

Maj 2021

Værdiansættelse af Matas A/S

Afhandlingsprojekt HD 2. del



Christian Jørgensen
STUDIENR.20074111

VEJLEDER: JENS HENRIK RIIS ANDERSEN

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	1
1. Indledende kapitel	1
1.1 English summary	1
1.2 Indledning	2
1.3 Problemformulering	4
1.4 Afgrænsning	4
1.6 Metode	5
1.6.1 Metodevalg	5
1.6.2 Dataindsamling	5
1.6.3 Vidensproduktion	5
1.7 Kilder	6
2. Virksomhedspræsentation	7
3. Strategisk analyse	8
3.1 Ekstern analyse	8
3.1.1 PESTEL-analyse	9
3.1.2 Porters five forces	15
3.2 Intern analyse	19
3.2.1 Porters værdikædemodel	19
3.2.2 Ansoffs vækststrategier	27
3.2.3 Porters generiske strategier	30
3.3 SWOT-analyse	31
3.3.1 Styrker	32
3.3.2 Svagheder	32
3.3.3 Muligheder	33
3.3.4 Trusler	33
3.3.5 Delkonklusion	34
3.4 TOWS-matrix	34
3.5 Konklusion på den strategiske analyse	36
4. Regnskabsanalyse	38
4.1 Ny regnskabsstandard	38
4.2 Resultatopgørelse og balance	39
4.3 Managerial balance sheet	40
4.4 Analyse af nøgletal	41
4.4.1 Operating profit margin	41
4.4.2 Capital turnover	42
4.4.3 Financial structure ratio	43
4.4.4 Financial cost ratio	44
4.4.5 Tax effect ratio	44
4.4.6 Return on invested capital	45
4.4.7 Financial leverage multiplier	45
4.4.8 Return on equity	46
4.4.9 Delkonklusion	47
5. Budgettering	48
5.1 Omsætning	48
5.2 Vareforbrug	49
5.3 Andre eksterne- og personaleomkostninger	49
5.4 EBITDA og EBIT	50
5.5 Rente og skattesatser	51

5.6 Pengebinding	52
5.6.1 Varelagerets omsætningshastighed	52
5.6.2 Debitordage	52
5.6.3 Kreditordage	53
5.6.4 Forudbetalinger fra kunder	53
5.6.5 Øvrige poster	54
5.7 Arbejdskapital	54
5.8 Investeringer	55
5.9 Delkonklusion	55
6. Værdiansættelse	56
6.1 Værdiansættelsesmetoder	56
6.1.1 Discounted cash flow (DCF-modellen)	56
6.1.2 Værdiansættelse med multipel-metoden	56
6.2 Værdiansættelse af Matas med DCF-metoden	57
6.2.1 Weighted average cost of capital (WACC)	57
6.2.2 Det frie cash flow	61
6.2.3 Terminalværdi	61
6.2.4 Værdiansættelse af Matas	62
6.2.5 Følsomhedsanalyse	62
6.3 Delkonklusion	63
7. Konklusion	64
7.1 Perspektivering	65
Litteraturliste	66
Bøger	66
Publikationer	66
Årsrapporter	66
Hjemmesider	66
Bilag	70
Bilag 1	70
Bilag 2	71
Bilag 3	72
Bilag 4	73
Bilag 5	74
Bilag 6	75

1. Indledende kapitel

1.1 English summary

This thesis focuses on valuation of Matas A/S. The purpose of this is to estimate the market value of Matas A/S and compare this to the actual stock price on December 31st, 2020. Matas was listed on NASDAQ OMX Copenhagen stock exchange in 2013, and therefore it is possible to value Matas and compare this to the actual market value. The primary focus of this thesis is to answer the following question:

Does the stock price of Matas A/S as of December 31st, 2020 correspond to the calculated value of this date?

To answer this there is made a presentation of Matas to give a basic knowledge of the company, and a strategic and financial analysis, that led up to a valuation, which returned the calculated stock price of Matas A/S. The strategic analysis starts with a look into the past and ends with a look into the future. The Corona pandemic started in Denmark at the same time as this financial year for Matas. Therefore, the pandemic had no impact on the latest financial year but is considered in the look into the future of this analysis. The financial analysis is made on the past five years and showed a company with growing sales but decreasing earnings. A part of this can be justified with a strategy started in 2018 with big investments. The decreasing earnings did though start before the strategy, which is planned to end in 2023. Because of this, the budget is estimated with high costs until this and it is expected that Matas would have a focus on the costs after this. The budget period is set to ten years and the valuation is made with the future cash flow that is discounted with the weighted average costs of capital (WACC).

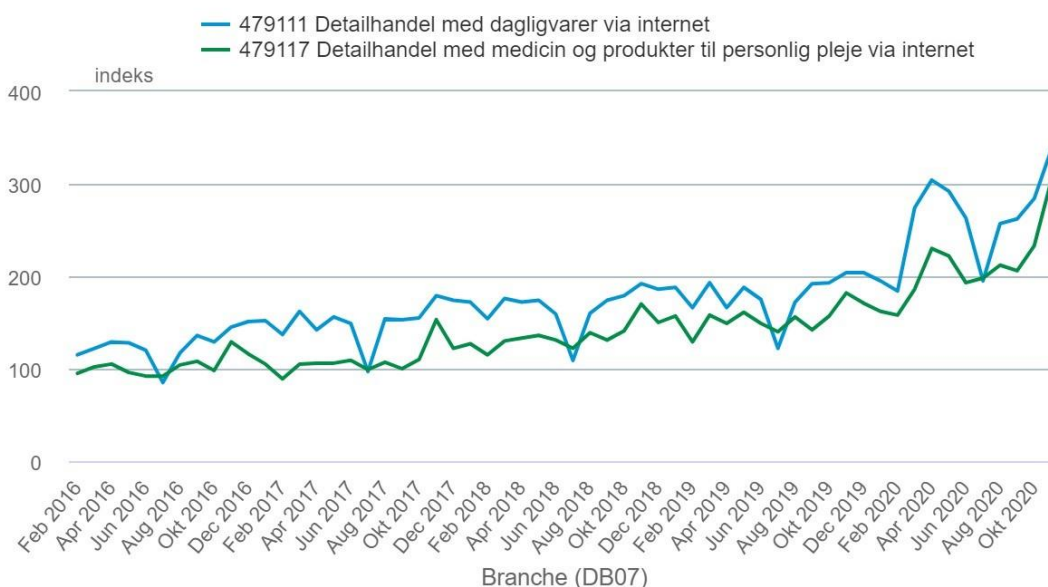
The valuation and stock price of Matas resulted in 234.95 DKK while the actual stock price was 86.40 DKK. That means a difference of 148.55 DKK, why there is made a sensitivity analysis of the WACC and the terminal growth rate. The matrix of differences in the WACC and terminal growth rate showed a stock price in the range of 115.21 DKK to 520.59 DKK. According to this thesis, the stock price of Matas A/S as of December 31st, 2020 did not correspond to the calculated value. Not even with different WACC and terminal growth rate it would be in the range. This shows that the stock price of Matas A/S might be underestimated.

