenfor skønhed og personligpleje. Nedenfor ses modellen hvor de fem konkurrencemæssige kræfter fremgår og består af leverandører, kunder, mulige nye konkurrenter og substituerende produkter. Det er påvirkningen fra disse der vurderes og tilsammen udgør konkurrencesituationen på markedet.



Figur 6: Porters Five Forces²⁰

Modellen har sine svagheder og kritiseres for at passe bedst på simple markeder, da det kan være svært at analysere alle fem markeds kræfter hvis markedet er for komplekst²¹. Ligeledes vægtes alle kræfterne lige højt hvilket ikke nødvendigvis gør sig gældende for alle virksomheder²² og derfor vil markeds kræfterne i denne analyse blive vægtet ud fra, hvad der er vigtigst for Matas. Herudover kritiseres modellen for, at den ikke inddrager de interne faktorer i virksomheden som alt andet lige også er medvirkende til, at skabe konkurrencemæssige fordele. Dette ses dog ikke som et problem i denne opgave, da Matas interne forhold vil blive undersøgt i den interne analyse. Det vurderes dog på trods af

¹⁹ Driftsøkonomi, Peter Lynggaard, 7. Udgave, s. 274

²⁰ Kilde: <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3415>

²¹ Strategi i vindervirksomheder, Jørgen Lægaard & Mikael Vest, 4. Udgave, s. 75

²² Strategi i vindervirksomheder, Jørgen Lægaard & Mikael Vest, 4. Udgave, s. 75

ovenstående kritik af modellen, at denne er den mest oplagte at anvende til at belyse konkurrencesituationen.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Matas forhandler mange forskellige produkter indenfor branchen, heriblandt kosmetik, dufte, personligpleje, vitaminer og håndkøbsmedicin. De benytter sig derfor af, en lang række forskellige leverandører²³, både grossister, mærkevaredistributører samt producenter. Der er stor forskel på leverandørernes forhandlingsstyrke, alt efter om de er forhandler af dyre mærkevare produkter eller lavprisprodukter. Leverandørerne af de dyre mærkevarer, har alt andet lige, en stærkere forhandlingsstyrke, end dem der forhandler lavprisprodukter, da disse nemmere kan substitueres af andre. Matas køber og videresælger begge typer produkter og skal derfor være opmærksom på forskellen hos leverandørerne.

Det er samtidig en branche som er letpåvirkelig overfor ændringer indenfor trends og mode, det er derfor vigtig, at både Matas og leverandørerne formår, at tilpasse sig ændringer og kunne forudse dem. På den måde har de mulighed for, at være på forkant med dem. Det kræver derfor også at Matas har mulighed for, at lave hurtige ændringer i deres sortiment, for på denne måde sikre, at de hele tiden kan tilbyde det, som forbrugerne efterspørger. Det betyder, at et tæt samarbejde og gode forbindelser mellem Matas og leverandørerne er en nødvendighed for at dette er muligt. Matas kan dog være særlig udsat i forhold til leverandørerne, da negativ omtale af en af leverandørernes produkter som Matas er forhandler af, kan skade Matas og deres omdømme. En hvis form for påpasselighed og bevågenhed er derfor vigtig og et godt samarbejdet med leverandørerne er alt afgørende for Matas som er afhængige af deres leverandører.

Kundernes forhandlingsstyrke

Der findes mange udbydere af samme produkter som Matas hvilket giver forbrugerne et hav af muligheder når der skal vælges forhandler. Det betyder, at såfremt de ikke kan få det ønskede produkt til den rigtige pris, finder de bare produktet hos en anden forhandler. Kundernes loyalitet overfor Matas kan derfor være svært at fastholde, da prisen ofte er afgørende når forbrugerne skal vælge forhandler. Det gælder både indenfor skønhed og personligpleje. Udover prisen kan rådgivning om de forskellige produkter også have en

²³ Matas årsrapport 2018/2019, s. 21

betydning for, hvor kunderne vælger at købe det ønskede produkt. Her afhænger det af kundens behov. Har kunden et stort behov for vejledning og rådgivning i forbindelse med køb og valg af et produkt, er prisen højst sandsynlig ikke så afgørende. Det er derimod muligheden for professionel rådgivning der vil vægte højst og her har Matas mulighed for at differentiere sig fra konkurrenterne ved at have dygtig personale. Kunderne har dog forhandlingsstyrken, da de har mange forskellige udbydere at vælge imellem og det er deres behov der er afgørende for, hvilket forhandler de vælger at handle hos. Et bredt produktsortiment hvor forbrugerne kan indkøbe flere forskellige produkter hos samme forhandler samt kundeklubber som Club Matas kan bidrage til, at fastholde kundeloyaliteten. Samtidig kan det bidrage til, at virksomheden rammer bredt i forhold til forbrugerne.

Truslen fra nye udbydere

Konkurrencen på markedet er intens, da der som tidligere nævnt er mange udbydere og det er ofte prisen der er den afgørende konkurrencefaktor. Matas har dog allerede en stærk position på markedet pga. deres brede produktsortiment hvor de både er forhandler de dyre mærkevare, de lidt billigere og samtidig har de deres egne produkter og et bredt sortiment. Den nuværende konkurrence kommer primært fra supermarkeder, lavpriskæder, e-handelsbutikker, stormagasiner og apoteker²⁴. Disse forhandler har alle har produkter indenfor der spænder bredt hvorfor deres fokus umuligt kan være 100% rettet på skønheds- og sundhedsprodukter i samme grad som Matas der udelukkende forhandler disse. Det ses derfor som værende en fordel for Matas, der har mulighed for at differentiere sig ved at være specialister og yde et højt serviceniveau med 100% fokus på samme typer produkter.

Der er stadig en risiko for, at nye udbydere forsøger at trænge ind på markedet. Det vurderes dog, at være enormt omkostningsfuldt, at trænge ind og være en direkte konkurrent og tilbyde samme koncept og produktsortiment som Matas. Truslen fra nye udbydere at samme koncept som Matas vurderes derfor som værende lav. Det betyder dog ikke, at der ikke er en trussel fra andre typer udbydere som f.eks. udbydere af 100% onlinesalg. I takt med, at internethandlen vinder mere frem, er det også blevet muligt, at drive en forretning uden at have fysiske butikker. Det kræver derfor alt andet lige ikke den store kapital for at etablere sig

²⁴ Matas årsrapport 2018/2019, s. 13

som konkurrent til Matas. Samtidig åbner internethandlen også op for en helt ny konkurrence fra bl.a. udlandet, da de nu forholdsvis omkostningsfrit og nemt får adgang til det danske marked via internettet.

Det vil fortsat være svært for nye udbydere, at efterligne Matas forretningsmodel og dermed være en direkte konkurrent til Matas ved kun at have onlinesalg. Det er samtidig dyrt, at udvikle og etablere egen produkter for nye udbydere. Dog er der blevet lettere adgang til markedet pga. internethandlen og der er derfor blevet flere mindre udbydere der ikke nødvendigvis konkurrere direkte med Matas' koncept men tilbyder samme produkter men med et mindre produktsortiment.

Substituerende produkter

Overordnet set kan forbrugernes behov i forhold til produkter indenfor skønhed og personligpleje nemt substitueres af andre produkter end Matas'. Det afgørende er hvilke præferencer forbrugerne har når de anvender disse produkter og her kan der være stor forskel. Indenfor skønhedsprodukter, findes der mange forskellige prisklasser og kvalitet på produkterne men generelt set, kan produkterne det samme og har samme formål. Det samme gør sig gældende produkter til personligpleje.

Tager vi udgangspunkt i de dyre mærkevarer produkter som f.eks. Gucci, Dior og lignende brands, er muligheden for substitution dog begrænset, da der her er tale om eksklusive mærker. Her er forbrugerens fokus på kvalitet og giver gerne en højere pris for brandet, det kan derfor være svært for producenter uden et eksklusiv varemærke, at substituere disse. De mindre eksklusive brands som f.eks. Matas egne produkter, L'Oreal, Max Factor og lignende produkter af samme kvalitet og pris, kan derimod nemmere substitueres af andre producenter. Forbrugerne vil her få samme behov opfyldt uanset hvilke mærke de vælger og deres primære fokus vil alt andet lige være prisen. Disse kan derfor nemmere substitueres af f.eks. en lavpriskæde. Her kan lavpriskæden Normal f.eks. nævnes, som er kommet ind på markedet de seneste år med et billigere alternativ til mange af Matas' produkter.

Generelt set, kan de fleste produkter i branchen substitueres af andre mærker, dog er det svære at substituere produkter med en særlig brandværdi. Substituerende produkter udgør derfor en trussel for Matas.

Konkurrencesituationen i branchen

Ovenstående parameter er alle med til at bestemme konkurrenceintensiteten i branchen og hvor attraktiv branchen er. De seneste år er der i takt med den øget internethandel kommet flere udbydere til og antallet af forhandler er derfor steget markant. Der kommer efterhånden også flere lavpriskæder til som også forhandler produkter indenfor skønhed og personligpleje. De kan pga. størrelsen og deres udbud af andre produkttyper ofte tilbyde nogle af de samme produkter til en lavere pris end de forhandler der udelukkende forhandler skønhedsprodukter og personligpleje. Som eksisterende virksomhed i branchen er det derfor vigtig, at kende sin "niche" for at kunne begå sig og differentiere sig fra de mange forskellige typer af udbydere. Det samme gør sig gældende for Matas, der skal være bevidste om hvilke parameter de adskiller sig fra de eksisterende forhandler og forsøge at forstærke og have fokus herpå. Konkurrencen i branchen er dermed intens og det kræver at man som forhandler er bevidst om hvad der adskiller dem fra de øvrige på markedet.

2.1.2.1 Sammenfatning af brancheanalysen

Ovenstående analyse har bidraget til at vurdere hvilke markedskræfter der påvirker konkurrencen og i hvilken grad. Nedenfor er hver kategoris påvirkning vurderet fra lav til høj, hvor lav har mindst påvirkning og høj har størst påvirkning.

<u>Kategori</u>	<u>Påvirkning i branchen</u>
Leverandørenes forhandlingsstyrke	Middel
Kundernes forhandlingsstyrke	Høj
Truslen fra nye udbydere	Middel
Substituerende produkter	Høj
Konkurrencesituationen i branchen	Høj

Figur 7: Sammenfatning brancheanalyse²⁵

²⁵ Kilde: Egen fremstilling

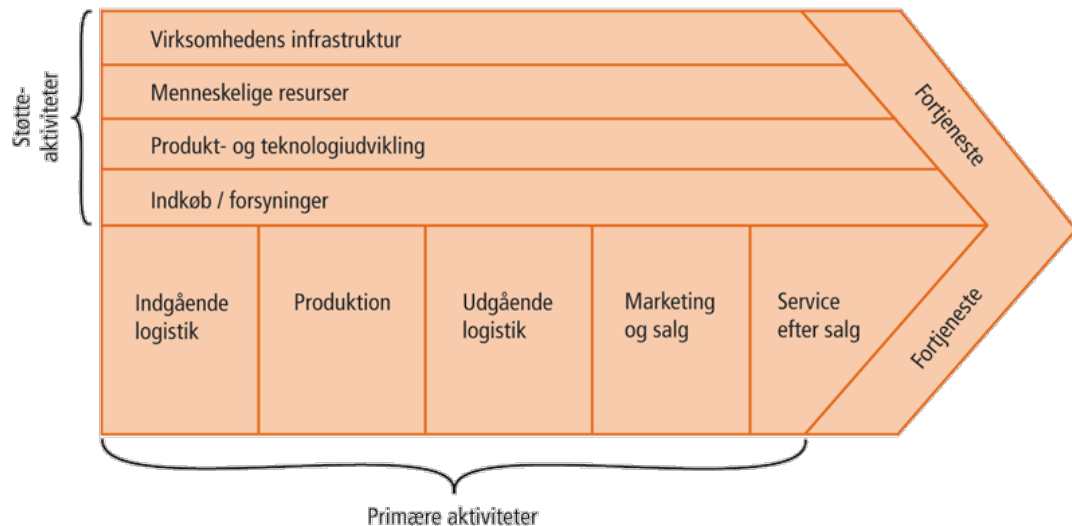
På baggrund af ovenstående vurderes den samlede konkurrence i branchen at være hård og en forholdsvis attraktiv branche. Dette begrundes med, at det er en branche hvor produkterne nemt kan substitueres og hvor kunderne har en høj forhandlingsstyrke, da der er mange udbydere at vælge imellem. Samtidig er det en branche hvor et godt og tæt samarbejde med leverandørerne er vigtig, for at kunne følge med trends og modeændringer, da branchen i sær påvirkes af disse faktorer. På grund af antallet af forhandlere er det også en branche, der kræver at man formår at kende sin "niche" for at kunne differentiere sig fra de eksisterende konkurrenter. I forhold til Matas vurderes det, at de har en god position på markedet og det er svært for nye udbydere, at hamle op og direkte være en konkurrent til virksomheden, da deres nuværende forretningsmodel er svær og omkostningsfuld at skulle efterligne. Samtidig har de indtil videre formået at have en "niche" i form af deres kundeklub og egne produkter. Herudover er de også med på beatet hvad angår produkter der tager højde for miljøet.

3.2 Intern analyse

I det forudgående blev der foretaget en ekstern analyse hvor virksomhedens eksterne faktorer blev belyst. I det efterfølgende vil der blive foretaget en intern analyse som har til formål, at identificere Matas interne forhold. Her vil jeg først undersøge Matas' værdikæde, for at finde ud hvor deres kernekompetencer ligger. Til dette vil jeg gøre brug af Porters værdikæde analyse. Herefter vil Matas' konkurrencestrategi samt vækststrategi analyseres og dette gøres via Anshoffs vækstmatrice samt Porters genetiske konkurrencestrategier.

3.2.1 Værdikæde

For at identificere hvilke aktiviteter i Matas' værdikæde som skaber værdi for kunden anvendes Porters værdikæde analyse. Formålet er, at identificere hvor Matas kernekompetencer ligger og som er medvirkende til, at øge deres konkurrencemæssige fordele. Nedenfor ses Porters værdikæde som består af en række støtte aktiviteter og primære aktiviteter.



Figur 8: Porters værdikæde²⁶

De primære aktiviteter er forbundet med den fysiske frembringelse af produkterne²⁷ og er de aktiviteter der normalt skaber produkterne og det er her de tilføjes værdi for til sidst at ende hos kunderne. Støtteaktiviteterne understøtter de primære aktiviteter²⁸ og har ofte stor værdi for virksomhederne, da det er dem der er med til at kunne adskille sig fra konkurrenterne. Porters værdikæde tager udgangspunkt i fysisk vareproduktion som Matas ikke har. Det findes dog stadig relevant, at analysere virksomhedens værdikæde på trods af Matas forholdsvis simpel forretningsmodel, hvor de indkøber fra grossister, opbevarer varerne på lagre og videresælger til forbrugerne. Ved at gennemgå virksomhedens værdikæde, fås en forståelse af, hvad deres kernekompetencer er og hvor de primært adskiller sig fra deres konkurrenter. Det er dog nødvendigt, at gennemgå hvert enkelt led i kæden for at kunne anvende den på en detailvirksomhed.

Porters værdikæde har udelukkende fokus på de forskellige aktiviteter som de er i dag og der kigges altså ikke på de aktiviteter som virksomheden kan arbejde med, for at opnå nye værdiskabende kompetencer. Samtidig kritiseres modellen for, at tage udgangspunkt i en stor produktionsvirksomhed. Dette vil forsøges imødegået, ved at gennemgå alle aktiviteterne i værdikæden og for at opnå den bedst mulig forståelse for virksomhedens værdikæde, gennemgås støtteaktiviteterne først og dernæst de primære aktiviteter.

²⁶ <https://vob.systime.dk/index.php?id=612>

²⁷ Driftsøkonomi, Peter Lynggaard, 7. Udgave, s. 277

²⁸ Driftsøkonomi, Peter Lynggaard, 7. Udgave, s. 277

Som et alternativ til Porters værdikæde kunne værdikæde for shops anvendes i stedet for. Denne model er velegnet til videntunge virksomheder hvis formål er, at løse problemer for deres kunder²⁹. I denne model er de primære aktiviteter skiftet ud og i stedet for at have fokus på fremstillingsprocessen har den fokus på problemløsning og udførelse. Porters oprindelige værdikæde vurderes dog fortsat, at være den mest optimale til at identificere Matas' kernekompetencer, da virksomheden ikke vurderes, at være en videns tung virksomhed der løser problemer for kunderne.