1.2 Indledning

Detailhandlen har gennem den seneste årrække gennemgået store forandringer. Forbrugerne har fra detailhandlens start, været vant til at gå i en forretning for både at se og føle på sine varer, inden de handles. Denne vane er flere forbrugere dog gået fra, hvilket ses af figur 1, som illustrerer udviklingen af detailomsætningen ved salg via internettet. Her er den blå linje salg af dagligvarer og den grønne linje er salg af medicin og produkter til personlig pleje - begge ved salg via internet.

Detailomsætningsindeks (2015=100)

Branche (DB07):



Figur 1 Detailomsætningsindeks ved salg via internet¹

Med 2015 som index 100, så er udviklingen frem til medio 2018 ikke voldsomt stigende, men ultimo 2019 er detailomsætningen af dagligvarer, solgt via internettet, steget til det dobbelte. Salget af medicin og produkter til personlig pleje, har ikke oplevet samme stigning, men følger tendensen. Hvert år, i juli måned, ses der et fald i detailomsætningen, hvilket antages at skyldes sommerferie. I marts måned 2020 ses en eksplosiv stigning i handel af både dagligvarer og medicin samt personlig pleje, solgt via internettet. Dette hænger formentlig sammen med Danmarks nedlukning grundet Corona-pandemien². Omsætningen falder en smule igen i de følgende måneder, og rammer endnu en gang lavpunktet i juli måned. Herefter sker igen en voldsom stigning, hvilket formodes skyldes anden bølge af Corona-

¹ Statistikbanken, <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>, 2021 (09-02-2021)

² Sådan påvirkes dansk e-handel af COVID-19, <https://s360digital.com/da/covid-19/>, 2020 (15-02-2021)

pandemien³. Detailomsætningen ved salg via internet er fortsat stigende mod udgangen af 2020, og der er i skrivende stund fortsat en omfattende nedlukning af landet, hvorfor tendensen ikke forventes nedadgående. Det antyder derfor, at det også inden for detailbranchen er nødvendigt at tilbyde sine produkter via internettet.

Et af de selskaber som Corona-pandemien, blandt mange, har haft indflydelse på, er Matas A/S (herefter Matas). Matas har 264 fysiske butikker⁴ fordelt over hele landet, og en veletableret webshop, hvorfor Matas har haft et godt fundament for at være tilgængelig for sine kunder – også under Corona-pandemien. Dertil skal det dog siges, at Matas under nedlukningerne ikke har skulle lukke sine butikker, da de er i kategorien ”varer til personlig pleje”, der ikke er påtvunget nedlukning⁵.

Matas leaser primært sine butikker⁶, hvilket betyder, at de ikke vil være så økonomisk bundet, hvis nogle af disse måtte lukke ned. Der kan både være fordele og ulemper ved at lease sine butikker, hvortil der desuden for regnskaber med start 1. januar 2019 eller senere, er indført en ny indregningsmetode af leasingforpligtelserne, nemlig IFRS 16, som erstatter IAS 17⁷.

Den øgede omsætning i internethandlen kan rejse spørgsmålet om hvorvidt man kan erstatte de fysiske butikker med ren onlinehandel. Dette vil dog skabe risici, da man både risikerer at miste visse kundegrupper ved at begrænse tilgængeligheden til kun at være online, men også økonomisk risiko. Dette hvis lokalerne ejes og ikke nødvendigvis kan indfries til den gæld der er i disse lokaler. Er selskabets lokaler dog lejet, er man ikke bundet på samme måde økonomisk. Der findes flere måder at leje eller lease på, men er der tale om en operationel leasingaftale, så er det oftest muligt at træde ud af aftalen uden samme økonomiske binding, som ved ejede lokaler.

Matas blev den 28. juni 2013 børsnoteret på Nasdaq OMX Copenhagen⁸, hvorfor det er interessant at se om Matas følger den generelle udvikling for børsens største og mest handlede aktier (OMX C25), hvilket er illustreret i figur 2.

³ Sådan påvirkes dansk e-handel af COVID-19, <https://s360digital.com/da/covid-19/>, 2020 (15-02-2021)

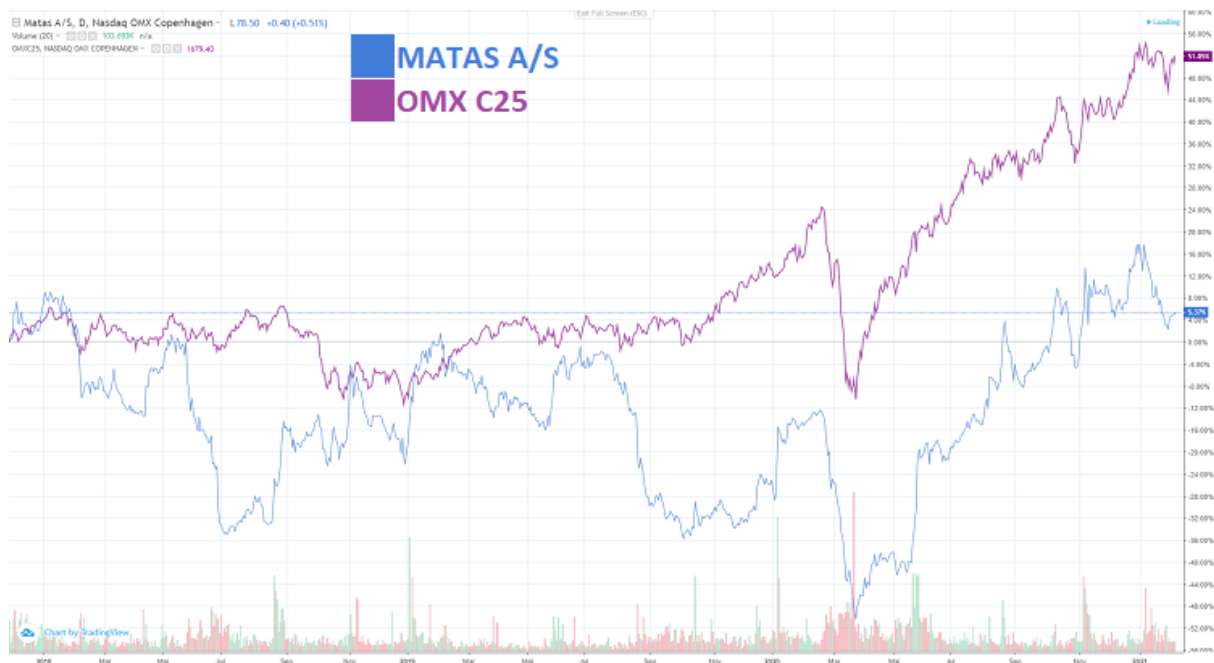
⁴ Matas Group, <https://investor.matas.dk/English/home/default.aspx>, 2021 (20-02-2021)

⁵ Dagligvarer, butikker og service, <https://coronasmitte.dk/raad-og-regler/omraader/dagligvarer-butikker-og-service>, 2021 (15/2-2021)

⁶ Matas' årsrapport 2019/20, side 18

⁷ IFRS, <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>, 2021 (14-02-2021)

⁸ Historie, <https://investor.matas.dk/Danish/om-os/historie/default.aspx>, 2021 (14-02-2021)



Figur 2 Aktieudvikling for Matas A/S og OMX C25 fra 2018 til 2021⁹

Som det ses af figur 2, så følger Matas-aktien generelt udviklingen i OMX C25, dog med et fald i efteråret 2019, som OMX C25 ikke oplevede. Derfra har udviklingen ellers været tilsvarende.