Virksomhedens infrastruktur

Matas' hovedkontor og centrallager er placeret i Allerød, hvorfra alle de daglige aktiviteter styres³⁰. Det er herfra alle produkterne distribueres og sendes ud til deres 279 butikker fordelt rundt om i hele Danmark. Centrallagerets primær funktion er, at modtage produkter fra leverandørerne, konsolidere med butikkerne og derefter pakke og videresende de bestilte ordre ud til butikkerne. Leveringen og distributionen til de fysiske butikker sker med eksterne logistikleverandører. Hovedkontoret og centrallageret i Allerød er derfor et omdrejningspunkt for Matas indadgående og udadgående distribution af vare og må derfor betragtes som et område hvor der bør være fokus på udvikling og optimering.

Menneskelige ressourcer

Matas beskæftiger godt 2.500 medarbejder og har stort fokus på, at kunderne oplever høj faglighed og engagement fra deres medarbejdere. De menneskelige ressourcer har en central betydning for Matas' evne til at skabe gode kundeoplevelser og opbygge og fastholde gode og langvarige kunderelationer. Udvikling af deres medarbejder samt deres kompetencer er derfor et stort fokusområde hvor de bl.a. arbejder med kompetenceplaner for at fastholde gode medarbejdere³¹. Matas er også den eneste detailkæde herhjemme i Danmark som uddanner sine medarbejdere og har deres egen uddannelse. Hvert år uddanner de mere en 200 elever til materialister, som er med til at sikre, at kunderne tilbydes faglært rådgivning. Matas har et ønske om at være den retail-koncern i Danmark, som er kendt for det højeste service- og vidensniveau³².

²⁹ Strategi i vindervirksomheder, Jørgen Lægaard & Mikael Vest, 4. Udgave, s. 218-219

³⁰ <https://www.matas.dk/organisation>

³¹ Matas årsrapport 2018/2019, s. 34

³² Matas årsrapport 2018/2019, s. 34

Det samme gør sig gældende for virksomhedens leder og stedfortræder. Her investerer virksomheden løbende i lederuddannelse for at sikre at ledelsen der driver de mange butikker, har værktøjerne og kompetencer til udvikle og fastholde de almindelige medarbejder og samtidig kan håndtere den daglige butiksdrift³³.

Produkt- og teknologiudvikling

Matas har tidligere gennemført et investeringsprogram vedrørende deres IT-systemer med henblik på, at understøtte nylig og fremtidig udvikling. IT-systemet er et integreret system specifik til styring af detailsalg og med henblik på at styre og forbedre leverancerne fra centrallageret og ud til butikkerne³⁴. Virksomheden har derfor i dag et moderne IT-system som hjælper ledelsen med at holde styr på infrastrukturen, omsætningen pr. butik samt varebestilling. Ydermere giver systemet mulighed for, at foretage analysere på alle niveauer af forretningen³⁵.

Matas har herudover for nyligt igangsat en kraftig digital oprustning af deres hjemmeside og vedrørende deres tilstedeværelse på de sociale medier³⁶. Virksomheden har derfor stor fokus på den teknologiske udvikling og forsøger ihærdigt at følge med, både hvad angår deres interne systemer men også deres systemer som skal betjene kunderne udadtil.

Indkøb og forsyninger

Matas handler og indkøber fra mange forskellige mærkevarer distributører, grossister og producenter. Deres leverandørrelationer er langvarige og stabile³⁷ hvilket bidrager til et godt samarbejde. Typisk er deres leverandøraftaler på et eller tre år og indimellem indgår de også aftaler som er ubegrænset indtil, at en af parterne opsiger samarbejdet.

Indkøbsfunktionen er fysisk placeret på hovedkontoret i Allerød og det er dem der varetager hovedparten af Matas leverandøraftaler og indkøb. Tidligere bar det butikkerne selv der stod for indkøb, men med en central indkøbsfunktion sikrer de, at de gode samarbejder og aftaler med leverandørerne bibeholdes.

³³ Matas årsrapport 2018/2019, s. 34

³⁴ Matas børsprospekt af 13. Juni 2013, s. 19

³⁵ Matas børsprospekt af 13. Juni 2013, s. 68

³⁶ Matas årsrapport 2018/2019, s. 7

³⁷ Matas børsprospekt af 13. Juni 2013, s. 66

Indgående logistik

Den indgående logistik består for Matas af modtagelse af varerne på deres centrallager i Allerød hvorfra de efterfølgende pakkes og sendes videre til deres fysiske butikker. Den indgående logistik styres af moderne og forholdsvis ny-udviklet IT-systemer som bidrager til, at logistikken forgår så effektivt som muligt.

Produktion

Matas har ikke deres egen produktion og har derfor ingen fremstillingsproces, hvor varer modtaget fra deres leverandører skal omdannes. Til gengæld har de deres egen produktserier og mærker, hvor produkterne er nogle de udvikler, med udvalgte ingredienser. Selve produktionen af disse foregår hos eksterne leverandører som står for produktionen hvorefter Matas modtager de færdigprodukter. Produkterne sælges udelukkende i deres egne forretninger og på deres hjemmeside.

Da Matas ikke har deres egen produktion og fremstillingsproces vil dette område i virksomhedens værdikæde ikke blive analyseret yderligere.

Udgående logistik

Den udgående logistik består for Matas i at sørge for, at få varer fra deres centrallager bragt frem til deres fysiske butikker. Lagerfunktionen skal derfor bindes sammen med vareforbruget, og efterspørgslen i deres mange butikker. Til dette har de som tidligere nævnt investeret i en forholdsvis nyt IT-system således det hele foregår elektronisk og er fuldautomatiseret. Dette er vigtig, da det er et område der helst skal være så effektivt som muligt for at reducerer medarbejdertimer samt undgå tomme hylder hos butikkerne.

Virksomhedens kundeklub bidrager til, at kunne understøtte hele deres logistikfunktion, da der herigennem har mulighed for, at få et overblik og indsigt i kundernes forbrugsmønster samt vaner og dermed reducerer tomme hylder og varer der er i restordre.

Marketing og salg

Matas' salg foregår igennem deres egne fysiske butikker samt deres webshop hvor de har en ambitionen om, at blive online markedsleder indenfor skønhed og velvære i 2023³⁸. Derfor opkøbte virksomheden også E-handelsvirksomheden Firtal Group i efteråret 2018 og har igangsat en kraftig digital oprustning for at forbedre kundeoplevelse på deres hjemmeside samt deres tilstedeværelse på de sociale medier³⁹. Matas markedsføring foregår igennem sociale medier, via deres hjemmeside, deres kundeklub, fysiske reklamer som omdeles til ca. 60% af alle danske husstande⁴⁰ og samtidig bidrager deres massive tilstedeværelse i de mange byer også til markedsføring.

Virksomheden benytter sig derfor af flere markedsføringskanaler, hvilket giver dem mulighed for, at nå ud til flere og samtidig ramme deres brede målgruppe. Det er dog især deres kundeklub Club Matas som har over 1,6 mio. medlemmer og 70% af alle kvinder mellem 18-65 år er i dag medlem af, hvor virksomheden har mulighed for at nå direkte ud til kunderne. Kundeklubben gør det muligt, at tilpasse deres kommunikation med medlemmerne på baggrund af deres købehistorik, således den kan foregå klar, direkte og tilpasse til den enkelte forbruger. Alt deres markedsføring er centralstyret og foregår på derfor tværs af alle deres kanaler og med kunden i centrum⁴¹.

Service efter salg

Matas har stor fokus på service hvilket deres eget uddannelsesprogram til medarbejderne også vidner om. For virksomheden handler det i særdeleshed om, hvordan de bedst muligt fastholder kunderne og deres loyalitet. Dette bidrager deres kundeklub da det som tidligere nævnt giver Matas mulighed for, at tilpasse både deres markedsføring men også deres service til den enkelte kunde, på baggrund af de oplysninger som deres medlemskab giver virksomheden. Matas har foruden kundeklubben introdukeret et nyt butikskoncept Matas Life som er et nyt servicekoncept. Konceptet giver forbrugerne mulighed at prøve

³⁸ Matas årsrapport 2018/2019, s. 9

³⁹ Matas årsrapport 2018/2019, s. 7

⁴⁰ Matas årsrapport 2018/2019, s. 13

⁴¹ Matas årsrapport 2018/2019, s. 13

produkterne inden brug og et nyt kassekoncept skal gøre det lettere for kunden at handle i de fysiske butikker. Formålet med konceptet er, at møde kunden lige hvor kunden er⁴².

I forhold til køb på Matas onlineshop kan virksomheden levere til ca. 800.000 husstande i og omkring Storkøbenhavn samme aften såfremt varer er bestilt inden kl. 15 den pågældende dag. De har samtidig som noget nyt introduceret en abonnementsordning på en række helseprodukter for at gøre dem endnu mere tilgængelige for kunderne⁴³.

Såfremt forbrugeren fortryder et køb hos Matas tilbyder de returnering inden for 30 dage og hvis de medbringer kvitteringen, refunderes det fulde beløb for varerne. Dette samme gør sig gældende hvis man handler på webshoppen, her kan forbrugerne returnere varerne i alle de fysiske butikker på trods af, at de er købt via internettet. De kan også vælge, at sende varerne retur med posten via et returlabel og Matas dækker også udgifterne til returnering. Forbrugerne har derfor ingen udgifter ved at skulle returnere deres varer hvad enten det gælder varer købt i de fysiske butikker eller på webshoppen.

3.2.1.2 Sammenfatning af værdikæden

Ovenstående gennemgang af Matas værdikæde har bidraget til, at kunne identificere virksomhedens kernekompetencer som er her de skaber konkurrencemæssige fordele.

Nedenstående figur viser en opsummering af virksomhedens væsentligste kernekompetencer.

Område	Væsentligste kernekompetencer
Logistik	- Velfungerende og digitalt logistik setup. - Central lagerhåndtering og styring.
Menneskelige ressourcer	- Egen intern uddannelse af butiksansatte og ledere.
Marketing og salg	- Bred vifte af markedsøringskanaler. - Stor kundeklub. - Landsdækkende butiksværk med egne butikker.
Service	- Nem tilgængelig returnering af varer efter køb.

Figur 9: Sammenfatning af værdikæden⁴⁴

⁴² Matas årsrapport 2018/2019, s. 9

⁴³ Matas årsrapport 2018/2019, s. 9

⁴⁴ Kilde: Egen fremstilling

Matas har et velfungerende logistiksystem som både omfatter deres infrastruktur, udgående- og indgående logistik som alt sammen er effektiviseret og centralstyret både geografisk men også digitalt. Dette er klart en af deres kernekompetencer, da det for store virksomheder kan være svært, at have et optimal system på området der formår at vinde alle led sammen. Matas' store fokus på deres medarbejdere og uddannelse heraf, bidrager også til øget konkurrencefordele, da det bidrager til en professionel kunderådgivning og betjening af dem, Herudover sørger Matas for, at markedsføre sig bredt både via flere forskellige markedsføringskanaler, således de når ud til flest mulige. Samtidig giver deres kundeklub dem mulighed for, at tilpasse markedsføringen direkte til den enkelte forbruger. Deres store netværk af butikker som er placeres rundt om i Danmark giver dem også en række fordele. Der er derfor flere af virksomhedens kernekompetencer placeret på dette område som i særdeleshed bidrager til at de skiller sig ud fra konkurrenterne og giver dem konkurrencefordele. Dette samme gælder deres service efter salg, hvor deres forbruger har mulighed for at returnere varerne indenfor 30 dage i alle deres fysiske butikker og da disse er placeret rundt om i hele landet, er det nemt for forbrugerne. Dette er også klart en af Matas væsentligste kernekompetencer.

3.2.2 Anshoffs vækstmatrice

I det følgende vil Matas vækststrategi blive analyseret med henblik på, at undersøge hvorledes virksomheden fremadrettet vil forsøge af genererer vækst. Til dette anvendes Ansoffs vækststrategier som ses nedenfor.

		Produkt	
		Nuværende produkter	Nye produkter
Marked	Nuværende markeder	Markedsindtrængning	Produktudvikling
	Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation

Figur 10: Anshoffs vækstmatrice⁴⁵

Anshoffs vækstmatrice består af fire forskellige vækststrategier: markedsindtrængning, produktudvikling, markedsudvikling og diversifikation. Valget af vækststrategi afhænger af, om man ønsker at satse på nuværende produkter eller på nye produkter og om der af tale om

⁴⁵ <https://vob.systime.dk/index.php?id=612>

satsning på nuværende markeder eller nye markeder⁴⁶. Ulempen ved denne model er, at den udelukkende beskriver de fire forskellige vækststrategier, men kommer med ikke løsningsforslag til hvorledes virksomheden kan fuldende og anvende den valgte strategi. Det vurderes dog stadig som relevant, til at identificeres hvilke strategi Matas vil forsøge at genererer fremtidigvækst med, da vi her kigger baglæns med udgangspunkt i det de allerede gør eller har tænkt sig fremadrettet.

Matas har de seneste år udviklede flere grønnere produkter heriblandt "Matas Natur" som er et forsøg på, at følge med samfundets øget fokus på miljøet. Produkterne er fortsat blevet solgt på deres nuværende markeder, hvor virksomheden sidder på en stor andel af det samlede marked. Virksomhedens omsætning har dog de seneste år lagt på et stabilt niveau, uden de store udsving hverken positivt eller negativt⁴⁷. Matas præsenterede derfor i maj 2018 en helt ny strategi som skal hjælpe med at øge omsætningen og skabe vækst. Strategien kalder de for "Et fornyet Matas" og strækker sig frem mod 2023⁴⁸. Med den nye strategi vil de forsøge af øge kundeengagementet, øge omsætningen og bevarer deres indtjening. Dette skal b.l.a. gøres med fokus på nye forretningsområder samt koncepter hvor de allerede har etableret et nyt koncept "Matas natur". Konceptet indeholder nye miljørigtige produkter og de har åbnet to fysiske konceptbutikker i København og Århus. Dette giver Matas en unik mulighed for, at indsamle viden og erfaringer om det grønne marked, som på sigt kan bruges til at udvikle området yderligere.

Foruden et nyt koncept har Matas i august 2018 opkøbt den digitale vækst succes Firtal Group, som skal bidrage til at udvikle Matas position på internettet⁴⁹. De har som et led i deres nye strategi, nemlig en ambition om at være online markedsleder indenfor skønhed og velvære i 2023. Dette kræver derfor en øget indsats hvor de b.l.a. vil have mere fokus på øget digital tilstedeværelse på de sociale medier.

Det er med udgangspunkt i ovenstående og Anshoffs vækstmatrice svært at sige hvilke vækststrategi Matas præcis anvender. De forsøger at øge deres omsætning samt markedsandel

⁴⁶ <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3399>

⁴⁷ Matas årsrapport 2018/2019, s. 5

⁴⁸ Matas årsrapport 2018/2019, s. 8

⁴⁹ Matas årsrapport 2018/2019, s. 10

på deres nuværende velkendte marked, via både produktudvikling i form af flere grønnere produkter samt via fokus på onlinesalg, hvor de har en ambition om at blive markedsleder. Der er ingen tvivl om, at de er på deres nuværende marked men et sted imellem markedsindtrængning og produktudvikling. Det tyder dog på, at med deres ambition om at blive onlinemarkedsleder, er fokuset primært rettet imod markedsindtrængning, da det vil kræve en stor indsats, at nå denne ambition. Det fremgår af virksomhedens årsrapport 2018/19, at kun 11% af deres omsætning kom fra onlinesalg, hvoraf resten af omsætningen bliver generet i de fysiske butikker. Det indikerer også, at der er et kæmpe potentiale på onlinemarkedet for virksomheden. Virksomhedens vækststrategi vurderes på denne baggrund, af være overvejende markedsindtrængning.

3.2.3 Porters genetiske konkurrencestrategier

Konkurrencestrategier er den måde hvorpå virksomheden planlægger at konkurrere med de andre udbydere på markedet. I dette afsnit vil der blive undersøgt hvilke konkurrencestrategi Matas anvender. Til dette anvendes Porters genetiske konkurrencestrategier som tager udgangspunkt i fire forskellige strategier: Omkostningsleder, Differentiering, Omkostningsfokus og Fokuseret differentiering jf. nedenstående.

		Konkurrencemæssig fordel	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Marked	Hele markedet	Omkostningsleder	Differentiering
	Markedssegment	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering

Figur 11: Porters genetiske konkurrencestrategier⁵⁰

Som det fremgår af ovenstående figur kan virksomheden opnå konkurrencemæssige fordele ved enten at have lave omkostninger eller et unikt produkt sammenlignet med konkurrenterne. Porter som har udviklet modellen påstår, at virksomheder ikke kan kombinere de generiske strategier, da man så vil være "stuck in the middle" og fejle strategisk⁵¹. Dette kritiseres modellen for og der er set eksempler på virksomheder som formår at kombinere strategierne med succes.