1.3 Problemformulering

Stemmer aktiekursen for Matas A/S pr. 31. december 2020 overens med en beregnet værdiansættelse på denne dato?

Ovenstående spørgsmål åbner dog yderligere underspørgsmål:

1. Hvilke strategiske forhold har særlig betydning for Matas?
2. Hvordan har Matas økonomisk udviklet sig de seneste år?
3. Hvordan kan Matas' værdi beregnes?
4. Hvilken værdi beregnes Matas til pr. 31. december 2020?

1.4 Afgrænsning

Denne afgrænsning er skrevet for at gøre det klart, hvad der ikke er inddraget i denne afhandling for at besvare ovenstående problemformulering.

Analysen af Matas' strategiske forhold vil ske ud fra velkendte modeller. Der findes mange forskellige modeller til en strategisk analyse, så der vil for de valgte modeller blive tilføjet et

⁹ Euroinvestor, <https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/matras-as/24181/avanceret-graf>, 2021 (08-02-2021)

kritisk blik på disse, for at se på fordelene og ulemperne. Modellerne anses som kvalificerede for at kunne danne et billede af de strategiske forhold.

Regnskabsanalysen er afgrænset til at omfatte de seneste fem årsregnskaber, for at holde sig inden for afhandlingens omfang. Der afgrænses desuden fra de skattemæssige forhold og lovgivning herom, som derfor ikke vil blive inddraget. Der udarbejdes et budget for de næste 10 regnskabsår, hvilket vil ske med modeller fra HD-studiet og med udgangspunkt i den foretagende strategiske analyse og regnskabsanalyse.

Der vil desuden udelukkende blive kigget på Matas som det børsnoterede selskab og derfor ikke inddrage driftsselskabet Matas Operations A/S på anden måde end det indgår i Matas' årsregnskab.

1.6 Metode

Dette afsnit er for at beskrive metodevalget for besvarelse af problemformuleringen i denne afhandling.

1.6.1 Metodevalg

Da denne afhandling baseres på teori undervist på HD-studiet og med udgangspunkt i en konkret problemstilling fra problemformuleringen, så vil denne besvarelse ske ud fra den deduktive metode¹⁰. Dette er dog ikke ensbetydende med, at der ikke vil forefindes elementer af den induktive metode.

1.6.2 Dataindsamling

For besvarelsen af problemformuleringen vil der skulle indsamles en stor mængde data. Da det ikke er lykkedes med en kontakt hos Matas, så vil der gennem afhandlingen blive brugt sekundære data, indsamlet med den kvantitative metode. Kilderne for disse data vil til gengæld blive anset fra en kritisk vinkel for at sikre den største datakvalitet og validitet.

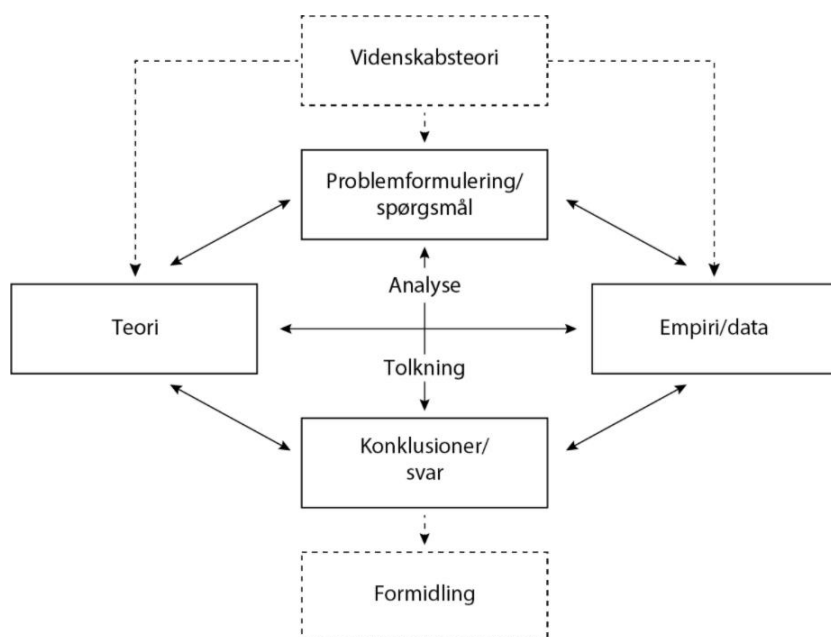
1.6.3 Vidensproduktion

Ud fra problemformuleringen vil afhandlingen tage udgangspunkt i den deduktive metode, men med det data der er tilgængelig, vil der også anvendes konkrete observationer og ud fra disse benytte den induktive metode.

Desuden følges modellen i figur 3 hvor det fremgår, at problemformuleringen bruger både teori og data fra empirien. Disse tolkes og analyseres for at komme frem til konklusionen.

¹⁰ Schaeken, Walter m.fl. 1999, *Deductive Reasoning and Strategies*, Taylor & Francis, Australien, s. 301

Dette harmonerer også med den deduktive metode, men afgrænser sig alligevel fortsat ikke fra elementer af den induktive metode.



Figur 3 Vidensproduktion¹¹

1.7 Kilder

I en databaseret verden med digitale årsregnskaber og anden elektronisk dokumentation, så vil aviser og bøger blive brugt i et minimalt omfang. Dog vil modeller og analyseredskaber fra lærebøgerne på HD-studiet blive anvendt og refereret til.

Med alle de digitale løsninger, der i dag findes, så findes der også meget data, der ikke kan benyttes til dokumentation eller anden vurdering, altså ikke veldokumenterede data og teorier. Derfor vil enhver anvendt kilde gennem afhandlingen blive vurderet.

¹¹ Andersen, Ib 2019, Den skinbarlige virkelighed. Vidensproduktion i samfundsvidenskaberne, Samfundslitteratur, Frederiksberg C

2. Virksomhedspræsentation

Materialhandel kan spores tilbage til 1800-tallet, hvor det startede med farmaceuter, der ikke kunne få et apotek, og derfor startede en materialhandel¹². Dengang startede det med mange forskellige slags varer og var ikke specificeret på fx skønhedsprodukter, men hjemmeblandede cremer, hårvand, barbersprit og skintonic¹³. I 1949 fandt en flok materialister sammen og fandt derved ud af, at der kunne opnås mængderabat ved at foretage fælles indkøb, og dermed storindkøb. Derfor startede de i dette år et aktieselskab, hvilket blev en stor succes, målt på omsætning, allerede første år trods underskud.