⁵⁰ <https://vob.systime.dk/index.php?id=611>

⁵¹ <http://www.strategylab.dk/portal/nyheder/2015/08/4748/>

Matas henvender sig til hele markedet inden for skønhed- og personligpleje, hvor de allerede har rigtig store markedsandele. Virksomheden er ligeledes et kendt brand, som de fleste herhjemme kender til eller har hørt om. Der er derfor ingen tvivl om, at Matas tilbyder deres produkter til hele markedet og ikke kun en lille andel. Kigger vi på strategierne ovenfor betyder det, at Matas operer indenfor de to øverste genetiske strategier. For at kunne fastlægge om de konkurrerer som omkostningsleder eller via differentiering, skal der kigges nærmere på deres produkt.

Konkurrerer man som omkostningsleder har man som virksomhed fokus på omkostningerne, som man hele tiden forsøger at holde nede. Dette vil typisk være som følge af stordriftsfordele. Denne konkurrencestrategi vil bidrage til, at øge kundernes fokus på prisen, og det vil ofte være prisen som virksomheden differentierer sig på i forhold til konkurrenterne. Kigger vi på Matas som er en stor kæde og består af et kæmpe butiksnetwork, kan der sagtens argumenteres for, at de kan opnå stordriftsfordele i forhold til deres omkostninger og prisen på deres produkter. De har pga. deres størrelse mulighed for at minimere omkostningerne, men det tyder ikke på, at det er der Matas har deres primære fokus i forhold til deres konkurrenter. Deres koncept taler imod denne strategi, da de i stedet forsøger at skille sig ud på andre parametre end prisen.

Kigger vi på konkurrencestrategien differentiering som er kendetegnet ved, at virksomheden forsøger at skabe et unikt tilbud i forhold til konkurrenterne. Det unikke kan her både bestå i at skille sig ud på markedsføring, produkttegenskaber, distribution mv. og formålet er typisk at minimere kundernes fokus på prisen. Det er altså modsat konkurrencestrategien omkostningsleder. Matas må siges at have et unikt koncept og forretningsmodel, hvor de tilbyder mange forskellige produkter indenfor skønhed- og personligpleje. De forhandler produkter indenfor alle prisklasser og har deres egen produktserie. Samtidig har de deres kundeklub, hvor de forsøger at fastholde kundernes loyalitet og man kan som kunde få særlige tilbud som medlem. På denne måde skiller de sig ud fra konkurrenterne, da de tilbyder et samlet koncept. Herudover har Matas stor fokus på miljøet og forsøger hele tiden at være først med miljørigtige produkter. De forsøger derfor, at differentiere sig på flere parametre. Det gælder både produkter samt markedsføring og branding herunder via deres kundeklub. Det indikerer derfor ikke, at Matas' primære fokus er prisen, men derimod det

samlede produkt/tilbud som de tilbyder til forbrugerne. Det vurderes derfor på denne baggrund, at Matas forsøger at skille sig ud fra konkurrenterne ved at anvende den genetiske konkurrencestrategi differentiering.

3.3 SWOT-analyse

Som afslutning på den strategiske analyse af Matas udarbejdes en SWOT-analyse som skal opsamle de ikke-finansielle værdidriver for virksomheden. SWOT-analysen er et ideel analyseværktøj, til at opnå en indsigt i virksomhedens strategiske position på markedet. Denne opsummere og giver et overblik over virksomhedens stærke og svage sider samt muligheder og trusler⁵². Formålet med analysen er derfor, at opsamle de vigtigste punkter fra de forudgående analyser af Matas, både intern og ekstern.

SWOT-analysen kritiseres for, at den kan være svær at anvende for virksomheden selv, da det kan være svært selv at identificere sine stærke og svage sider samt muligheder og trusler. Dette betyder, at man kan være nødsaget til, at købe ekstern ekspertise udefra, for at få lavet en brugbar analyse. Dette imødegås her, ved at analysen og det forudgående arbejde er udarbejdet af en objektiv kilde til Matas. Herudover er SWOT-analysen ofte ikke løsningsorienteret og opsummere udelukkende de væsentligste punkter, fra nogle forudgående analyser og kan derfor heller ikke stå alene. Der ligger derfor et stort arbejde inden man kan påbegynde en SWOT-analyse og den bliver aldrig bedre end det forudgående arbejde. For at imødekomme problematikken omkring mangler af det løsningsorienteret aspekt, udarbejdes der efterfølgende en TOWS-analyse som ser på hvorledes virksomheden kan udnytte sine styrker og løse eventuelle problemer. Nedenfor fremgår Matas' SWOT-analyse.

⁵² Strategi i vindervirksomheder, Jørgen Lægaard & Mikael Vest, 4. Udgave, s. 256

Interne forhold	
Stærke sider	Svage sider
• Kundeklub (Club Matas) • Veluddannet personale • Bredt produktsortiment • Stærkt brand • God logistik- og lagerstyring	• Produkterne kan nemt substitueres • Handler kun med B2C • Afhængige af leverandørerne
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
• Nye markeder • Øget internethandel • Øget fokus på miljøet • Fokus på det mandelige kundesegment	• Konjunkturændringer • Øget internethandel • Øget fokus på miljøet • Mange udbydere

Figur 11: SWOT-analyse⁵³

Stærke sider

Matas kundeklub er en af deres største styrker pga. det store antal medlemmer samt den øget kundeloyalitet som klubben bidrager med. Samtidig betyder det, at virksomheden kommer tættere på deres kunder og øger kendskabet til dem. Deres veluddannet personalet og Matas' fokus herpå er også en af deres styrker, da forbrugerne møder professionel personale når de besøger virksomhedens butikker. Et bredt produktsortiment som Matas har, betyder at de rammer en bred målgruppe og det gør det muligt for forbrugerne at klare flere indkøb i samme butik, hvilket derfor er en stærk side i virksomheden. Matas er markedsleder og har et stærkt og kendt brand, hvilket er alt afgørende for virksomheden og derfor er det klart en af deres største styrker. Deres digitale og velfungerende logistik- og lagersystem er også en af deres stærke sider, da dette bidrager til effektivstyring og dermed mindsker deres omkostninger.

Svage sider

En af Matas største svagheder, er at de sælger produkter som forholdsvis nemt kan substitueres af andre og billigere produkter. Så såfremt forbrugerne vægter prisen højt, kan de forholdsvis uden problemer finde et lignende produkt der dækker samme behov men

⁵³ Egen fremstilling

sælges hos en discountkæde. Herudover handler virksomheden udelukkende med forbrugerne, hvilket gør dem sårbare overfor ændringer i forbrugsmønstre. Matas er ligeledes sårbare hvad gælder deres leverandør, da negativ omtale af en af disse alt andet lige vil påvirke virksomheden. Ligesom de er afhængige af, at leverandørerne kan levere de vare som forbrugerne efterspørger. Så på trods af gode samarbejder, er Matas store afhængighed af deres leverandører en af deres svage sider.

Muligheder

Virksomheden operer udelukkende på det danske marked og i takt med den øget globalisering hvor de udenlandske markeder er blevet lettere tilgængelige, vil det være en mulighed for Matas, at trænge ind på nye markeder. Ligeledes kan den øget internethandel også være en mulighed for Matas, da de ved at have fokus herpå vil kunne udnytte det og øge deres internetsalg. I takt med at forbrugerne og samfundet generelt får mere fokus på miljøet, kan dette også være en mulighed for virksomheden. Dette kræver dog at de formår, at følge med og udvikle produkter der imødekommer miljøet. Samtidig kræver det også, at de generelt i deres forretninger har fokus på miljøet, hvad angår plastik, emballage mv. Virksomhedens har umiddelbart mest fokus på det kvindelig kundesegment, hvilket antallet af kvinder, der er medlem af deres kundeklub vidner om. En mulighed vil derfor være, at øge fokuset på det mandlig kundesegment.

Trusler

Matas er afhængig af forbrugerne købekraft og derfor vil drastiske ændringer i konjunktoren kunne være en trussel for virksomheden, da dette vil kunne påvirke forbrugerne købekraft. Ligesom den øget internethandel og fokus på miljøet vil kunne være muligheder for virksomheden, vil de også modsat kunne udgøre en trussel for dem. Såfremt de ikke formår, at følge med udviklingen hvad både angår miljøet men også internettet, kan konkurrenterne komme dem i forkøbet og i værste fald udkonkurrer Matas. Derudover er der mange forskellige udbydere af samme produkter som Matas, hvilket også er en trussel for dem. Dette giver forbrugerne et hav af muligheder når de skal vælge butik/hjemmeside hvor det ønskede produkt skal handles.

3.4 TOWS-analyse

Som en overbygning til ovenstående SWOT-analyse udarbejdes der en TOWS-analyse. Formålet med TOWS-analysen er, at supplere SWOT-analysen ved at sammenholde

muligheder og trusler med styrker og svagheder for at identificere hvilke handlingsaktiviteter som virksomheden evt. kan iværksætte. TOWS-analysen kombinerer dermed SWOT-analysens faktorer og giver et overblik over hvilke styrker og muligheder virksomheden kan udnytte i fremadrettet strategi og modsat hvilke svagheder og trusler de skal undgå for at sikre vækst.

TOWS-analysen er dermed mere løsningsorienteret end SWOT-analysen og har et mere fremadrettet fokus. Analysen kan derfor være behjælpelig i forbindelse med udarbejdelse af budgettet for Matas, som skal laves senere i opgaven. Den kan derfor bidrage til, at fastsætte mere realistiske budgetforudsætninger.

Nedenfor fremgår Matas TOWS-analyse som er udarbejdet med udgangspunkt i ovenstående SWOT-analyse.

		Interne forhold	
		Stærke sider (S)	Svage sider (W)
Eksterne forhold	Muligheder (O)	1. Kundeklub (Club Matas) 2. Veluddannet personale 3. Bredt produktsortiment 4. Stærkt brand 5. God logistik- og lagerstyring	1. Produkterne kan nemt substitueres 2. Handler kun med B2C 3. Afhængige af leverandørerne
	Trusler (T)	(SO) Strategiske tiltag 1. Fokus på at øge i salget på webshoppen 2. Markedsføring direkte til mænd	(WO) Strategiske tiltag 1. Undersøg muligheder for B2B salg
		(ST) Strategiske tiltag 1. Lave bevidste tiltag og produkter med fokus på miljøet 2. Fokus på digitalisering	(WT) Strategiske tiltag 1. Reduktion i omkostninger for at imødekomme eventuelle konjunkturændringer

Figur 12: TOWS-analyse⁵⁴

Som det fremgår af ovenstående er der en række strategiske tiltag Matas kan foretage for

⁵⁴ Kilde: Egen fremstilling

udnytte deres stærke sider og muligheder samt en række tiltag de kan foretage for at imødekomme deres svage sider og eventuelle trusler. Det fremgår, at ved SO tiltag kan virksomheden øge deres fokus på salg via deres webshop samt have fokus på det mandlige kundesegment via markedsføring. På den måde udnytter de både deres stærke sider herunder deres stærke brand, samt kundeklub samt muligheden for øget internethandel og de får fokus på det mandlige kundesegment. Af WO tiltag kan Matas undersøge om der er mulighed for, at udvide deres salg til også at omfatte B2B. På den måde forsøger de at imødekomme deres svage punkter som er, at de på nuværende tidspunkt udelukkende handler med B2C og samtidig udnytter de muligheden for nye markeder. Virksomheden kan af ST tiltag lave bevidste tiltag og produkter med fokus på miljøet for at imødekomme truslen omkring hele samfundets øget fokus på miljøet. De kan samtidig også forsøge at imødekomme truslen om øget internethandel ved at have fokus på digitalisering og hele tiden følge med udviklingen. På den måde kan de udnytter truslerne og i stedet skabe vækst for virksomheden. Af WT tiltag kan Matas have fokus på, at reducere deres omkostninger, således de er klædt på til eventuelle konjunkturændringer som de som tidligere nævnt bliver påvirket af.

I sær strategien vedrørende øget fokus på miljøet samt internethandel anses for, at være tiltag som virksomheden især kan drage fordele af og bør gå videre med.

Kapitel 4: Regnskabsanalyse

I det forudgående kapitel blev der foretaget en strategisk analyse, hvor Matas strategiske position på markedet blev belyst, herunder de ikke-finansielle værdidriver i virksomheden. I dette kapitel vil virksomhedens finansielle del blive undersøgt, herunder Matas finansielle udvikling de seneste fem år. Dette gøres på baggrund af virksomhedens fem seneste aflagte årsrapporter. Regnskabsanalysen vil blive udarbejdet med udgangspunkt i Hawawini & Vaillets fremgangsmåde som vil blive beskrevet og vist inden påbegyndelse af nøgletalsanalysen.

Formålet med regnskabsanalysen er, at belyse Matas økonomiske udvikling og give et overblik over virksomhedens økonomi. Samtidig skal analysen hjælpe med, at fastlægge de finansielle værdidriver som har haft betydning for virksomhedens historiske værdiskabelse. Slutlig skal analysen anvendes sammen med den strategiske analyse, til at opstille et fem årigt budget for Matas til brug for den endelige værdiansættelse.

4.1 Reformulering

I bilag 1 og 2 ses Matas' resultatopgørelse og balance for de seneste fem regnskabsår som er udarbejdet på baggrund af de aflagte regnskaber og vil nedenfor blive reformuleret for at kunne anvendes i den efterfølgende nøgletalsanalyse.

4.1.2 Resultatopgørelse til analyseformål

Resultatopgørelsen i bilag 1 skal som det første omskrives til analyseformål således den indeholder mellemtotaler som EBITDA, EBIT, EBT og EAT. Nedenfor fremgår Matas resultatopgørelse til analyseformål.

mio. kr.	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Omsætning	3.433,30	3.426,10	3.463,40	3.419,10	3.541,30
Vareforbrug	1.838,30	1.821,60	1.851,60	1.869,80	1.952,50
Andre eksterne omkostninger	292,30	296,00	302,00	319,60	354,90
Personaleomkostninger	642,20	656,40	689,70	695,20	704,20
EBITDA	660,50	652,10	620,10	534,50	529,70
Afskrivninger	134,30	138,50	145,00	165,60	166,40
EBIT	526,20	513,60	475,10	368,90	363,30
Resultatandele efter skat i ass. Virksomhed	-	-	-	-	0,20
Finansielle indtægter	0,10	7,10	9,70	10,90	3,00
Finansielle omkostninger	64,60	43,60	48,40	30,60	24,60
EBT	461,70	477,10	436,40	349,20	341,90
Skat af årets resultat	121,40	112,60	97,70	68,90	78,80
EAT	340,30	364,50	338,70	280,30	263,10

Figur 13: Resultatopgørelse til analyseformål

Af ovenstående fremgår det, at Matas' omsætning de seneste fem år har lagt på et forholdsvis stabilt niveau uden de store udsving. Resultatet efter skat har derimod været faldende og haft en negativ tendens. Lige umiddelbart ses det, at skyldes stigende omkostninger hvilket også fremgår af EBITA som har udviklet sig negativt i hele perioden. Dette vil blive undersøgt nærmere i nøgletalsanalysen.