Syv år senere introducerer Matas sit logo, så det var tydeligt hvilke butikker, der var en del af kæden, mens der året efter blev opsat regler om Matas' produkter. Heriblandt regler om indhold og oplysninger på emballagen.

I 1967 introduceres Matas' nok største succes, nemlig sribedesignet. Det findes formentlig ikke mange mennesker i Danmark der ikke kender, eller vil kunne genkende, Matas' striber på lang afstand. Frem mod 90'erne skete der ikke meget nyt, men her begyndte miljøet at betyde meget for Matas, hvorfor de var first movers på et landsdækkende retursystem, så emballagen blev genbrugt.

I 2006 er Matas nået op på 292 butikker og der introduceres en ny generation af striberne. Dernæst startes der desuden op på forhandlinger om købstilbud ved en kapitalfond. Året efter skiftes der ejerstruktur og kapitalfonden har aktiemajoriteten. I 2010 introduceres Club Matas, som er en medlemsklub for kunderne, hvor der kan opnås fordele og rabatter. Allerede første år opnår Club Matas 400.000 medlemmer. Året efter indledes et samarbejde med apoteker om udlevering af receptmedicin. I 2013 børsnoteres Matas på fondsbørsen, hvor det blev til 12.000 aktionærer.

Kendskabet til Matas, striberne og medlemsklubben er stødt stigende, hvor tre ud af fire kvinder mellem 18 og 60 år, i 2015 er medlem af Club Matas. Der modtages diverse priser for butikkerne og produkterne, mens der i 2017 blev ansat en ny direktør, der fik til opgave at fremme digitaliseringen. I 2018 introduceres strategien "Et fornyet Matas", som indeholder et større investeringsprogram med fokus på blandt andet opkøb af konkurrenter og andre større investeringer.

¹² Historie, <https://www.matas.dk/historie-1>, 2021 (09-04-2021)

¹³ Ibid

3. Strategisk analyse

Formålet med dette kapitel er at udføre en strategisk analyse af Matas. Dette for at finde frem til hvilke strategiske forhold, der har særlig betydning for Matas, og dermed svare på underspørgsmål 1 i kapitel 1.3 Problemformulering. Dernæst vil analysen også være med til at vurdere Matas' strategiske position, hvilket er medvirkende til at identificere de forhold, der gør sig gældende i forhold til værdiansættelsen af Matas.

Den strategiske analyse deles op i to, hvor der først tages udgangspunkt i en ekstern analyse, hvor der vil blive redegjort for de makroforhold, der kan påvirke Matas' valg af strategi. Den eksterne analyse vil blive fulgt op af en analyse af de interne forhold, hvor det vil blive undersøgt hvad Matas har gjort, hvilke værdier Matas står for og hvad der internt i Matas kan påvirke strategien.

Hver analyse afsluttes med en delkonklusion, som skal samle op på de væsentligste punkter fra analysen. Efter både den eksterne og den interne analyse, vil disse blive samlet op i en SWOT-analyse, hvor de væsentligste punkter plottes ind i Matas' henholdsvis styrker, svagheder, muligheder og trusler. Da SWOT-analysen primært giver et tilbageblik og en konklusion på hvordan det har været, så afsluttes den strategiske analyse med en TOWS-analyse, som ser mere fremad.

3.1 Ekstern analyse

Den eksterne analyse vil bestå af to analysemodeller, som begge har til formål at analysere på de makroforhold, som kan påvirke Matas. De eksterne forhold analyseres ved hjælp af en PESTEL-analyse samt Porters five forces.

PESTEL-analysen giver et godt billede af de eksterne faktorer, der spiller ind hos Matas. Dog må det siges at være et absolut øjebliksbillede, hvilket om ganske kort tid kan være forældet. Analysemodellen er derfor et stærkt værktøj, men kræver en hyppig vedligeholdelse og er dermed en tidstung opgave.

På samme måde som PESTEL-analysen er Porters five forces et godt værktøj til en analyse af de eksterne forhold i branchen. Dog er det ligeledes en videns- og tidstung opgave at vedligeholde denne. Og da Porters five forces på samme måde er et øjebliksbillede, så vil modellen også ofte skulle opdateres. I den konkurrenceprægede branche, som Matas opererer i, vil der hele tiden ske ændringer, hvilket vil kræve en opdatering af analysen som derfor hurtigt efter udarbejdelsen ikke længere vil give et retvisende billede.

3.1.1 PESTEL-analyse

En vigtig del af den eksterne analyse er PESTEL-analysen. I denne ses der på de udefrakommende faktorer, som har indflydelse på Matas' udvikling. Herunder vurderes de seks parametre, som indgår i analysen, nemlig de politiske, miljømæssige, sociale og kulturelle, teknologiske, økonomiske og juridiske faktorer.

3.1.1.1 Politiske faktorer (Political)

Matas er som alle andre virksomheder i landet påvirket af både international og national politik. Langt hen ad vejen er det selvfølgelig den nationale politik, som påvirker Matas mest, da det har direkte påvirkning på enten Matas, markedet eller produkterne.

Da Matas blandt andet har et bredt udvalg af skønhedsprodukter, parfumer og hudprodukter, så er dette produkter med forskellige typer af kemi. Kemiske produkter er under skarp kontrol, og skal altid være fulgt af et sikkerhedsdatablad¹⁴. Matas er forhandler af produkterne, og dermed ikke producent, men der er alligevel administrative krav til behandling og opbevaring af produkterne.

Derudover er der også stort fokus på klimaet blandt politikerne, hvorfor politiske indgreb for at fremme en grøn omstilling kan have påvirkning på Matas' arbejdsgange eller produkter. Seneste praktiske eksempel på dette er Lov nr. 61 af 28/01/2020¹⁵, som er en lov om ændring af lov om miljøbeskyttelse og emballageafgiftsloven. Denne bestemmer, at det pr. 1. januar 2021 ikke længere er lovligt at udlevere gratis bæreposer, hvilket formentlig ikke har den store indflydelse for Matas, men blot et eksempel på eventuelle politiske indgreb.

Som tidligere nævnt har Corona-pandemien desuden fyldt meget i landet det seneste år, og dermed også i Matas' seneste regnskabsperiode¹⁶. Her har det været meget tydeligt, hvor stor en faktor det politiske er, for detailhandlen i Danmark, hvor der for at mindske risikoen for smitte har været tvunget nedlukning af alt andet nødvendige varer, hvorunder også produkter til personlig pleje indgår. Dette kunne derfor også have haft negativ effekt for Matas, men da de går under kategorien, der fortsat må holde åbent, blev de ikke ramt af dette politiske indgreb.

¹⁴ Miljøstyrelsen, <https://mst.dk/kemi/kemikalier/reach-og-clp/faa-overblik-over-reach/sikkerhedsdatablade-og-eksponeringsscenerier/>, 2021 (28-02-2021)

¹⁵ Retsinformation, <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2020/61>, 2020 (01-03-2021)

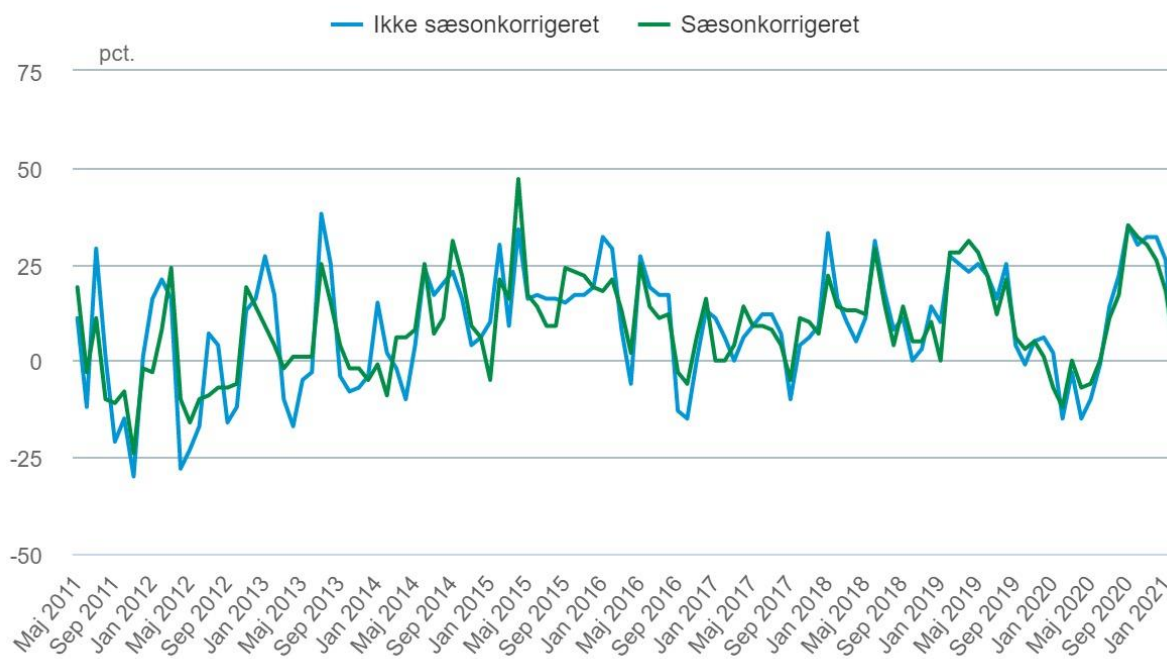
¹⁶ Matas delårsrapport – 9M 2020/21

3.1.1.2 Økonomiske faktorer (Economic)

Matas indgår som tidligere nævnt i detailhandlen. Denne er stærkt præget af konjunktoren i landet, hvilken der er indsat en figur for udviklingen af herunder, i figur 4.

Sammensat konjunkturindikator for detailhandel

Indikator: Konjunkturindikator, faktisk omsætning | Sæsonkorrigering:



Figur 4 Konjunkturindikator for detailhandel¹⁷

Det ses tydeligt, at der generelt er store udsving i konjunktoren, men igen henledes opmærksomheden på tidspunktet lige før Corona-pandemien, altså årsskiftet til år 2020, og tiden kort herefter, hvor udviklingen efter et stærkt 2019 er nedadgående og rammer et lavpunkt i februar 2020 med en sæsonkorrigeret udvikling på -12 %. Da nedlukningen i forbindelse med Corona-pandemien indtræffer i marts 2020, er udviklingen dog neutral, men falder igen måneden efter. Med den gradvise åbning op mod sommeren er udviklingen dog stærkt stigende, men falder lige så kraftigt i forbindelse med anden bølge af Corona-pandemien, hvilken var forudset af Sundhedsstyrelsen¹⁸ tilbage i foråret 2020.

Konjunkturudsvingene betyder alt andet lige, at det også vil påvirke Matas' salg over perioden. Dog kan det igen nævnes, at Matas var blandt de butikker der måtte holde åbent i

¹⁷ Statistikbanken, <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>, 2021 (01-03-2021)

¹⁸ Sundhedsstyrelsen (2020), COVID-19 Risikovurdering, strategi og tiltag ved epidemi i Danmark, 22(1), 9

nedlukningerne i Danmark, hvorfor forbrugerne fortsat var i stand til at møde fysisk op i butikkerne for at handle.

Da Matas' absolut primære marked er det danske, så er Matas ikke påvirket af den internationale økonomi på anden måde end den generelle danske makroøkonomi påvirkes. På den måde har fx valutakursen også kun påvirkning på Matas' indkøb af udenlandske varer, og dermed ikke ved salget.

Sidst kan det også nævnes et punkt, som både kan høre under økonomiske og politiske faktorer i PESTEL-analysen. Her er tale om udbetaling af de indefrosne feriepenge, som gjaldt for feriepenge optjent i perioden den 1. september 2019 til den 31. august 2020, jf. Lov om ferie af 30/01/2018 § 48a, stk. 2¹⁹. Grundet den nye ferielov skulle de optjente feriepenge være blevet stående til lønmodtageren gik på pension, hvor de så ville komme til udbetaling. Men jf. lovforslaget L 207, vedtaget den 17. august 2020²⁰ blev det politisk vedtaget at lønmodtagerne kunne ansøge om udbetaling af feriepenge. Dette fra politisk side for at sætte gang i danskernes forbrug, efter en periode med nedlukninger og nervøsitet i danskernes forbrug.

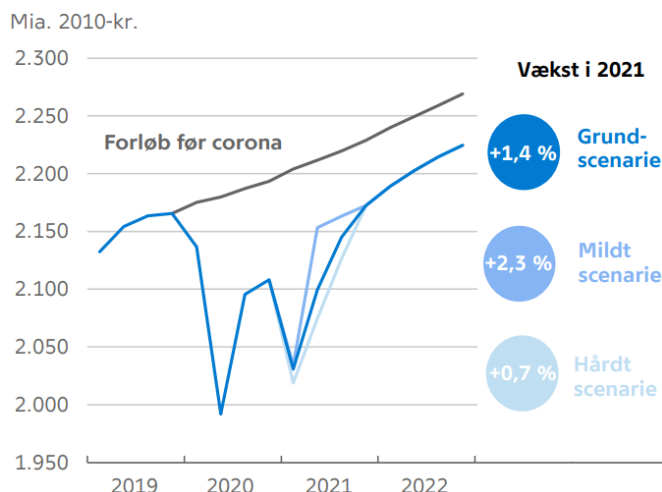
Danmarks Nationalbank var den 17. marts 2021 ude med en artikel om den økonomiske genopretning i Danmark i forbindelse med Corona-pandemien. Her lister de tre scenarier for genåbningen af dansk økonomi²¹, som kan ses i figur 5.