4.1.3 Managerial Balance Sheet

Matas' balance for de seneste fem år fremgår af bilag 2 og skal på samme måde som resultatopgørelsen reformuleres, så den kan anvendes til analyseformål. Den omskrives til et Managerial Balance Sheet som udelukkende består af rentebærende gæld under passiverne og den øvrige ikke-rentebærende gæld flyttes over til den anden side. Her trækkes de fra varebeholdninger, tilgodehavender fra salg, andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter. Det giver os en beregnet arbejdskapital som også kaldes for WCR⁵⁵. Arbejdskapitalen er beregnet således at den stemmer overens med den oplyste arbejdskapital i Matas' regnskaber. De langfristede aktiver, tilgodehavende selskabsskat og langsigtede forpligtelser foruden gæld til kreditinstitutter er derfor medtaget under hensættelser, da det er langsigtede forpligtelser som ikke er rentebærende og allerede er bogført på resultatopgørelsen. Fordelen ved at omskrives Matas' balance til et Managerial Balance Sheet, er at det ligesom ved resultatopgørelsen bliver lettere at beregne de efterfølgende nøgletal. Nedenfor fremgår Matas' Managerial Balance Sheet for analyseperioden:

mio. kr.	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Likvider	41,50	69,90	33,30	86,40	160,90
Arbejdskapital	- 77,40	- 172,00	- 158,00	- 127,30	- 60,10
Anlægsaktiver	4.409,50	4.341,60	4.324,10	4.258,30	4.362,90
Hensættelser	- 124,20	- 87,70	- 78,60	- 38,20	- 128,80
Invested capital	4.249,40	4.151,80	4.120,80	4.179,20	4.334,90
Kortfristet gæld	45,30	-	56,30	-	-
Langfristet gæld	1.560,60	1.493,50	1.492,00	1.558,30	1.665,00
Egenkapital	2.643,50	2.658,30	2.572,50	2.620,90	2.669,90
Capital employed	4.249,40	4.151,80	4.120,80	4.179,20	4.334,90

Figur 14: Managerial Balance Sheet

Det fremgår af ovenstående Managerial Balance Sheet, at Matas' invested capital og capital employed er steget fra 4.249,40 mio. kr. til 4.334,90 mio. kr. i analyseperioden. Dette svarer til

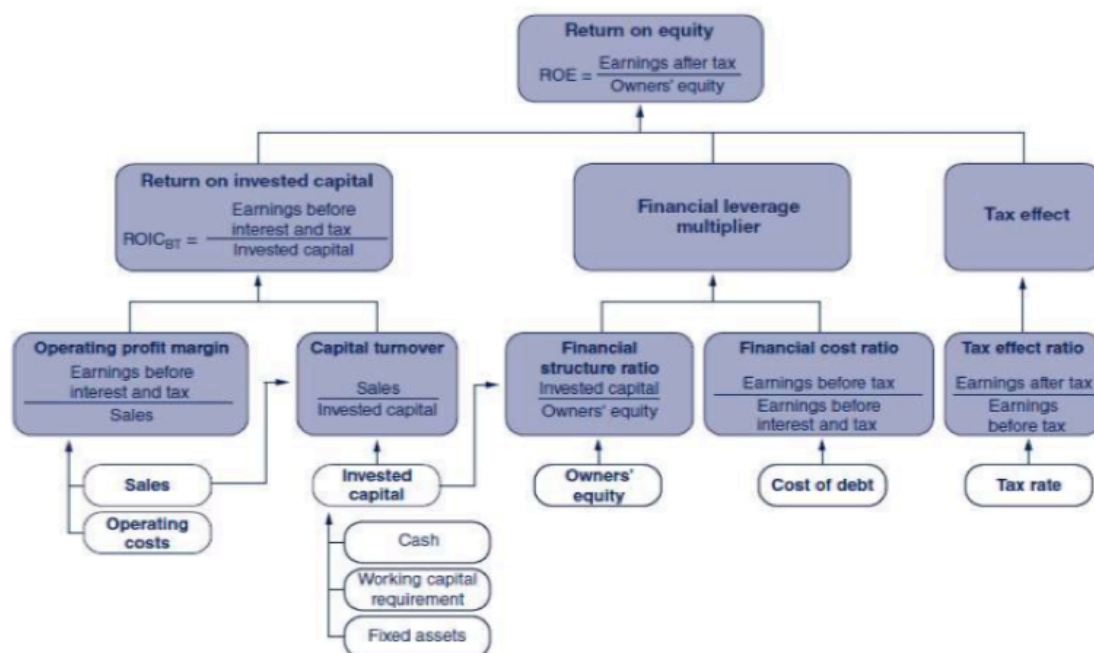
⁵⁵ Finance For Executives, Hawawini & Viallet, 6. udgave, s. 110-114

en stigning på 2% der ses dog et fald frem til 2017/18 hvor den herefter stiger igen. Udviklingen i invested capital kan primært henføres til øget likvider og arbejdskapital.

Virksomhedens arbejdskapital ses at være negativ i hele analyseperioden, hvilket skyldes at virksomhedens kunder ingen kredittid har og dermed betaler med det samme hvorimod Matas indkøber på kredit hos deres leverandører. Stigningen i capital employed kan henføres til forøgelse af den langfristet gæld samt en lille stigning i egenkapitalen i analyseperioden.

4.2 Nøgletalsanalyse

Nøgletalsanalysen af Matas beregnes ud fra fremgangsmåden i bogen "Finance for Executives" som er skrevet af Gabriel Hawawini og Claude Viallet. Fremgangsmåden er illustreret i nedenstående figur og de efterfølgende nøgletal beregnes ud fra den gennemsnitlig balancesum.



Figur 15: Sammenhæng mellem nøgletallene⁵⁶

Det fremgår af ovenstående at analysen starter med en beregning af operating profit margin og capital turnover som herefter ganges og giver return on invested capital også kaldet ROIC. Dernæst skal financial leverage multiplier beregnes som gøres på baggrund af financial structure ratio og financial cost ratio. Herefter beregnes tax effect ratio og med disse nøgletal

⁵⁶ Finance For Executives, Hawawini & Viallet, 6. udgave, s. 201

er det nu muligt at beregne return on equity også kaldet ROE. Dette gøres ved at gange return on invested capital, financial leverage multiplier og tax effect og dermed fremkommer ROE som er et helt central nøgletal i regnskabsanalysen. ROE består som det fremgår af ovenstående nemlig af alle faktorer i regnskabet og er dermed et udtryk for virksomhedens profitabilitet.

Nedenfor fremgår de beregnede nøgletal for Matas som efterfølgende vil blive analyseret og gennemgået.

Nøgletal (gennemsnit)	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
ROIC	12,22%	12,23%	11,49%	8,89%	8,53%
Capital turnover	0,80	0,82	0,84	0,82	0,83
Operation profit margin	15,33%	14,99%	13,72%	10,79%	10,26%
Financial leverage multiplier	1,44	1,47	1,45	1,51	1,51
Financial structure ratio	1,64	1,58	1,58	1,60	1,61
Financial cost ratio	0,88	0,93	0,92	0,95	0,94
Tax effect	0,74	0,76	0,78	0,80	0,77
ROE	12,98%	13,75%	12,95%	10,79%	9,95%

Figur 16: Nøgletal⁵⁷

4.2.1 Return on invested capital

Return on invested capital eller ROIC et udtryk for hvor god virksomheden er til at skabe afkast af den investerede kapital. I analyseperioden er ROIC faldet fra 12,22% til 8,53% svarende til 3,69%-point. Det betyder at Matas i perioden er blevet dårligere til, at skabe afkast af deres investeret kapital. Umiddelbart kan faldet henføres til faldet i operation profit margin som er faldet med 5,07%-point, men for at analysere faldet i ROIC nærmere skal der ses yderligere på nøgletallene capital turnover og operating profit margin.

4.2.2 Capital turnover

Capital turnover er forholdet mellem omsætningen og invested capital og er dermed et udtryk for hvor mange gange den investerede kapital bliver til omsætning. I analyseperioden ses det, at capital turnover har lagt på et forholdsvis stabilt niveau med en lille stigning fra 0,80 i 2014/15 til 0,83 i 2018/19. Stigningen kan henledes til en lille fremgang i virksomhedens omsætningen som et steget fra 3.433,30 mio. kr. i 2014/15 til 3.541,20 mio. kr. i 2018/19 hvilket svarer til en stigning på 3%. Invested capital er i perioden steget med 2% og dermed ikke ligeså meget som omsætningen. Stigningen i invested capital kan henføres

⁵⁷ Kilde: Egen fremstilling

til stigningen i likvider og anlægsaktiver. Samtidig ses det, at arbejdskapitalen er forøget markant samtidig med, at hensættelser er faldet. Nedenfor fremgår beregningen af arbejdskapitalen som viser at forøgelsen primær består af en stigning i andre tilgodehavender som er steget fra 2,60 mio. kr. i 2014/15 til 90,10 mio. kr. i 2018/19. Stigningen skyldes en verserende kildeskattesag som har udviklet sig og derved har man reklassificeret 79,6 mio. kr. fra tilgodehavende selskabsskat til andre tilgodehavender.⁵⁸ Korrigeres der for denne reklassifikation vil arbejdskapitalen i 2018/19 være på -139,70 mio. kr. i stedet for -60,10 mio. kr. og arbejdskapitalen ses i stedet af være forøget i analyseperioden.

Arbejdskapital	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Varebeholdninger	662,10	662,80	693,20	749,00	785,50
Tilgodehavender fra salg	34,30	29,50	20,70	7,10	11,40
Andre tilgodehavender	2,60	4,50	11,40	6,70	90,10
Periodeafgrænsningsposter	19,00	23,70	16,90	22,90	32,20
Varekreditorer	- 499,50	- 584,20	- 587,90	- 579,40	- 638,30
Forudbetalinger fra kunder	- 141,20	- 149,80	- 156,50	- 160,20	- 156,00
Anden gæld	- 154,70	- 158,50	- 155,80	- 173,40	- 185,00
WCR	- 77,40	- 172,00	- 158,00	- 127,30	- 60,10

Figur 17: Arbejdskapital⁵⁹

Den negative arbejdskapital skyldes som tidligere nævnt, at Matas kunder betaler med det samme og har derved ingen kredittid hos dem. Derimod har Matas en kredittid hos deres leverandører når de indkøber varer. En negativ arbejdskapital er dermed positiv for virksomheden da de får penge fra kunderne inden de skal betale leverandørerne. De har dermed en høj lageromsætningshastighed og arbejdskapitalen kan anvendes som en kilde til finansiering.

Den samlede stigning i capital turnover i analyse perioden kan jævnfør ovenstående henføres til stigningen i omsætningen som er større end stigningen i invested capital.

4.2.3 Operation profit margin

Operation profit margin er forholdet mellem EBIT og omsætningen og er et udtryk for hvor meget af virksomheden omsætning, der bliver til overskud efter driftsomkostningerne er dækket. Matas' operation profit margin er i analyseperioden faldet fra 15,33% i 2014/15 til 10,26% i 2018/19 hvilket svarer til et fald på 5,07%-point. Dette betyder af Matas generer mindre overskud af deres omsætningen. Dette er negativt for virksomheden og er

⁵⁸ Matas årsrapport 2018/2019, s. 73

⁵⁹ Kilde: Egen fremstilling

umiddelbart et udtryk for, at de ikke formår at tilpasse deres omkostninger til omsætningen. Kigger vi nærmere på nøgletallet kan faldet henføres til faldet i EBIT som i analyseperioden er faldet fra 526,20 mio. kr. i 2014/15 til 363,30 mio. kr. i 2018/19. Faldet i EBIT skyldes, at virksomhedens driftsomkostninger er steget mere end omsætningen. Andre eksterne omkostninger er steget markant i perioden 2017/18 – 2018/19 med en stigning på 35,2 mio. kr. hvorimod stigningen i hele perioden fra 2014/15 til 2017/18 var på 27,3 mio. kr. Den store stigning fra 2017/18-2018/19 skyldes primært omkostninger til drift af Firtal Group, herunder omkostninger til markedsføring og transaktionsomkostninger i forbindelse med overtagelse af virksomheden som Matas opkøbte i august 2018⁶⁰. Samtidig har Matas påbegyndt implementering af deres nye strategi og oplevet en øget aktivitet på deres hjemmeside hvilket også har medført en stigning i omkostningerne.

I samme perioden er virksomhedens udgifter til personale steget. Stigningen i perioden 2016/17-2018/19 skyldes, at der har været et stort skift af ledende medarbejdere herunder den administrerende direktør i 2017/18. I den forbindelse er der blevet afholdt engangsomkostninger. Samtidig har overtagelsen af Firtal Group også medført en stigning i personaleomkostningerne⁶¹.

4.2.4 Financial leverage multiplier

Financial leverage multiplier er et udtryk for virksomhedens gearing og viser med andre ord hvor stor en del af den investerede kapital som er finansieret med fremmedkapital. For at kunne forstå dette nøgletal skal det forudsættes, at virksomheden er 100% finansieret igennem egenkapitalen og financial leverage multiplier vil være lig 1 i sådan et tilfælde. Nøgletallet er i analyseperioden steget fra 1,44 til 1,51 hvilket svarer til en lille stigning på 0,07%-point. For at analysere stigningen yderligere er det nødvendigt, at kigge nærmere på financial structure ratio og financial cost ratio. Disse bliver behandlet nedenfor.

4.2.5 Financial structure ratio

Financial structure ratio er et udtryk for forholdet mellem virksomhedens invested capital og egenkapitalen. Det betyder at et fald i virksomhedens egenkapital som skyldes, at man omlægger en del af den til fremmedkapital, vil give en stigning i financial structure ratio. Dette vil samtidig medføre en stigning i ovenstående financial leverage multiplier og dermed også

⁶⁰ Matas årsrapport 2018/2019, s. 17

⁶¹ Matas årsrapport 2018/2019, s. 17

ROE. Modsat kan man sige, at jo større andel af fremmedkapital, jo flere finansielle omkostninger som alt andet lige vil have en negativ effekt på ROE, da virksomhedens resultat vil blive mindre.

I analyseperioden er Matas' financial structure ratio faldet fra 1,64 i 2014/15 til 1,61 i 2018/19 og det ses at den ligger på et stabilt niveau i hele perioden. Egenkapital andelen ud af den samlede investerede kapital er dermed relativ stabil.

4.2.6 Financial cost ratio

Financial cost ratio er forholdet mellem EBT og EBIT og udtrykker dermed hvor stor en andel af EBIT der er tilbage når alle de finansielle poster er trukket fra. Nøgletallet er fra 2014/15 og til 2018/19 steget fra 0,88 gange til 0,94 gange hvilket svarer til en stigning på 0,06.

Financial cost ratio er dermed steget til at være tættere på 1 end i starten af analyseperioden. 1 er den maksimale værdi som forholdet imellem EBT og EBIT kan være. Dette er et udtryk for, at der er betalt færre finansielle omkostninger af EBIT hvilket også fremgår af resultatopgørelsen, hvor der ses et fald i finansielle omkostninger. Ligeledes fremgår det, at både EBT og EBIT i analyseperioden er faldet, dog er faldet i EBIT større end faldet i EBT.

4.2.6 Tax effect ratio

Tax effect ratio er forholdet mellem EAT og EBT og er dermed et udtryk for den effektive skatteprocent. I Danmark er den lovpligtige skatteprocent 22%, men den effektive skatteprocent og lovpligtige skatteprocent svarer sjældent til den samme. I analyseperioden ses det, at tax effect ratio svinger mellem 0,74 og 0,77 hvilket betyder at den effektive skatteprocent som virksomheden betaler ligger i spændet 26% og 23%. Forklaringen på afvigelsen fra den lovpligtige skatteprocent på 22% skyldes formentlig reguleringer af udskuddet skatteforpligtelser.

4.2.7 Return on equity

Return on equity også kaldet ROE er det afsluttende nøgletal i Gabriel Hawawini og Claude Viallet fremgangsmåde og model som fremgår i figur 15. Nøgletallet er et udtryk for, hvor profitable Matas er set ud fra aktionærernes synspunkt og beregnes ved at gange return og invested capital, financial leverage multiplier og tax effect. Return on equity er dermed det vigtigste nøgletal set fra aktionærernes side da de viser hvor meget de får tilbage af deres investerede kapital. Det ses at ROE er faldet fra 12,08% til 9,95% i analyseperioden hvilket

svarer til 2,13%-point. Dette betyder at ejerne eller investorernes forrentning er faldet hvilket alt andet lige er negativt set fra deres synspunkt. Nøgletallet eller forretningen skal dog sammenlignes med hvad investorerne kunne have fået, hvis de havde investeret deres penge i noget andet. Sammenlignes afkastet der opnås ved at investerer i Matas kontra en forholdsvis sikker investering som f.eks. statsobligationer er niveauet for Matas' ROE fornuftig dog med en betydelige større risiko end en investering i statsobligationer. Den negative tendens er dog et dårligt tegn set fra investorenes side og kan betyde at der er færre der vil investere i Matas.

4.2.8 Delkonklusion

Det fremgår af ovenstående, at Matas' på trods af omsætningen som har haft en stigende tendens oplever af tjene mindre. De har altså i analyseperioden ikke formået at tilpasse omkostninger til deres omsætningen som er steget mere end omsætningen. Dette har resulteret i en negativ tendens for de fleste nøgletal dog med undtagelse af virksomhedens gearing som i perioden har været stabil. Matas bør fremadrettet have fokus på, at øge deres omsætning indenfor deres nuværende ressourcer hvis den negative tendens skal vendes. Alternativt vil være, at forsøge at reducere deres nuværende omkostninger og bibeholde den nuværende positive tendens i omsætningen.

Matas har derfor med rette ændret kurs med en ny strategi som stemmer overens med den forudgående strategisk analyse. Med denne vil de som tidligere nævnt forsøge, at øge omsætning med udvikling af onlinesalg samt fokus på miljøet. Disse to faktorer var bl.a. nogle af de strategiske tiltag der blev identificeret i TOWS-analysen. Matas kan derfor drage nytte af, at der lige nu er højkonjunktur i landet og få vendt skuden for at hindre, at det på sigt går galt for dem.

4.3 Budgettering

Til brug for værdiansættelsen af Matas og vurdering af hvorvidt værdien pr. 30.12.2019 er over- eller undervurderet skal der udarbejdes et fremtidigsbudget for Matas. Det fremtidige budget omfatter de ti kommende regnskabsår, det vil sige budgettet omfatter regnskabsårene 2019/20 frem til 2028/29. Budgettet udarbejdes på baggrund af den forudgående strategisk analyse, den udarbejdede regnskabsanalyse og samtidige tages Matas' egne forventninger til fremtiden med i betragtning.