¹⁹ Ferieloven, <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2018/60>, 2018 (03-03-2021)

²⁰ Folketinget, https://www.ft.dk/samling/20191/lovforslag/l207/20191_l207_som_vedtaget.htm, 2020 (03-03-2021)

²¹ Udsigter for dansk økonomi, https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2021/03/ANALYSE_Nr.%207_Udsigter%20for%20dansk%20%C3%B8konomi%20-%20marts%202021.pdf, 2021 (20-03-2021)

Tre scenarier for dansk økonomi



Figur 5 Scenarier for dansk økonomi²²

Grundscenariet tager udgangspunkt i de pr. 17. marts 2021 planlagte lempelser af de aktuelle restriktioner grundet Corona-pandemien. Det milde eller hårde scenarie gør sig gældende såfremt restriktionerne lempes på andre måder end de planlagte. Der er en stor usikkerhed i sådanne prognoser, fordi det er umuligt at spå om pandemiens udvikling og dermed lempelse af restriktioner, men danner et positivt billede af den økonomiske genopretning efter Corona-pandemien.

3.1.1.3 Sociale og kulturelle faktorer (Social)

Matas er en kendt og velrenommeret forhandler af sundheds- og skønhedsprodukter, samt produkter til personlig pleje. Anvendelsen af kosmetiske produkter kan spores mange år tilbage²³. Kosmetikken er gået fra at være et statussymbol til ifølge kristendommen at være forbudt i kirken, fordi man i det kristne samfund ikke mente, at Guds værk kunne forbedres. Dette vendte dog igen under renæssancen, hvor det blev meget udbredt med kosmetik igen. Så meget, at det i 1800-tallet blev anset som et overdrevet forbrug og derfor ikke længere var velset. Det vendte dog lidt igen i slutningen af 1800-tallet, mens der i starten af 1900-tallet blev åbnet den første skønhedssalon. I figur 6 ses udviklingen af husstandenes gennemsnitlige forbrug af artikler til personlig hygiejne og lignende, hvorunder også kosmetikprodukter indgår²⁴.

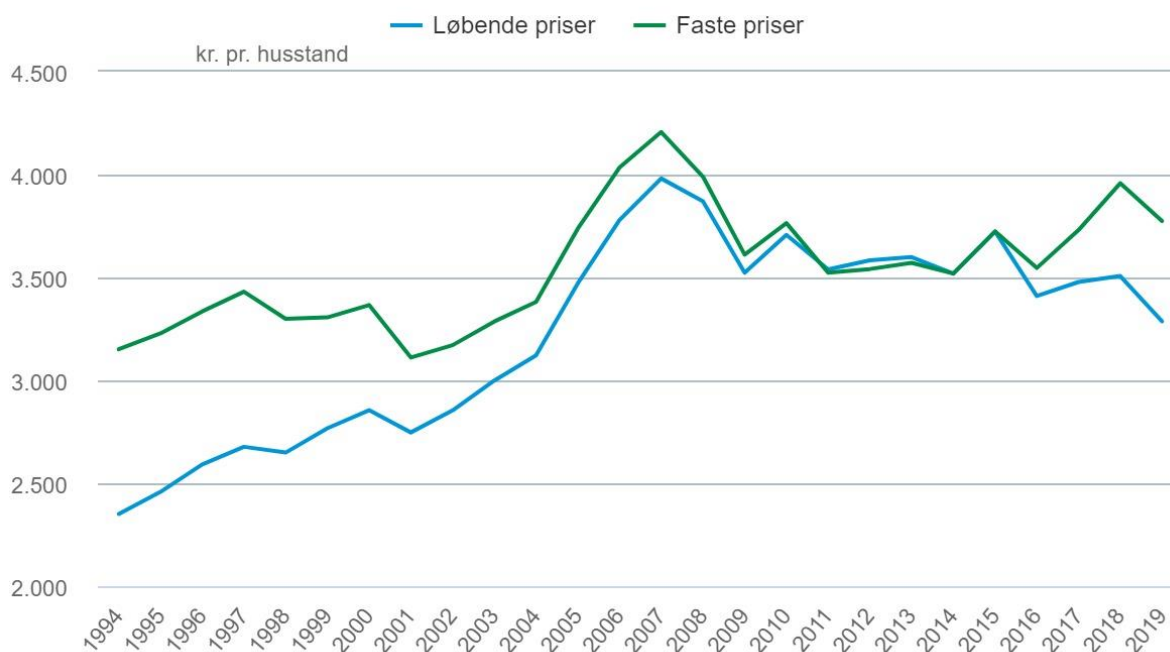
²² Ibid

²³ Makeup, <http://www.xn--sknhedsportalen-6tb.dk/BEHANDLINGSTYPER/Makeup>, 2021 (06-03-2021)

²⁴ Europæisk klassifikation af individuelt forbrug, <https://www.dst.dk/da/Statistik/dokumentation/nomenklaturer/ecoicop---eurostat>, 2021 (06-03-2021)

Husstandenes gennemsnitlige forbrug

Forbrugsgruppe: 12.1.3.2 Artikler til personlig hygiejne o.l. | Prisenhed:



Figur 6 Husstandsforbrug af bl.a. kosmetikprodukter²⁵

Som det ses, har forbruget siden 1994 været svingende, men primært opadgående frem til 2007, hvor forbruget toppede. Herefter skete der et fald, hvorefter forbruget mere eller mindre er stagneret, hvilket kan være en indikator for, at den sociale status ved brug af skønhedsprodukter er skiftet. De seneste år er der dog blevet større fokus på den indre skønhed, hvorfor skønhedsprodukterne og efterspørgslen herefter har skiftet fra den ydre til den indre skønhed. Matas har dog været klar til omstilling og har fulgt med i denne udvikling, ved at indsætte produkter til lige så meget den indre som den ydre skønhed i sortimentet²⁶.

3.1.1.4 Teknologiske faktorer (Technological)

Selv om Matas ikke er en produktionsvirksomhed, hvor teknologien især har stor indflydelse, så har de teknologiske forhold stadig stor betydning for Matas. Dette især inden for de seneste år, hvor onlinehandel bliver en større og større del af omsætningen. Ved handel på Matas.dk skete pakning og afsendelse af ordrene fra centrallageret i Allerød²⁷. Med stigningen i den

²⁵ Husstandes gennemsnitlige forbrug, <https://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>, 2021 (06-03-2021)

²⁶ Inner beauty, <https://www.matas.dk/stories-helsestriben-udvides-med-inner-beauty>, 2021 (06-03-2021)

²⁷ Kundeservice, <https://kundeservice.matas.dk/hc/da/articles/360000074577-Kan-jeg-hente-min-ordre-i-en-Matas-butik->, 2021 (06-03-2021)

online handel betød det et større pres på lagerhåndteringen i Allerød, hvormed det krævede yderligere teknologi for at følge med i pakning og levering af ordrene.