4.3.1. Resultatbudget

Nedenfor fremgår Matas' resultatbudget for de kommende 10 år.

Resultatbudgettet er som nævnt ovenfor udarbejdet på baggrund af den strategiske analyse, regnskabsanalysen for de sidste fem regnskabsår samt med udgangspunkt i Matas' forventninger til fremtiden. Forudsætningerne for budgettering af regnskabsposterne som senere skal anvendes i værdiansættelsen vil nedenfor enkeltvis blive kommenteret og begrundet.

Grundet opgavens omfang afgrænses der til kun at kommentere på de budgettal som senere skal anvendes i forbindelse med værdiansættelsen. Det betyder, at der ikke vil blive kommenteret på afskrivninger, finansielle poster og skat. Det kan dog nævnes, at finansielle indtægter er budgetteret med en stigning på 1%, finansielle omkostninger er budgetteret med en stigning på 3% i perioden hvor virksomhedens nye strategi implementeres og herefter 2% og skatten budgetteret til at være 23% i hele perioden hvilket svarer til den gennemsnitlig skatteprocent set over de seneste fem regnskabsår.

Resultatbudget mio. kr.	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Omsætning	3.647,54	3.756,97	3.869,67	3.985,76	4.065,48	4.146,79	4.229,73	4.314,32	4.400,61	4.488,62	4.578,39
Vareforbrug	1.991,55	2.031,38	2.072,01	2.113,45	2.145,15	2.177,33	2.209,99	2.243,14	2.276,78	2.310,94	2.345,60
Andre eksterne omkostninger	408,14	448,95	480,37	509,20	529,57	545,45	561,82	578,67	596,03	613,91	632,33
Personaleomkostninger	725,33	747,09	769,50	792,58	808,43	824,60	841,10	857,92	875,08	892,58	910,43
EBITDA	522,53	529,55	547,79	570,53	582,33	599,41	616,83	634,59	652,71	671,19	690,03
EBITDA-margin	14,33%	14,10%	14,16%	14,31%	14,32%	14,45%	14,58%	14,71%	14,83%	14,95%	15,07%
Afskrivninger	160,48	162,58	164,38	165,93	162,54	159,37	156,38	153,56	150,89	148,36	80,00
EBIT	362,05	366,97	383,41	404,61	419,79	440,04	460,45	481,04	501,82	522,83	610,03
EBIT-margin	9,93%	9,77%	9,91%	10,15%	10,33%	10,61%	10,89%	11,15%	11,40%	11,65%	13,32%
Finansielle indtægter	3,23	3,26	3,30	3,33	3,36	3,40	3,43	3,47	3,50	3,53	3,57
Finansielle omkostninger	25,34	26,10	26,88	27,69	28,24	28,81	29,38	29,97	30,57	31,18	31,80
EBT	339,95	344,14	359,83	380,25	394,91	414,63	434,50	454,53	474,76	495,18	581,80
Skat af årets resultat	78,19	79,15	82,76	87,46	90,83	95,36	99,93	104,54	109,19	113,89	133,81
EAT	261,76	264,99	277,07	292,79	304,08	319,26	334,56	349,99	365,56	381,29	447,98

Figur 18: Resultatbudget⁶²

4.3.1.2. Omsætning

Matas har som tidligere nævnt i opgaven lanceret en ny strategi i maj 2018 med ambitioner og mål for 2023. Strategien går på "Et fornyet Matas" som bl.a. indebærer øget fokus på internetsalg, positiv udvikling i butikkerne samt fokus på miljøet.⁶³ Denne strategi er i tråd

⁶² Kilde: Egen fremstilling

⁶³ Matas årsrapport 2018/2019, s. 8

med nogle af strategiske tiltag der i forbindelse med den forudgående strategiske analyse i opgaven er identificeret i den udarbejdet TOWS-analyse. Strategien skulle gerne bidrage til en øget omsætning og Matas selv har en ambition om en omsætning på 4 milliarder i 2023⁶⁴. I forhold til regnskabsanalysen virker dette som en høj ambition, da omsætningen i de fem forudgående år, har haft minimale stigninger/fald og dermed lagt på et forholdsvis stabilt niveau med undtagelse af det sidste år i analyseperioden. I perioden fra 2017/18 til 2018/19 steg virksomhedens omsætning nemlig fra 3.419,10 mio. kr. til 3.531,20 mio. kr. hvilket svarer til en omsætningsvækst på 3,57%. Det tyder derfor på, at målsætningen om en omsætning på omkring 4 milliarder i 2023 ikke ses af være helt urealistisk. Budgetteringen af omsætningen forudsætter derfor, at Matas lykkedes med at implementere den nye strategi og øge salget gennem webshoppen. Omsætningen er derfor budgetteret til at stige med 3% de første 4 år, som er i implementeringsperioden hvorefter der forventes en omsætningsvækst på 2% for de resterende år.

4.3.1.3 Vareforbrug

Vareforbruget har de seneste fem år svinget og fuldt virksomhedens omsætningen. Nedenfor ses udviklingen i indekstal for vareforbruget de seneste fem år.

Resultatopgørelse DKK. Mio	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Vareforbrug	1.803,20	1.838,30	1.821,60	1.851,60	1.869,80	1.952,50
Indekstal	100	101,95	99,09	101,65	100,98	104,42

Figur 19: Indekstal for vareforbruget de seneste 5 år⁶⁵

Det fremgår af ovenstående, at vareforbruget ligesom omsætningen de seneste fem år har lagt på et forholdsvis stabilt niveau med forholdsvis små stigninger i perioden fra 2013/14 til 2017/18 dog med undtagelse af 2015/16 hvor vareforbruget faldt. Samme år oplevede Matas også et fald i omsætningen hvilket dermed stemmer fint overens med, at vareforbruget følger omsætningen. De ses ligeledes at i perioden fra 2017/18 til 2018/19 steg vareforbruget med 4,42% hvilket er i samme periode hvor virksomheden oplevet en stigning i omsætning på 3,57%. I resultatbudgettet er vareforbruget derfor budgetteret til at stige med 2% i implementeringsperioden, da det er forventelig med en stigning i vareforbruget i forbindelse med en omsætningsvækst. Herefter forventes stigning, at falde til 1,5% som følge af fald i omsætningsvæksten. Omkostninger til vareforbruget er fastsat ud fra, at virksomheden

⁶⁴ Matas årsrapport 2018/2019, s. 11

⁶⁵ Kilde: Egen fremstilling

fortsat har gode leverandøraftaler og dermed kan opnå gode rabatter samtidig er udviklingen de seneste fem år taget i betragtning og sammenholdt med omsætningen.

4.3.1.4. Omkostninger

I den forudgående regnskabsanalyse, fremgik det at operation profit margin i hele analysen perioden har været faldende. Dette er som tidligere nævnt en indikation på, at virksomheden ikke har fået, at tilpasse deres driftsomkostninger til omsætningen og de har derfor generet mindre overskud af deres omsætning. Dette kan være vanskeligt og tage tid at rette op på. Nedenfor fremgår virksomhedens budgetteret EBITDA-margin og EBIT-margin også kaldet operation profit margin hvor EBITDA-margin er et udtryk for, hvor meget af virksomhedens omsætning der bliver til overskud før afskrivninger, finansielle poster og skat.

	2018/19R	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
EBITDA-margin	14,96%	14,33%	14,10%	14,16%	14,31%	14,32%	14,45%	14,58%	14,71%	14,83%	14,95%	15,07%
EBIT-margin	10,26%	9,93%	9,77%	9,91%	10,15%	10,33%	10,61%	10,89%	11,15%	11,40%	11,65%	13,32%

Figur 20: Budgetteret EBITDA-margin og EBIT-margin⁶⁶

Det fremgår af ovenstående, at på trods af en forventning om stigning i omsætningen de første 4 år, altså i implementeringsperioden budgetteres EBITDA-margin til at falde i perioden frem til 2022/23. Det skyldes, at der budgetteres med en kraftig stigning i virksomhedens andre eksterne omkostninger i forbindelse med implementeringen af den nye strategi. En omlægning af strategien i det omfang som Matas er i færd med og som er nødvendig taget virksomhedens regnskabsanalyse og strategisk analyse i betragtning kræver større forretningsomlægninger. Forretningsomlægninger er dyre og kræver ofte også større investeringer alt efter strategien. Det fremgår af Matas' delrapport for de første 9 måneder af regnskabsåret 2019/20, at de har realiseret en EBITDA-margin på 15,5% hvor i mod man året forinden for samme periode havde realiseret en EBITA-margin på 16,7%⁶⁷. Dette til trods for en flot stigning i omsætningen for perioden. Det fremgår ligeledes af rapporten, at Matas forventer en EBITDA-margin på mellem 14-14,5% for regnskabsåret 2019/20. Der er derfor budgetteret med en stor stigning i omkostninger de første år, som følge af b.la. opkøb af virksomheder, øget udgifter til markedsføring samt IT-udgifter i forbindelse med forsøget på at øge virksomhedens nethandel. Det forventes, at i takt med, at strategien implementeres

⁶⁶ Egen fremstilling

⁶⁷ <https://investor.matas.dk/static-files/643a0ecd-c21d-4ada-ad9e-d1fb31ca93dc>

tilpasse driftsomkostningerne og virksomheden vil begynde af genere større overskud at deres omsætningen. Virksomheden har selv en ambition om at opnå en EBITDA-margin på over 14% i 2022/23⁶⁸ hvor strategien forventes implementeret hvilket der er budgetteret som værende realistisk. De efterfølgende år, er der budgetteret med en stabil stigning i andre eksterne omkostninger på 3% pr. år som er fastsat ud fra hvad virksomheden gennemsnitlig har haft i stigning de seneste 5 år.

4.3.2. Balancebudget

Budgetteringen skal som nævnt tidligere udelukkende anvendes i forbindelse med værdiansættelse af Matas. Balancebudgettet afgrænses grundet opgavens omfang derfor til udelukkende at omfatte de poster som er relevante og skal anvendes i forbindelse med den efterfølgende værdiansættelse af virksomheden. Balancebudgettet vil derfor kun omfatter arbejdskapitalen og investeringer i budgetperioden. Ligesom ovenstående resultatbudget, vil forudsætningerne i balancebudgettet bygge på den tidligere foretaget strategiske analyse, regnskabsanalyse og Matas' egne forventninger.

4.3.2.1. Arbejdskapitalen

Arbejdskapitalen kan være svært at budgettere, da den består af poster hvor udviklingen kan være svær at spå om. Det gælder for varebeholdninger, tilgodehavender fra salg, varekreditorer samt forudbetalinger fra kunderne, altså virksomhedens pengebindinger. Forudsætninger og budgetteringen af disse poster vil derfor blive gennemgået og forklareret nedenfor. De øvrige poster som indgår i beregningen af arbejdskapital, er budgetteret med en stigning på 3% og vil ikke blive begrundet nærmere. Nedenfor fremgår den budgetteret arbejdskapital for Matas.

Arbejdskapital	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Varebeholdninger	755,64	770,75	786,16	801,89	813,92	826,12	838,52	851,09	863,86	876,82	889,97
Tilgodehavender fra salg	19,99	20,59	21,20	21,84	22,28	22,72	23,18	23,64	24,11	24,60	25,09
Andre tilgodehavender	92,80	95,59	98,45	101,41	104,45	107,58	110,81	114,14	117,56	121,09	124,72
Periodeafgrænsningsposter	33,17	34,16	35,19	36,24	37,33	38,45	39,60	40,79	42,01	43,27	44,57
Varekreditorer	591,19	616,75	629,09	641,67	650,11	659,86	669,76	679,80	690,00	700,35	710,86
Forudbetalinger fra kunder	161,18	166,01	171,00	176,13	179,65	183,24	186,91	190,64	194,46	198,35	202,31
Anden gæld	190,55	196,27	202,15	208,22	214,47	220,90	227,53	234,35	241,38	248,62	256,08
WCR	- 41,33	- 57,95	- 61,23	- 64,64	- 66,25	- 69,12	- 72,08	- 75,14	- 78,29	- 81,55	- 84,90

Figur 21: Budgetteret arbejdskapital⁶⁹

⁶⁸ Matas' årsrapport 2018/2019, s. 8

⁶⁹ Kilde: Egen fremstilling

4.3.2.2 Varebeholdninger

For at kunne budgetteret virksomhedens varebeholdninger er det nødvendigt, at kigge på den historiske lageromsætningshastighed. Dette gøres med udgangspunkt i de seneste fem aflagte årsrapporter for Matas. Nedenfor ses beregningen af varelageret omsætningshastighed i perioden.

Varelagerets omsætningshastighed	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Gennemsnit
Vareforbrug	1.838,30	1.821,60	1.851,60	1.869,80	1.952,50	1.866,76
Varebeholdning ultimo	662,10	662,80	693,20	749,00	785,50	710,52
Varelagerets omsætningshastighed	2,78	2,75	2,67	2,50	2,49	2,64

Figur 22: Varelagerets omsætningshastighed⁷⁰

Det fremgår af ovenstående, at varelagerets omsætningshastighed ligger på et forholdsvis stabilt niveau mellem 2,78 gange/år og 2,49 gange/år og har været faldende i analyseperioden. Da der ikke fremkommer de store udsving i analyseperioden anvendes den gennemsnitlig omsætningshastighed på 2,64 gange/år i budgetperioden. Nedenfor fremkommer beregningen af varebeholdningerne i budgetperioden med udgangspunkt i den gennemsnitlig omsætningshastighed.

Varelagerets omsætningshastighed	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Vareforbrug	1.991,55	2.031,38	2.072,01	2.113,45	2.145,15	2.177,33	2.209,99	2.243,14	2.276,78	2.310,94	2.345,60
Varebeholdning ultimo	755,64	770,75	786,16	801,89	813,92	826,12	838,52	851,09	863,86	876,82	889,97
Varelageret omsætningshastighed	2,64	2,64	2,64	2,64	2,64	2,64	2,64	2,64	2,64	2,64	2,64

Figur 23: Budgetteret varebeholdning⁷¹

Det ses af ovenstående, at varebeholdningen ultimo er budgetteret til at stige fra 755,64 mio. kr. i 2019/2020 til 889,97 mio. kr. i 2028/2029.

4.3.2.3. Tilgodehavender fra salg

For at kunne budgetteret tilgodehavender fra salg bedst muligt, er det ligesom ved budgettering af varebeholdninger nødvendige at kigge på de historiske realiserede debitordage. Nedenfor ses derfor beregningen af debitordage for de seneste fem år.

Debitordage	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Gennemsnit
Tilgodehavender fra salg	34,30	29,50	20,70	7,10	11,40	20,60
Gennemsnitligt dagligt salg	9,41	9,39	9,49	9,37	9,70	9,47
Debitordage	3,65	3,14	2,18	0,76	1,17	2,18

Figur 24: Opgørelse af realiseret debitordage⁷²

⁷⁰ Kilde: Egen fremstilling

⁷¹ Kilde: Egen fremstilling

Som det fremgår af ovenstående er det sket et fald i antal debitordage i analyseperioden hvor antal debitordage er over halveret. I 2014/2015 var antal debitordage 3,65 hvorimod det i 2018/2019 kun er 1,17 dage. Til beregning og fastsættelse af tilgodehavender fra salg i budgetperioden anvendes 2 dage som mere eller mindre svarer til gennemsnittet. På trods af, at Matas har begrænset antal debitorer som følge af, at kunderne betaler med det samme, kan det umuligt undgås at have lidt debitorer. Dette kan bl.a. begrundes med bankdage, weekender og helligdage. Så når en kunde køber et produkt lørdag formiddag i en af virksomhedens butikker og betaler med kort inden vedkommende forlader forretningen, så er pengene formentlig først hos Matas mandag morgen som følge af weekend og bankdage. Nedenfor fremkommer beregningen af tilgodehavender fra salg i budgetperioden med udgangspunkt i ovenstående.

Debitordage	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Tilgodehavender fra salg	19,99	20,59	21,20	21,84	22,28	22,72	23,18	23,64	24,11	24,60	25,09
Gennemsnitligt dagligt salg	9,99	10,29	10,60	10,92	11,14	11,36	11,59	11,82	12,06	12,30	12,54
Debitordage	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

Figur 25: Budgetteret tilgodehavender fra salg⁷³

Det fremgår af ovenstående af tilgodehavender fra salg er budgetteret til at stige fra 19,99 mio. kr. i 2019/2020 til 24,60 mio. kr. i 2028/2029.

4.3.2.4. Varekreditorer

På samme måde som ovenstående opgøres de budgetterede varekreditorer med udgangspunkt i antal kreditordage og på baggrund af hvad virksomheden tidligere har været realiseret. Nedenfor fremgår opgørelsen af historisk realiseret kreditordage for de seneste fem år.