Matas udførte derfor en effektivisering af centrallageret tilbage i 2010²⁸. Dette betød, at en lagermedarbejder dagligt kunne håndtere dobbelt så mange ordrelinjer som før. Men den teknologiske udvikling går rigtig stærkt og Matas måtte erkende, at lageret ikke var nok. Dette primært pga. Black Friday som har eksisteret længe, men især i 2014 tog sit indtog i Danmark²⁹. For at imødekomme dette forøgede behov flyttede håndteringen af webhandlen derfor i 2019 i nye lokaler i Humlebæk³⁰, som jf. Matas giver mulighed for at fortsætte væksten i de kommende år. Ifølge en pressemeddelelse fra Fredensborg kommune erkendes det dog at det kræver yderligere hænder for at håndtere ordrene til Black Friday og i julehandlen³¹. Umiddelbart ser det derfor ud til, at Matas er omstillingsparate og følger godt med i den teknologiske udvikling, som har indflydelse for selskabet.

3.1.1.5 Miljømæssige faktorer (Environmental)

Som sagt, så er Matas ikke en produktionsvirksomhed og belaster på den måde ikke miljøet med CO₂-udledning som denne type virksomheder. Matas har alligevel blandt sine hjertesager bæredygtighed og miljøet³². Matas tænker hele vejen rundt med fokus på hele processen ”helt fra produktion af produkter, pakning og distribution, energiforbrug i butikkerne, udlevering af plastikposer til kunderne og helt til når den tomme emballage bliver smidt ud efter brug.”³³.

Som nævnt under kapitel 3.1.1.1 Politiske faktorer (Political), så er det pr. 1. januar 2021 ikke længere lovligt at udlevere gratis bæreposer. Her var Matas på forkant og begyndte allerede i 2019 at tage penge for plasticposerne.

Dernæst har Matas ligeledes oprettet sit eget retursystem³⁴ som en cirkulær affaldsløsning. Dette fungerer ved, at al den emballage, som bruges til transport fra lagre til butikker genanvendes.

Matas forsøger dermed, med egne ord, at opfylde flere af FN's 17 verdensmål³⁵, herunder især punkt 12 ”Ansvarligt forbrug og produktion”.

²⁸ Effektivisering af centrallager, <https://scm.dk/lagereffektivisering-letter-vejen-matas>, 2010 (06-03-2021)

²⁹ Black Friday, <https://www.blackfridaydanmark.dk/betyder-black-friday/>, 2017 (06-03-2021)

³⁰ Matas' årsrapport 2019/20, side 12

³¹ Matas' webshop, <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/matas-webshop-i-humlebaek-er-flyvende-efter-haesblaesende-start?publisherId=13559293&releaseId=13595714>, 2020 (06-03-2021)

³² Bæredygtighed, <https://www.matas.dk/hjertesager/baeredygtighed>, 2021 (06-03-2021)

³³ Ibid

³⁴ Matas Retursystem, <https://www.matas.dk/hjertesager/baeredygtighed/matas-retursystem>, 2021 (06-03-2021)

³⁵ FN's 17 verdensmål, <http://un.dk/da/om-fn/verdensmaalene/>, 2021 (06-03-2021)

3.1.1.6 Lovgivningsmæssige faktorer (Legal)

Som tidligere nævnt, så er der netop trådt en lov i kraft, som ikke længere tillader udlevering af gratis bæreposer. Ud over dette er der ikke på nuværende tidspunkt kendskab til yderligere lovgivning, som er på vej, der kan have betydning for Matas. Med det fokus der er på miljøet for tiden, kan man formentlig antage at der vil komme flere miljømæssige tiltag, som lovmæssigt vil betyde noget for Matas.

3.1.1.7 Delkonklusion

En samlet vurdering af ovenstående PESTEL-analyse viser et billede af, at Matas især er påvirket af de politiske faktorer. Det skyldes selvfølgelig Corona-pandemien lige nu, at netop disse faktorer har så stor indflydelse. Dernæst har de økonomiske faktorer også en væsentlig indflydelse for Matas, da konjunktoren har indflydelse på forbrugernes købekraft og dermed også behovet for Matas' varer, som ikke alle kan klassificeres som livsnødvendige.

De sociale faktorer er ligeledes væsentlige for Matas, da både mode og tidens trend har påvirkning på forbrugerne.

Med den øgede nethandel vises de teknologiske faktorerers indflydelse især. Her er det særligt vigtigt at følge med udviklingen for ikke at få en for omkostningstung logistik, hvilket vil gøre det svært at følge med konkurrenterne ved de produkter, der har en høj priselasticitet.

Sidst har også de miljømæssige faktorer en væsentlig indflydelse. Dog har den ikke nødvendigvis større indflydelse for Matas end for mange andre detailvirksomheder, men er ifølge Matas selv, en vigtig parameter for dem.

3.1.2 Porters five forces

I dette afsnit vil analysen gå mere på konkurrencen i Matas' marked. Som tidligere nævnt, så er Matas' absolut primære marked det danske, hvorfor der i analysen af konkurrencesituationen kun vil blive kigget på det danske marked.

En kendt model for analyse af konkurrencesituation på markedet er Porters five forces som via et kig på henholdsvis leverandører, kunder, potentielle konkurrenter og eventuelle substituerende produkter, vil kunne danne et billede af den aktuelle konkurrencesituation i branchen, hvilket vil ske herunder.

3.2.1.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Matas sælger primært varer fra eksterne leverandører, men har dog også egne produkter, som via opkøb og strategisk leverandørsamarbejde gjorde, at andelen af omsætningen fra egne og

eksklusive brands steg til 17,1 % i 2019/20 fra 14,4 % i 2018/19³⁶. Men da Matas generelt er afhængige af sine leverandører, er leverandørernes forhandlingsstyrke høj.

Den eneste måde hvorpå Matas kan imødekomme den høje forhandlingsstyrke fra leverandører, er ved at diversificere sine indkøb og bruge mange forskellige leverandører. På den måde kan leverandørerne sættes i konkurrence med hinanden og Matas opnår dermed en grad af forhandlingsstyrke over for leverandørerne.

Matas' branche er desuden let påvirkelig af de sociale forhold, samt mode og tidens trend. Derfor kan der også ske stor udskiftning i efterspørgslen af produkttyper. Også derfor er Matas særdeles afhængig af leverandørernes evne til at levere og forny sit sortiment. Hertil kan det siges, at Matas selv udtaler, at der er taget hånd om ovenstående udfordring, da man allerede imødekommer risikoen for ændrede leveringsvilkår eller reduceret adgang til produktkategorier ved at benytte sig af et stort antal leverandører, og desuden har et bredt udvalg af produkter inden for samme produktkategori³⁷. Det betyder dog, at ved denne diversificering af indkøbene, så bliver ordrene formentlig også mindre, hvilket påvirker Matas' forhandlingsstyrke over for leverandøren i en negativ retning.

3.2.1.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Matas er som sagt detailforhandler af en række produktkategorier, som også forhandles i mange andre detailvirksomheder. Derfor er en lang række af produkterne let tilgængelige for kunderne, hvorfor disse potentielt kan finde produkterne billigere hos en konkurrent.