Kreditordage	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Gennemsnit
Varekreditorer ultimo	499,50	584,20	587,90	579,40	638,30	577,86
Indkøb(vareforbrug+lagerultimo-lager primo)	1.893,10	1.822,30	1.882,00	1.925,60	1.989,00	1.902,40
Dagligt indkøb	5,19	4,99	5,16	5,28	5,45	5,21
Kreditordage	96,31	117,01	114,02	109,83	117,13	110,86

Figur 26: Opgørelse af realiseret kreditordage⁷⁴

At ovenstående ses det, af Matas' kreditordage hos deres leverandører i analyseperioden har svinget mellem 96,31 dage og 117,13 dage. Gennemsnittet i analyseperioden har været

⁷² Kilde: Egen fremstilling

⁷³ Kilde: Egen fremstilling

⁷⁴ Kilde: Egen fremstilling

110,86 dage og der anvendes derfor 110 dage til at budgetteret virksomhedens varekreditorer. Begrundelsen for at anvende gennemsnittet af antal kreditordage er, at i hele analyseperioden svinger antal dage op og ned fra år til år, hvorfor gennemsnittet vurderes af være mest hensigtsmæssig og korrekt at anvende til budgetteringen. Nedenfor fremkommer beregningen af varekreditorer i analyseperioden.

Kreditordage	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Varekreditorer ultimo	591,19	616,75	629,09	641,67	650,11	659,86	669,76	679,80	690,00	700,35	710,86
Indkøb (vareforbrug+lagerultimo-lager primo)	1.961,69	2.046,49	2.087,42	2.129,17	2.157,18	2.189,54	2.222,38	2.255,72	2.289,55	2.323,89	2.358,75
Dagligt indkøb	5,37	5,61	5,72	5,83	5,91	6,00	6,09	6,18	6,27	6,37	6,46
Kreditordage	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00

Figur 27: Budgetteret varekreditorer⁷⁵

Det fremgår af ovenstående, at virksomhedens varekreditorer i budgetperioden vil stige fra 591,19 mio. kr. i 2019/20 til 700,35 mio. kr. i 2028/29.

4.3.2.5. Forudbetalinger fra kunder

Forudbetalinger fra kunder kan være svær at budgettere, så for at få et så retvisende billede i budgetperioden som muligt beregnes forudbetalinger fra kunder i forhold til omsætningen de seneste fem år. Denne beregning fremgår af nedenstående figur.

Forudbetalinger fra kunder	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Gennemsnit
Omsætning	3.433,30	3.426,10	3.463,40	3.419,10	3.541,30	3.456,64
Forudbetalinger fra kunder	141,20	149,80	156,50	160,20	156,00	152,74
Procentuel forudbetalinger fra kunder	4,11%	4,37%	4,52%	4,69%	4,41%	4,42%

Figur 28: Forudbetalinger fra kunder i forhold til omsætningen⁷⁶

Det fremgår af ovenstående, at forholdet imellem forudbetalinger fra kunder og omsætningen i hele analyseperioden er forholdsvis stabil og har ikke de store udsving. På den baggrund anvendes gennemsnittet på 4,42% til beregningen af forudbetalinger fra kunder i budgetperioden. Det vil derfor sige, at der budgetteres med, at 4,42% af omsætningen er forudbetalt fra virksomhedens kunder. Nedenfor fremkommer beregningen af forudbetalinger fra kunderne i budgetperioden

⁷⁵ Kilde: Egen fremstilling

⁷⁶ Kilde: Egen fremstilling

Forudbetalinger fra kunder	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Omsætning	3.647,54	3.756,97	3.869,67	3.985,76	4.065,48	4.146,79	4.229,73	4.314,32	4.400,61	4.488,62	4.578,39
Forudbetalinger fra kunder	161,18	166,01	171,00	176,13	179,65	183,24	186,91	190,64	194,46	198,35	202,31
Procentuel forudbetalinger fra kunder	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%

Figur 29: Budgetteret forudbetalinger fra kunder⁷⁷

Det ses af ovenstående af forudbetalinger fra kunder forventes at stige fra 161,18 mio. kr. i 2019/20 til 202,31 mio. kr. i 2028/29.

4.3.2.6. Investeringer

Matas har som led i deres strategi "Et fornyet Matas" afsat 600 mio. kr. over frem år som er en del af et investeringsprogram som skal sikre implementeringen af strategien⁷⁸. Allerede i 2018/2019 har der været fokus på, at føre strategien ud i livet og derfor er der afsættes der kun 120 mio. kr. fire år frem, da der allerede er foretaget opkøb i dette regnskabsår som forudsættes af være en del af de 600 mio. kr. Nedenfor fremgår det budgetteret forløb for immaterielle og materielle anlægsaktiver.

Immaterielle anlægsaktiver	2018/19R	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Primo	4.082,30	4.168,00	4.159,36	4.150,98	4.142,85	4.134,96	4.059,42	3.986,13	3.915,05	3.846,10	3.779,21	3.714,34
Investeringer	203,10	120,00	120,00	120,00	120,00	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00	50,00
Af- og nedskrivninger	117,40	128,64	128,38	128,13	127,89	125,55	123,28	121,08	118,95	116,88	114,88	50,00
Ultimo	4.168,00	4.159,36	4.150,98	4.142,85	4.134,96	4.059,42	3.986,13	3.915,05	3.846,10	3.779,21	3.714,34	3.714,34

Materielle anlægsaktiver	2018/19R	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Primo	176,00	194,90	213,06	228,86	242,61	254,57	247,58	241,49	236,20	231,59	227,59	224,10
Investeringer	48,10	50,00	50,00	50,00	50,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Af- og nedskrivninger	29,20	31,84	34,20	36,25	38,04	36,99	36,09	35,29	34,61	34,01	33,49	30,00
Ultimo	194,90	213,06	228,86	242,61	254,57	247,58	241,49	236,20	231,59	227,59	224,10	224,10

Figur 30: Budgettering anlægsaktiver⁷⁹

Af ovenstående fremgår det, at der er afsat 120 mio. kr. til investering i immaterielle anlægsaktiver de første fire år af budgetperioden som svarer til årene hvor Matas' nye strategi skal implementeres. Det forventes at de 600 mio. kr. primært skal anvendes til opkøb af eksisterende virksomheder og de er derfor budgetteret under immaterielle anlægsaktiver. Det fremgår at virksomhedens seneste aflagte årsrapport, at de efter balancedagen har

⁷⁷ Kilde: Egen fremstilling

⁷⁸ Matas årsrapport 2018/2019, s. 7

⁷⁹ Kilde: Egen fremstilling

indgået en aftale om køb af Kosmolet A/S til 145 mio. kr.⁸⁰ og dermed forventes det, at størstedelen af de afsatte midler vil blive anvendt på immaterielle anlægsaktiver. Efter implementeringen af strategien er der afsat 50 mio. kr. til investeringer i immaterielle anlægsaktiver, hvilket er fastsat ud fra tidligere års niveau. Dette samme gør sig gældende for materielle anlægsaktiver, her er der budgetteret med 50 mio. kr. til investeringer i perioden hvor strategien skal implementeres herefter er der afsat 30 mio. kr. som er afsat på baggrund af tidligere års foretaget investeringer.

De årlige af- og nedskrivninger er i budgetperioden fastsat til henholdsvis 3% for immaterielle anlægsaktiver og 13 % for materielle anlægsaktiver. Det fremgår i seneste aflagte årsrapport, at anlægsaktiverne naturligvis afskrives forskelligt alt afhængig af, hvad der er tale om⁸¹. Afskrivningsprocenterne er derfor fast ud fra et gennemsnit at de tidligere års af- og nedskrivninger. Den lave afskrivningsprocent for immaterielle anlægsaktiver skyldes, at størstedelen består af goodwill, som ikke er afskrivningsberettiget og der afskrives derfor udelukkende på varemærker og navene rettigheder samt andre immaterielle aktiver.

I terminalperioden er investeringer og af- og nedskrivninger sat lig med hinanden da dette teoretisk er mest korrekt. Dette gøres, da terminalperioden strækker sig i det uendelige og alle anlægsaktiver skal før eller siden skal afskrives, så for at tage højde for dette faktum anses det, at være det mest korrekt at af- og nedskrivninger og investering sættes lig med hinanden.

⁸⁰ Matas årsrapport 2018/2019, s. 19

⁸¹ Matas årsrapport 2018/2019, s. 69+71

Kapitel 5: Værdiansættelse

I dette kapitel skal Matas værdiansættes på baggrund af de forudgående analyser herunder den strategiske analyse, regnskabsanalysen og det udarbejdet budget. Til dette kan der anvendes forskellige metoder som nedenfor vil blive beskrevet og der vil derefter blive foretaget en udvælgelse af den metode som findes mest anvendelig i forhold til Matas. Formålet med værdiansættelsen, er at vurdere hvorvidt Matas' aktieværdi på 55,10 kr. er over- eller undervurderet pr. 30.12.2019 og dermed besvare afhandlingens problemformulering.

5.1. Værdiansættelsesmetoder

Til værdiansættelse af virksomheder findes der forskellige metoder der kan gøres brug af. I dette afsnit vil værdiansættelsesmetoderne discounted cash flow samt multipel-værdiansættelse blive beskrevet med fordele og ulemper, for herefter at kunne udvælge den metode der skal anvende til værdiansættelsen af Matas.

5.1.2. Multipel-værdiansættelse

Den multipel-værdiansættelsesmetode værdiansætter virksomheden ud fra lignende virksomheder. Der skal her udvælgelse en virksomhed, som er sammenlignelig med virksomheden som skal værdiansættes. Den sammenlignelige virksomhed skal være noteret på børsen, være i samme branche og skal have lignende aktiver og omkostningsstruktur. Når der er fundet en sammenlignelig virksomhed er der flere multipelberegninger man kan anvende herunder price to earnings, marked-to-book ratio og enterprise value-to-EBITDA. Der vil kun blive foretaget en dybere beskrivelse af price to earnings metoden af hensyn til opgavens omfang. Denne metode vælges, da den går for at være den mest anvendte, når der værdiansættes ud fra en multipelberegning.

Price to earnings beregner rationen mellem den nuværende aktiekurs og fortjeneste pr. aktie. Fortjeneste pr. aktie fås ved at dividere overskud efter skat (EAT) med antal børsnoterede aktier for virksomheden. Price to earnings ratio kan herefter beregnes ved at tage aktiekursen og dividere med fortjeneste pr. aktie. Price to earnings fortæller dermed hvor meget en given investor skal betale for en årlig indtjening på 1 kr.

Teorien bag denne metode går på, at to komparable virksomheder alt andet lige bør have samme price to earnings ratios i det aktieværdien på et frit uafhængigt marked. Spørgsmålet er

dog, om det i praktisk er muligt, at finde to fuldstændige komparable virksomheder som teorien bygger på.

Fordelen ved at anvende denne model er, at den er forholdsvis simpel at anvende og kræver ikke det store kendskab til virksomheden der skal værdiansættes. Derudover kan modellen anvendes til at værdiansætte selskaber som ikke er børsnoteret. Her vil man gange selskabets overskud efter skat, med den sammenlignelige virksomheds price to earnings og dermed få værdien af virksomheden. Ulempen ved at anvende denne model er, at det kan være svært at finde en virksomhed som har fuldstændig samme struktur og dermed er sammenlignelig. Price to earnings ratioen der anvendes kan derfor være unøjagtig og give et forkert billede af virksomhedens værdi. En anden ulempe er, at modellen udelukkende bygger på historiske data og medtager dermed ikke forventninger til fremtiden. Herudover er multiplerne også påvirket af regnskabsregler og skatteregler hvis der f.eks. sammenlignes med selskaber i forskellige lande.

5.1.3. Discounted cash flow (DCF-model)

Værdiansættelsesmodellen Discounted cash flow også kaldt DCF-modellen er en populær model af anvende i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder. Modellen beregner virksomhedens værdi på baggrund af nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme. Den måler dermed værdien på virksomhedsniveau både fra långiverens vinkel men også fra ejeren vinkel. Den ser altså på virksomhedens evne til at skabe indtjening via driften og den tager derfor ikke udgangspunkt i finansieringsdelen, da den ikke anses for at have værdiskabende effekt.

For at kunne anvende modellen, kræver det et bredere kendskab til virksomheden, da den som nævnt bygger på nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme og dermed kræver et udarbejdet budget, typisk for en fem- eller ti årig periode, for at kunne fastslå nutidsværdien. Nutidsværdien tilbagediskonteres ved hjælp af de gennemsnitlige vægtede omkostninger (WACC) som man derfor også skal have kendskab til. Fordelen ved at anvende denne model til værdiansættelsen er, at den ikke påvirkes af virksomhedens regnskabspraksis. Herudover tager modellen udgangspunkt i forventninger til fremtiden og dermed fremtidig vækst, hvilket anses som en kæmpe fordel i forbindelse med værdiansættelse. Samtidig kræver modellen et stort forarbejde og kendskab til virksomheden,

hvilket medfører et bedre grundlag for værdiansættelsen. Dette kan dog også være en ulempe sammenlignet med den tidligere beskrevet værdiansættelse metode, som er mere simpel at anvende. En anden ulempe ved modellen er, at det som sagt bygger på forventninger til fremtiden og disse kan være svære at spå om. Er man for optimistisk i sin budgettering vil dette medføre en for høj værdiansættelse og omvendt vil en pessimistisk budgettering medføre en for lav værdiansættelse.

5.1.4. Valg af værdiansættelsesmodel

På baggrund af ovenstående beskrivelse af værdiansættelsesmodeller er det nu muligt, at vurdere hvilken model, der anses som værende mest relevant til værdiansættelse af Matas. Som det fremgår, er der en betydelig forskel på de to beskrevet modeller, hvor værdiansættelse ved hjælp af en multipel er forholdsvis simpel sammenlignet med DCF-modellen. Price to earnings modellen er oplagt ved værdiansættelse af selskaber der ikke er børsnoteret og finder oftest anvendelse på disse virksomheder. Samtidig tager den ikke højde for den fremtidig vækst på samme måde som DCF-modellen. På denne baggrund fravælges Price to earnings modellen, da det vurderes at være mest optimal for Matas, at tage fremtiden med i værdiansættelsen. Det begrundes med, at Matas er i færd med at implementere en ny fremtidig strategi og som alt andet lige vil have indflydelse på værdiansættelsen hvis de lykkedes med den. Derudover er Matas allerede børsnoteret og price to earnings modellen er derfor mindre relevant, da DCF-modellen vil kunne lave en grundigere og mere teoretisk korrekt værdiansættelse.

5.2. Værdiansættelse efter DCF-modellen

I det følgende vil Matas' værdi forsøgt fastlagt ved brug af DCF-modellen. For at kunne anvende modellen og beregne værdien af virksomheden på baggrund af den discounted cash flow skal Matas' vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger opgøres også kaldet virksomhedens WACC. Denne skal anvendes til at tilbagediskontere de fremtidige cash flows for derefter at kunne beregnes nutidsværdien heraf.

5.2.1 Beregning af weighted average cost of capital (WACC)

WACC er som nævnt ovenfor en vigtig del af værdiansættelsen efter DCF-modellen og er derfor en central del af beregningen. WACC udtrykker de omkostninger der er forbundet med at fremskaffe kapital for virksomheden og viser dermed omkostninger ved at have gæld⁸².

Virksomhedens WACC beregnes ud fra følgende formel:

$$WACC = K_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D} + K_E \frac{E}{E + D}$$

Som det fremgår af ovenstående er der flere led der skal beregnes og det første led beskriver af omkostninger ved finansiering med fremmedkapital og det andet led beskriver omkostninger ved finansiering med egenkapital. For at beregne WACC vil jeg i det følgende se nærmere på de to led.

5.2.1.1 Omkostninger ved finansiering med fremmedkapital

Omkostninger ved finansiering af fremmedkapital er som nævnt ovenfor det første led i WACC beregningen og beregnes som det fremgår af nedenstående formel:

$$\text{Omkostning ved finansiering med fremmedkapital} = K_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D}$$

K_D udtrykker den gennemsnitlige omkostning som er forbundet med fremmedkapital og skal derfor fastsættes. Det fremgår af Matas' seneste årsrapport at den effektive rente i regnskabsperioden var på 1,4%⁸³ og for at understøtte denne er virksomhedens finansielle omkostninger holdt op i mod virksomhedens gæld til kreditinstitutter i 2018/19.

$$\frac{1.665}{24,60} \text{ mio. kr} \times 100 = 1,48 \%$$

Som det fremgår af ovenstående beregning stemmer denne overens med virksomhedens oplysning om en effektiv rente på 1,4% hvorfor det er denne der finder anvendelse. Der skal herefter tages højde for det skattefradrag som virksomheden får hvilket leddet $(1 - T_C)$ er

⁸² Finance For Executives, Hawawini & Viallet, 6. udgave, s. 426-427

⁸³ Matas årsrapport 2018/2019, note 24, s. 64

indsat for. T_C er skatteprocenten som Matas betaler og denne er fastsat til 23%, som er den gennemsnitlig skatteprocent virksomheden har betalt de seneste 5 år.

Omkostningerne ved finansiering af fremmedkapital skal vægtes relativt i forhold til virksomhedens samlede gæld hvorfor ovenstående skal ganges med $\frac{D}{E+D}$ hvor D er andelen af fremmedkapital og E er andelen af egenkapitalen. Dette led opgøres senere i beregningen.

5.2.1.2 Omkostninger ved finansiering med egenkapital

Det sidste led i beregningen af WACC er omkostninger ved finansiering med egenkapital og skal beregnes som følgende:

$$\text{Omkostning ved finansiering med egenkapital} = K_e \frac{E}{E + D}$$

I ovenstående er K_e et udtryk for ejernes afkastningskrav som skal beregnes på baggrund af den risikofrie rente (R_F), markedspræmien ($E(R_M)$) og beta-værdien (β_i). Dette gøres på følgende måde:

$$K_E = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_i$$

Som det fremgår af ovenstående skal den risikofrie rente, markedspræmien og beta-værdien fastsættes for at kunne beregnes omkostningerne ved finansiering af egenkapitalen. Den risikofrie rente fastsættes som hovedregel som afkastet på en risikofri investering. Typisk anvendes den effektive rente på danske statsobligationer med en 10-årig løbetid, da det er usandsynligt at den danske stat går kun konkurs og risikoen ved disse er derfor minimal. og nedenfor ses derfor udviklingen af renten herpå de seneste 10 år samt gennemsnittet.

Effektiv rente af statsobligationer efter land og tid												
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
Danmark	3,6%	2,9%	2,7%	2,4%	2,7%	2,3%	0,7%	0,3%	0,5%	0,5%	0,1%	1,9%

Figur 31: Effektiv rente på danske statsobligationer de seneste 10 år⁸⁴

⁸⁴ Kilde: <https://www.statistikbanken.dk/MPK100>

Det fremgår af ovenstående, af renten de seneste 10 år er faldet kraftigt og at den i 2019 er på et historisk lavt niveau. Et renteniveau på 0,1% vurderes ikke at være realistisk på den lange bane. Gennemsnittet er beregnet til at være 1,9% de seneste 10 år, hvilket fortsat vurderes som værende relativt lavt sammenlignet med renten for 10 år siden. Til beregningen i denne opgave fastsættes den risikofrie rente derfor til 2,5%, da det antages som værende nærmest umuligt, at renten vil falde yderligere end dens niveau i 2019. På den lange bane findes det derfor mere sandsynligt, at renten vil stige hvorfor det er de 2,5% der finder anvendelse.

Markedspræmien fastsættes til 5,5% på baggrund af en udgivet publikation lavet af KPMG i september 2018, hvor der netop anbefales en risikopræmie på 5,5% for europæiske lande⁸⁵. Hawawini & Viallet anvender en markedspræmie på 5% i deres bog⁸⁶ hvilket underbygger ovenstående. En markedspræmie på 5,5% vurderes derfor ikke usandsynligt og det er derfor denne der anvendes i opgaven.

Betaværdien udtrykker hvor følsom aktieafkastet er overfor ændringer i markedsporteføljens afkast sagt med andre ord, er det altså aktiens systematiske risiko. Betaværdien der benyttes i denne opgave er på 0,82 som er beregnet af Reuters⁸⁷, hvilket vil sige af risikoen er mindre end markedet, da den er under 1. Betaværdien kan også udregnes ved at se på kovariansen mellem stigningen på OMX C25- indeks og Matas aktien de seneste 3 år⁸⁸. Ved denne beregning fås en betaværdi på 0,52⁸⁹. Denne vurderes, at være forholdsvis lav taget den forudgående strategiske analyse og regnskabsanalyse i betragtning. Heraf fremgik, at konkurrencen på markedet er hård og en ny strategi vil være nødvendig for at virksomheden kan bibeholde deres nuværende position og vende deres negative tendenser i nøgletallene. På denne baggrund anvendes en betaværdien på 0,82.

Med ovenstående elementer fastsat, er nu muligt at beregne omkostningen ved finansiering med egenkapital:

$$K_E = 2,5\% + (5,5\% - 2,5\%) \times 0,82 = 4,96\%$$

⁸⁵ <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2018/advisory/equity-market-risk-premium-research-summary.pdf>

⁸⁶ Finance For Executives, Hawawini & Viallet, 6. udgave, s. 425-426

⁸⁷ Reuters.com – Matas' betaværdi, bilag 3

⁸⁸ Beregning af Beta: <https://penge.dk/investering/sadan-beregner-du-beta>

⁸⁹ Udregning af betaværdi, bilag 4

På samme måde som omkostningen ved finansiering af fremmedkapital skal også omkostningen ved finansiering med egenkapital vægtes relativt set i forhold til den samlede gæld hvorfor ovenstående skal gange med $\frac{E}{E+D}$ hvor E er andelen af egenkapital og D er andelen af fremmedkapital. Dette led fastlægges i det efterfølgende.

5.2.1.3 Kapitalstruktur

Som tidligere nævnt skal ovenstående vægtes relativt i forhold til virksomhedens samlede gæld. For at kunne gøre det skal Matas' kapitalstruktur fastlægges og som udgangspunkt er det markedsværdien af gælden der skal anvendes i beregningen. I nedenstående opgørelse baseret beregningen dog på den bogførte værdi pr. 31. marts 2019, da markedsværdien af gælden ikke kendes. Oplysningerne der anvendes til fastlæggelse af Matas' kapitalstruktur er derfor hentet i virksomhedens seneste aflagte årsrapport. Nedenfor fremgår opgørelsen af Matas' kapitalstruktur.

Matas' kapitalstruktur	
Antal aktier	38.291.492
Aktiekurs pr. 31. marts 2019	65,8
Markedsværdi af egenkapitalen	2.519.580.174
Markedsværdi af egenkapital i mio. kr.	2.520
Market value added	- 150

Figur 32: Beregning af market value added⁹⁰

Der skal som det ses af ovenstående skal market value added beregnes og som efterfølgende skal tillægges virksomhedens bogførte værdi af egenkapitalen. Market value added er forskellen mellem egenkapitalens markedsværdi og den bogførte værdi. Der er anvendt kurs 65,8⁹¹ pr. 31. marts 2019 til beregningen.

Aktiver		Passiver	
Bogførte aktiver	5.538,80	Bogført egenkapital	2.669,90
MVA	- 150	MVA	- 150
		Markedsværdi af egenkapital	2.520
		Gæld	2.868,90
Markedsværdi af aktiver	5.388	Markedsværdi af passiver	5.388

Figur 33: Fordeling af beregnet market value added⁹²

⁹⁰ Kilde: Egen fremstilling

⁹¹ <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/historiskepriser>

⁹² Kilde: Egen fremstilling

Med udgangspunkt i ovenstående er det nu muligt at opgøre markedsværdien af egenkapitalen samt markedsværdien af fremmedkapitalen.

$$\text{Markedsværdi af egenkapital} = \frac{2.520}{5.388} = 0,47$$

$$\text{Markedsværdi af fremmedkapital} = \frac{2.869}{5.388} = 0,53$$

5.2.1.4 Beregning af WACC

WACC kan nu beregnes på baggrund af fastlæggelsen af ovenstående parametre. Beregningen af WACC fremgår nedenfor:

$$WACC = K_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D} + K_E \frac{E}{E + D}$$

$$WACC = 1,4\% \times (1 - 23\%) \times 0,53 + 4,96\% \times 0,47 = 2,89\%$$

Som det fremgår af ovenstående er WACC beregnet til 2,89% og det er denne der finder anvendelse når de fremtidige cash flow i det efterfølgende skal tilbagediskonteres.

5.2.2 Det frie cash flow

Det frie cash flow beregnes på baggrund af det forudgående fastlagte budget for Matas. Det frie cash flow udtrykker forskellen mellem de pengestrømme der kommer fra virksomhedens drift og de pengestrømme som virksomheden har i forbindelse med investeringer i driften. Det beregnes ud fra nedenstående formel⁹³:

$$FCF = EBIT(1 - T_C) + \text{afskrivninger} - \Delta WCR - \text{nettoinvesteringer}$$

Parametrene der skal anvendes fremgår alle af den tidligere budgettering med undtagelse af ændringen i arbejdskapitalen som fremkommer nedenfor. Der henvises til afsnittet vedrørende budgettingen for yderligere uddybning.

⁹³ Finance For Executives, Hawawini & Viallet, 6. udgave, s. 496

Arbejdskapital	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
Varebeholdninger	755,64	770,75	786,16	801,89	813,92	826,12	838,52	851,09	863,86	876,82	889,97
Tilgodehavender fra salg	19,99	20,59	21,20	21,84	22,28	22,72	23,18	23,64	24,11	24,60	25,09
Andre tilgodehavender	92,80	95,59	98,45	101,41	104,45	107,58	110,81	114,14	117,56	121,09	124,72
Periodeafgrænsningsposter	33,17	34,16	35,19	36,24	37,33	38,45	39,60	40,79	42,01	43,27	44,57
Varekreditorer	591,19	616,75	629,09	641,67	650,11	659,86	669,76	679,80	690,00	700,35	710,86
Forudbetalinger fra kunder	161,18	166,01	171,00	176,13	179,65	183,24	186,91	190,64	194,46	198,35	202,31
Anden gæld	190,55	196,27	202,15	208,22	214,47	220,90	227,53	234,35	241,38	248,62	256,08
WCR	- 41,33	- 57,95	- 61,23	- 64,64	- 66,25	- 69,12	- 72,08	- 75,14	- 78,29	- 81,55	- 84,90
Ændring i WCR	18,77	- 16,62	- 3,28	- 3,41	- 1,61	- 2,87	- 2,96	- 3,06	- 3,15	- 3,25	- 3,36

Figur 34: Beregning af ændring i arbejdskapitalen⁹⁴

Med fastlæggelse af ovenstående er det nu muligt, at beregnes det frie cash flow og nutidsværdien heraf. Diskonteringsfaktoren der anvendes beregnes ud fra følgende formel, hvor n er budgetår:

$$\text{Diskonteringsfaktor} = (1 + WACC)^{-n}$$

Nedenfor fremgår beregningen af det frie cash flow.

Frit cash flow i mio. kr.	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	TP
År	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EBIT*(1-tax)	278,78	282,57	295,23	311,55	323,23	338,83	354,54	370,40	386,41	402,58	469,72
Afskrivninger	160,48	162,58	164,38	165,93	162,54	159,37	156,38	153,56	150,89	148,36	80,00
Ændring WCR	18,77	- 16,62	- 3,28	- 3,41	- 1,61	- 2,87	- 2,96	- 3,06	- 3,15	- 3,25	80,00
Investeringer	170,00	170,00	170,00	170,00	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00	80,00
Frit cash flow	250,49	291,77	292,89	310,88	407,39	421,07	433,89	447,01	460,45	474,20	469,72
Diskonteringsfaktor	1,00	0,97	0,94	0,92	0,89	0,87	0,84	0,82	0,80	0,77	0,75
Nutidsværdi, frit cash flow	250,49	283,56	276,65	285,39	363,47	365,11	365,64	366,11	366,51	366,84	353,17

Figur 35: Beregning af det frie cash flow⁹⁵

Den samlede nutidsværdi af det frie cash flow er 3.290 mio. kr. og skal anvendes senere i værdiansættelsen.

5.2.3 Terminalværdi

Terminalværdien skal beregnes inden den endelige værdiansættelse kan begynde.

Terminalperioden er perioden der kommer lige efter budgetperioden, i dette tilfælde vil det være perioden efter regnskabsåret 2028/29. I forbindelse med værdiansættelse af en

⁹⁴ Kilde: Egen fremstilling

⁹⁵ Kilde: Egen fremstilling

virksomhed skal værdien af det frie cash flow tillægges. Denne værdi kaldes terminalværdien og beregnes ud fra nedenstående formel⁹⁶:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{FCF_{(\text{terminalperiode})}}{WACC - g}$$

Af ovenstående er $FCF_{(\text{terminalperiode})}$ det frie cash flow efter det sidste budgetår, det vil sige at det her vil være 2029/30. WACC kender vi fra tidligere og g er den vækstrate som man forventer at virksomheden vil vokse i terminalperioden.

Vækstraten kan være svær at fastsætte og der er knyttet en stor usikkerhed til den. Den skal derfor fastsættes med stor forsigtighed, da beregningen af terminalværdien er stærk påvirket af den. Vækstraten fastsættes derfor til 1,5% som er lidt i den lave ende, men vurderes at afspejle markedet. Samtidig vil en for høj fastsættelse af vækstraten give en overvurdering af virksomhedens værdi og denne er derfor fastsat med stor forsigtighed. Med udgangspunkt i ovenstående er det nu muligt, at beregnes terminalværdien.

$$\text{Terminalværdi} = \frac{469,72}{2,89\% - 1,5\%} = 33.716 \text{ mio. kr.}$$

Herefter skal den beregnet terminalværdi tilbagediskonteres med den tidligere fastlagte diskonteringsfaktor i terminalperioden.

$$\text{Nutidsværdien er terminalværdien} = 33.716 \times 0,75 = 25.350 \text{ mio. kr}$$

Alle parametre til brug for den endelig værdiansættelse er nu fastlagt og kan værdien af Matas kan beregnes.

5.2.4 Beregning af værdiansættelsen

Først skal Matas enterprise value beregnes som udtrykker værdien af virksomheden, når gælden er trukket fra. Denne findes ved at lægge det frie cash flow i budgetperioden sammen med den frie cash flow i terminalperioden. Når enterprise value er beregnet skal

⁹⁶ Finance For Executives, Hawawini & Viallet, 6. udgave, s. 497

markedsværdien af de ikke-driftsmæssige aktiver samt værdien af den rentebærende gæld trækkes fra. Markedsværdien for både de ikke-driftsmæssige aktiver og den rentebærende gæld er i dette tilfælde lig med den bogførte værdi pr. 31. Marts 2019. Beregningen fremgår nedenfor.

Værdiansættelse efter DCF-modellen	
Nutidsværdi, frit cash flow	3.289,77
Nutidsværdi, terminalværdi	25.349,76
Enterprise value	28.639,52
Markedsværdi likvide beholdninger	160,90
Markedsværdi rentebærende gæld	- 1.665,00
Værdi af egenkapitalen	27.135,42
Antal aktier	38.291.492
Beregnet aktieværdi	708,65

Figur 36: Værdiansættelse efter DCF-modellen⁹⁷

Det fremgår af ovenstående, at værdien af Matas' egenkapital er beregnet til 27.135,42 mio. kr. Dette giver en beregnet aktieværdi på 708,65 kr.

5.2.5 Delkonklusion

I ovenstående beregning er Matas' teoretiske aktiekurs beregnet til 708,65 kr. ud fra DCF-modellen. Den officielle aktiekurs pr. 30. December er på 55,10 kr., sammenholdes denne med den teoretisk beregnet værdi, er der en afvigelse på 653,55 kr. Den beregnet værdi er dermed 653,55 kr. højere end den officielle aktiekurs for Matas pr. 30. December 2019, hvilket kan indikere, at det officielle aktiekurs er undervurderet.

Den officielle aktiekurs er påvirket og fastsat ud fra udbud og efterspørgsel efter aktien, og bør i teorien afspejle virksomhedens reelle værdi. I praksis er det dog ikke altid tilfældet, da spekulationer og aktionærernes forventninger til fremtiden kan påvirke den officielle kursværdi. Samtidig er den beregnede aktiekurs også baseret på en hvis grad usikkerhed, da den tager udgangspunkt i forventninger til fremtiden og et 10 årige fastsat budget. Det kan derfor ikke udelukkes, at afvigelsen skyldes at budgetteringen er udarbejdet med for positive forventninger til Matas' fremtid. Samtidig kan afvigelsen også skyldes, at den officielle

⁹⁷ Kilde: Egen fremstilling

aktiekurs for Matas er stærkt påvirket af spekulationer og aktionærernes forventninger til virksomheden fremtid.

Med udgangspunkt i ovenstående og en beregnet værdi der er 653,55 kr. højere end den officielle aktiekurs kan den konkluderes, at den officielle aktiekurs på 55,10 kr. pr. 30.

December 2019 er undervurderet i forhold til den beregnet kurs på 708,65 kr.

Kapitel 6: Konklusion

Dette er det afsluttende kapitel på afhandlingen og har til formål at runde afhandlingen af med en konklusion som udarbejdes nedenfor. Konklusion skal på baggrund af de forudgående analyser og beregninger forsøge af svarer på den indledende problemformulering.

6.1. Konklusion

Matas er en virksomhed som har eksisteret i mange år og har været med på markedet nærmest fra starten af og de fleste danskere kender til dem. Det blev i den strategiske analyse klart, at der de seneste år er sket en del på markedet, hvor konkurrencen de seneste år er taget til som følge af øget nethandel. Samtidig har forbrugerne samt politikkerne fået enorm fokus på miljøet, hvilket påvirker både konkurrencen på markedet men også Matas som forretning. Dette har betydet, at Matas har været nødsaget til, at følge med udviklingen og har derfor de seneste år udviklet en række produkter og et koncept til de miljøbevidste forbrugere. I forlængelse heraf, har Matas introduceret en ny strategi som frem mod 2023 hvor ambitionen bl.a. er at gøre virksomheden til onlinemarkedsleder, hvor onlinesalget skal forsøges forøget. Herudover blev der i den strategisk analyse identificeret, at en af Matas kernekompetencer er deres menneskelige ressourcer, hvor de hele tiden sørger for veluddannet personale i de fysiske butikker, der kan rådgive og vejlede forbrugerne. Derudover har en enorm fordel i deres store kundeklub, som gør det muligt, at markedsføre og kommunikere direkte til den enkelte forbruger. Denne er bl.a. medløber til virksomhedens stærke position på markedet.

I regnskabsanalysen blev det dog klart, at for at Matas skal kunne bevare denne position, er det nødvendigt med nye tiltag. Virksomhedens omsætning har de seneste fem år, været stabil med en lille fremgang hvert år, på trods af dette har de tjent mindre. Deres omsætningsniveau har ikke kunne følge med omkostningerne, hvilket de har resulteret i en negativ tendens for virksomheden nøgletal hvor bl.a. ROE er faldet fra 12,09% til 9,95%. Virksomhedens lancering og implementering af en ny strategi mod 2023 ses derfor, som værende en nødvendighed, såfremt de skal eksistere mange år endnu.

Formålet med opgaven var, på baggrund af ovenstående analyser at beregne og undersøge hvorvidt Matas aktieværdi pr. 30.12.2019 er over- eller undervurderet. Den teoretiske værdiansættelse er beregnet med udgangspunkt i et 10 årig budget, som er lavet med

udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalyse. Den tager samtidig højde for, at virksomhedens lykkedes med implementering af dens nye strategi. Værdiansættelsen er på baggrund af en undersøgelse af flere værdiansættelsesmetoder herunder metoden multipel-værdiansættelse samt værdiansættelse efter DCF-modellen, beregnet på baggrund af DCF-modellen. DCF-modellen blev vurderet som værende den mest passende til fastsættelse og beregning af den teoretiske værdi af Matas.

I beregningen blev Matas teoretiske aktiekurs beregnet til 708,65 kr. som er 653,55 kr. højere end den officielle aktiekurs på 55,10 kr. pr. 30. December 2019. Der er flere usikkerheder forbundet med både den teoretiske aktiekurs samt den officielle aktiekurs. Herunder spekulationer og forventninger til fremtiden, hvad angår den officielle kursværdi og det fastlagte budget for en 10 årige perioden hvad angår den teoretiske værdi. Overordnet kan det konkluderes, at Matas aktieværdi på 55,10 kr. pr. 30.12.2019 er undervurderet, i forhold til den beregnet værdi i indeværende opgave.

Litteraturlise

Årsrapporter

- Matas' årsrapport 2014/2015
- Matas' årsrapport 2015/2016
- Matas' årsrapport 2016/2017
- Matas' årsrapport 2017/2018
- Matas' årsrapport 2018/2019
- Matas' børsprospekt af 13. Juni 2013

Bøger

- *Nielsen, Peter*: Produktion af viden, 3. Udgave, Erhvervsskolernes forlag, 2009
- *Lynggaard, Peter*: Driftsøkonomi, 7. Udgave, Handelshøjskolens Forlag, 2008
- *Lægaard, Jørgen & Vest, Mikael*: Strategi i vindervirksomheder, 4. Udgave, Jyllands-Postens Forlag, 2013
- *Hawawini, Gabriel & Viallet, Claude*: Finance For Executives, 6. udgave, Cengage Learning

Publikationer

- Artikel: "*Butikker lukker på stribe mens forbrugerne ændrer vaner*", 4. december 2019, Jyllands-Posten:
<https://jyllands-posten.dk/premium/erhverv/ECE11754192/butikker-lukker-paa-stribe-mens-forbrugerne-aendrer-vaner/>
- Artikel: "*Matas opruster med luksuskoncept: Går til angreb på Normal, Zalando og Supermarkederne*", 12. Marts 2019, Børsen:
<https://borsen-dk.zorac.aub.aau.dk/nyheder/avisen/artikel/11/220687/artikel.html?hl=YToxOntpOjA7czo1OjNYXRhcyI7fQ>

- Artikel: *"Nationalbanken ser flere år med opsving i dansk økonomi"*, 20. marts 2019, Politiken:
<https://politiken.dk/oekonomi/art7094971/Nationalbanken-ser-flere-ar-med-opsving-i-dansk-ekonomi>

Hjemmesider

- www.euroinvestor.dk
- www.Jyllandsposten.dk
- www.Børsen.dk
- www.Politiken.dk
- www.Matas.dk
- www.marketingteorier.dk
- www.regeringen.dk
- www.denstoredanske.dk
- www.virksomhedb.systime.dk
- www.vob.systime.dk
- www.strategylab.dk
- www.investor.matas.dk
- www.statistikbanken.dk
- www.reuters.dk
- www.penge.dk
- www.nasdaqomxnordic.com

Bilag

Bilag 1 Matas' resultatopgørelse de seneste 5 år

Resultatopgørelse DKK. Mio	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Nettoomsætning	3.322,50	3.433,30	3.426,10	3.463,40	3.419,10	3.541,30
Vareforbrug	1.803,20	1.838,30	1.821,60	1.851,60	1.869,80	1.952,50
Bruttoresultat	1.519,30	1.595,00	1.604,50	1.611,80	1.549,30	1.588,80
Andre eksterne omkostninger	314,60	292,30	296,00	302,00	319,60	354,90
Personaleomkostninger	626,90	642,20	656,40	689,70	695,20	704,20
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	577,80	660,50	652,10	620,10	534,50	529,70
Af- og nedskrivninger	135,30	134,30	138,50	145,00	165,60	166,40
Resultat af primær drift (EBIT)	442,50	526,20	513,60	475,10	368,90	363,30
Resultatandele efter skat i ass. Virksomhed	-	-	-	-	-	0,20
Finansielle indtægter	0,90	0,10	7,10	9,70	10,90	3,00
Finansielle omkostninger	- 83,40	64,60	43,60	48,40	30,60	24,60
Resultat før skat (EBT)	526,80	461,70	477,10	436,40	349,20	341,90
Skat af årets resultat	133,00	121,40	112,60	97,70	68,90	78,80
Årets resultat (EAT)	393,80	340,30	364,50	338,70	280,30	263,10

Bilag 2 Matas' balance de seneste 5 år

Balance DKK. Mio	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019
Langfristede aktiver						
Goodwill	3.684,70	3.691,00	3.691,00	3.734,50	3.736,40	3.838,10
Varemærker og navnerettigheder	583,60	509,70	435,70	361,80	287,90	247,60
Andre immaterielle aktiver	44,90	43,30	41,10	53,10	58,00	82,30
Immaterielle aktiver i alt	4.313,20	4.244,00	4.167,80	4.149,40	4.082,30	4.168,00
Grund og bygninger	101,20	98,70	96,50	92,70	88,30	86,40
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	50,50	53,20	67,30	69,90	76,10	91,70
Indretning af lejede lokaler	21,10	13,60	10,00	12,10	11,60	16,80
Materielle aktiver i alt	172,80	165,50	173,80	174,70	176,00	194,90
Kapitalandele i ass. Virksomhed	-	-	-	-	-	0,70
Udskudt skatte aktiver	15,90	18,00	16,00	17,70	19,80	-
Deposita	34,70	36,20	36,90	39,70	40,70	42,60
Andre værdipapirer og kapitalandele	1,30	1,30	0,90	0,70	0,70	0,70
Andre langfristede aktiver i alt	51,90	55,50	53,80	58,10	61,20	44,00
Langfristede aktiver i alt	4.537,90	4.465,00	4.395,40	4.382,20	4.319,50	4.406,90
Kortfristede aktiver						
Varebeholdninger	607,30	662,10	662,80	693,20	749,00	785,50
Tilgodehavender fra salg	54,40	34,30	29,50	20,70	7,10	11,40
Tilgodehavende selskabsskat	116,40	112,30	129,50	112,90	112,00	51,80
Andre tilgodehavender	9,50	2,60	4,50	11,40	6,70	90,10
Periodeafgrænsningsposter	22,10	19,00	23,70	16,90	22,90	32,20
Likvide beholdninger	140,00	41,50	69,90	33,30	86,40	160,90
Kortfristede aktiver i alt	949,70	871,80	919,90	888,40	984,10	1.131,90
Aktiver i alt	5.487,60	5.336,80	5.315,30	5.270,60	5.303,60	5.538,80
Passiver						
Aktiekapital	101,90	101,90	100,70	98,20	95,70	95,70
Overkurs ved emission	1.787,30	1.787,30	1.787,30	-	-	-
Reserve for sikringstranaktioner	-	-	-	-	-	2,60
Reserve for valutakursregulering	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Reserve for egne aktiver	- 10,50	- 85,70	- 137,40	- 185,30	- 73,70	- 33,30
Overført totalindkomst	496,60	603,20	653,60	2.411,80	2.357,40	2.494,90
Foreslået udbytte for regnskabsåret	224,30	236,50	253,80	247,50	241,20	114,90
Egenkapital i alt	2.599,90	2.643,50	2.658,30	2.572,50	2.620,90	2.669,90
Udskudt skat	297,50	263,90	248,20	236,50	211,40	209,40
Kreditinstitutter	1.762,70	1.560,60	1.493,50	1.492,00	1.558,30	1.665,00
Betinget købsvederlag	-	-	-	-	-	15,20
Anden gæld	13,10	28,10	22,80	13,10	-	-
Langfristede forpligtelser i alt	2.073,30	1.852,60	1.764,50	1.741,60	1.769,70	1.889,60
Kreditinstitutter	-	45,30	-	56,30	-	-
Forudbetalinger fra kunder	129,80	141,20	149,80	156,50	160,20	156,00
Leverandørgæld	529,70	499,50	584,20	587,90	579,40	638,30
Anden gæld	154,90	154,70	158,50	155,80	173,40	185,00
Kortfristede forpligtelser i alt	814,40	840,70	892,50	956,50	913,00	979,30
Forpligtelser i alt	2.887,70	2.693,30	2.657,00	2.698,10	2.682,70	2.868,90
Passiver i alt	5.487,60	5.336,80	5.315,30	5.270,60	5.303,60	5.538,80

Bilag 3 Reuters BETA-værdi

[Business](#)
[Markets](#)
[World](#)
[Politics](#)
[TV](#)
[More](#)

Matas A/S

MATAS.CO

LATEST TRADE

38,65 DKK

As of 3:57 PM CET Mar 24 on the Copenhagen Stock Exchange · Minimum 15 minute delay

CHANGE

1,70 (+4,60%)

VOLUME

170.826

TODAY'S RANGE

37,15 - 38,90

52 WEEK RANGE

36,70 - 74,00

[Profile](#)
[News](#)
[Key Developments](#)
[Charts](#)
[People](#)
[Financials](#)
[Key Metrics](#)
[Events](#)
[All Listings](#)

Price and Volume (DKK)

Price Closing Or Last Bid	38,50	EPS Excl. Extra Items (Annual)	6,93
52 Week High	74,00	EPS Excl. Extra Items (TTM)	5,80
52 Week Low	38,50	EPS Normalized (Annual)	7,47
Pricing Date	Mar-20	Revenue Per Share (Annual)	93,23
10 Day Average Trading Volume	0,51	Revenue Per Share (TTM)	96,47
Market Capitalization	1.474,22	Book Value (Per Share Annual)	70,27
52 Week High Date	Jun-27	Book Value (Per Share Quarterly)	72,27
52 Week Low Date	Mar-20	Tangible Book Value (Per Share Annual)	-39,43
3 Month Average Trading Volume	5,13	Tangible Book Value (Per Share Quarterly)	-39,56
Beta	0,81	Cash Per Share (Per Share Annual)	4,23

Per Share Data (DKK)

EPS Excl. Extra Items (Annual)	6,93
EPS Excl. Extra Items (TTM)	5,80
EPS Normalized (Annual)	7,47
Revenue Per Share (Annual)	93,23
Revenue Per Share (TTM)	96,47
Book Value (Per Share Annual)	70,27
Book Value (Per Share Quarterly)	72,27
Tangible Book Value (Per Share Annual)	-39,43
Tangible Book Value (Per Share Quarterly)	-39,56
Cash Per Share (Per Share Annual)	4,23

Bilag 4 Udsnit af udregning af BETA-værdien

Dato	OMX C25 Aktiekurs	Matas Aktiekurs	OMX C25 Udvikling	Matas Udvikling							
30/12/19	1.253,90	55,1			Kovarians Matas	0,01					
27/12/19	1.264,36	55,3	0,00834	0,00363	Kovarians OMX C25	0,03					
23/12/19	1.258,88	55,4	-0,00433	0,00181	Betaværdi	0,52					
20/12/19	1.247,15	56,1	-0,00932	0,01264							
19/12/19	1.240,69	55,2	-0,00518	-0,01604							
18/12/19	1.240,93	56	0,00019	0,01449	Kilde:						
17/12/19	1.254,59	56,5	0,01101	0,00893	http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/historiskepriser						
16/12/19	1.257,06	56,6	0,00197	0,00177	http://www.nasdaqomxnordic.com/indeks/historiske_priser?Instrument=DK0060775369						
13/12/19	1.234,90	55,4	-0,01763	-0,02120							
12/12/19	1.233,59	55	-0,00106	-0,00722							
11/12/19	1.228,52	51,7	-0,00411	-0,06000							
10/12/19	1.232,95	52,3	0,00361	0,01161							
09/12/19	1.234,54	51,6	0,00129	-0,01338							
06/12/19	1.240,31	51,7	0,00467	0,00194							
05/12/19	1.231,55	51,6	-0,00706	-0,00193							
04/12/19	1.223,58	50,8	-0,00647	-0,01550							
03/12/19	1.215,22	50,1	-0,00683	-0,01378							
02/12/19	1.214,66	50,5	-0,00046	0,00798							
29/11/19	1.218,78	50,1	0,00339	-0,00792							
28/11/19	1.226,73	50,6	0,00652	0,00998							
27/11/19	1.225,41	50,7	-0,00108	0,00198							
26/11/19	1.224,21	49,65	-0,00098	-0,02071							
25/11/19	1.212,67	50	-0,00943	0,00705							
22/11/19	1.196,22	49,75	-0,01357	-0,00500							
21/11/19	1.187,37	49,35	-0,00740	-0,00804							
20/11/19	1.199,58	49,3	0,01028	-0,00101							
19/11/19	1.205,55	50,2	0,00498	0,01826							
18/11/19	1.205,94	50,9	0,00032	0,01394							
15/11/19	1.209,14	51,3	0,00265	0,00786							
14/11/19	1.200,51	51	-0,00714	-0,00585							
13/11/19	1.205,14	51,4	0,00386	0,00784							
12/11/19	1.199,92	51,8	-0,00433	0,00778							
11/11/19	1.195,40	51,9	-0,00377	0,00193							
08/11/19	1.195,87	52,8	0,00039	0,01734							
07/11/19	1.183,81	53,2	-0,01008	0,00758							
06/11/19	1.165,05	52,4	-0,01585	-0,01504							
05/11/19	1.168,93	52,4	0,00333	0,00000							
04/11/19	1.180,60	51,5	0,00998	-0,01718							
01/11/19	1.172,97	52,1	-0,00646	0,01165							
31/10/19	1.149,41	51,3	-0,02009	-0,01536							
30/10/19	1.155,81	51,4	0,00557	0,00195							
29/10/19	1.146,80	50,5	-0,00780	-0,01751							
28/10/19	1.159,09	51	0,01072	0,00990							
25/10/19	1.148,93	51	-0,00877	0,00000							
24/10/19	1.144,58	50,9	-0,00379	-0,00196							

Normal visning	Klar	Sum = 0
----------------	------	---------

Bilag 5 Ordoptælling – antal anslag

Ordoptælling

Statistik:

Sider	80
Ord	19.574
Tegn (ingen mellemrum)	112.114
Tegn (med mellemrum)	131.717
Afsnit	682
Linjer	2.484

☒ Medtag fodnoter og slutnoter

OK