Det er suverænt kunderne, der bestemmer hvad de vil købe. Med den lette tilgængelighed for samme, eller lignende produkter, hos andre detailforhandlere, så har kunderne på den måde en stor forhandlingsstyrke. Uden økonomisk tab kan kunderne ofte skifte Matas ud med en anden butik, hvorfor der er tale om købers marked. Med det brede produktsortiment hos Matas er det svært at definere, hvor vigtigt det enkelte produkt er for kunden. Kunden vil i langt de fleste tilfælde kunne finde et specifikt produkt i Matas' sortiment, og formentlig også lettere end hos en anden detailforhandler, der fokuserer mere på for eksempel fødevarer, men med en mindre afdeling af skønhedsprodukter.

³⁶ Matas' årsrapport 2019/20, side 14

³⁷ Matas' årsrapport 2019/20, side 29

3.2.1.3 Truslen fra substituerende produkter

Som nævnt ovenfor, så har Matas et bredt produktsortiment. Det vil også sige, at der er tale om en branche med mange forskellige produkter, hvorfor en introduktion af et substituerende produkt ikke vil have den store påvirkning for Matas. Der vil skulle tages stilling til hvorvidt man vil tage det substituerede produkt ind i sortiment, men dette vil ikke være svært, hvis leverandørerne vil kunne skaffe og levere dette.

Dog har Matas også, som nævnt i 3.2.1.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke, egne produkter. Disse er formentlig ikke lige så nemme at skifte ud, hvilket kan øge truslen fra de substituerende produkter en smule. Her kan Matas dog vælge at skifte produktet ud fra egne produkter til at være et produkt, der leveres fra en leverandør i stedet.

3.2.1.4 Truslen fra nye indtrængere

Den røde tråd gennem de tidligere afsnit af Porters five forces er, at det er et konkurrencepræget marked med mange udbydere af lignende, eller tilsvarende, produkter. Det betyder også, at der kan komme nye udbydere, som ikke kun er forhandler af skønhedsprodukter, men også andre typer af dagligvarer. Det kan være svært for nye at komme ind på markedet, men truslen findes også fra allerede eksisterende detailforhandlere, som ønsker at bevæge sig ind på markedet for skønhedsprodukter, eller andre dele af Matas' sortiment. Det kan kræve en stor investering for både nye eller eksisterende detailforhandlere at komme ind på markedet, så for at udgøre en større trussel for Matas vil det kræve en stor investering. Det betyder, at stordriftsfordele kan være en vigtig parameter inden for denne trussel af nye indtrængere på markedet. Matas er en stor og velkendt aktør på markedet og har allerede denne stordriftsfordel. Derfor virker truslen fra helt nye indtrængere ikke som en umiddelbar stor risiko, men er klart eksisterende.

Der skal dog også kigges på for eksempel koncernen Salling Group A/S, som omfavner en lang række af detailforhandlere, heriblandt Salling, Netto, Bilka og Føtex. Især Salling, Bilka og Føtex har allerede en særskilt afdeling med skønhedsprodukter og produkter til personlig pleje. Disse er ikke helt så specialiserede som Matas, men med en koncern som Salling Group A/S i ryggen kan der forekomme en trussel, hvis de skulle vælge en strategi hvor de satser stærkt på produkter inden for Matas' område.

På samme måde skal der formentlig også holdes stærkt øje med Amazon. Verdens næststørste virksomhed i 2020, jf. Fortune 500³⁸, målt på omsætning. Et verdensomspændende selskab, som er en nethandel med alverdens produkter. De introducerede desuden i 2019 en serie af egne produkter inden for hudplejeprodukter³⁹, hvilket kan indikere, at de også vil ind på dette marked. Amazon har endnu ikke en dansk hjemmeside og opererer derfor ikke som sådan på det danske marked endnu. Det kan lade sig gøre for danskere handle der, men kræver fragt ad omveje og er derfor ikke på samme måde tilgængeligt. Dog er de allerede i Tyskland, og åbnede i 2020 for handlen i Sverige⁴⁰. Alt tyder altså på, at Amazon også med tiden vil rykke ind på det danske marked. Et enormt selskab som Amazon vil kunne indtage mange forretningsområder - også skønhedsprodukter og hudpleje.

3.2.1.5 Eksisterende konkurrence i branchen

Punkterne ovenfor er derfor med til at give et samlet billede af konkurrencesituationen i Matas' branche. Der findes altså en del konkurrenter og de er alle forholdsvist afhængige af sine leverandører. Kunderne har flere valgmuligheder end den ene detailforhandler og har derfor på samme måde en væsentlig forhandlingsstyrke. Ud fra dette er konkurrencen hård i branchen.

Dog er det forholdsvis let for forhandlerne at skifte produkterne ud, da der ikke er en egentlig produktion, hvorfor truslen for substituerende produkter ikke er stor. Der kan være nye indtrængere på markedet, hvilket dog vil kræve en væsentlig investering og er derfor ikke den største trussel fra mindre aktører. Dog eksisterer Salling Group A/S allerede på markedet og det store selskab Amazon udgør som nævnt også en væsentlig trussel.

3.2.1.6 Delkonklusion

Det kan altså konkluderes at Matas opererer i en branche med hård konkurrence. Det kræver meget af en virksomhed som Matas, der altid vil skulle være klar til omstillinger og nye produkter eller processer.

Matas håndterer leverandørernes forhandlingsstyrke ved at diversificere sine indkøb, så der er allerede fokus på denne risiko. Dernæst har kunderne, som sagt, også en væsentlig forhandlingsstyrke, da de nemt kan handle de fleste produkter andre steder. Denne risiko

³⁸ Fortune 500, <https://fortune.com/fortune500/2020/search/>, 2021 (07-03-2021)

³⁹ Amazon has launched skin-care, <https://www.businessinsider.com/amazon-launches-belei-skin-care-products?r=US&IR=T>, 2019 (07-03-2021)

⁴⁰ Amazon er gået i luften i Sverige, <https://global.techradar.com/da-dk/news/amazon-er-gaet-i-luften-i-sverige>, 2020 (07-03-2021)

imødekommer Matas i forsøget på at forblive kundernes førstevalg – både inden for butikker og onlinehandel, ved at tilpasse sig markedet⁴¹.

Risikoen for at blive skiftet ud med substituerende produkter anses ikke som væsentlig, da Matas vil kunne skifte produkt i en produktgruppe via sine leverandører. Som detailforhandler skal de altså ikke omstille en produktion til noget nyt, hvis der sker noget revolutionerende inden for en produktgruppe.

Den største trussel anses derfor at ligge i risikoen for nye indtrængere på markedet. Der er, og kan komme flere, mindre aktører på især onlinehandlen. Dette udgør en risiko, men da Matas er så veletableret på markedet, både med fysiske butikker og en god webshop, så vil det kræve meget af en ny aktør at træde ind på markedet som en væsentlig trussel. Dernæst adskiller Matas sig fra både online forhandlere og fx Salling Group A/S ved at være specialister på områderne. Matas har ikke en masse andre varer at skulle have kendskab til, og kan derfor have et mere dybdegående kendskab til sine produkter. Desuden ønsker mange kunder at kunne få fysisk kontakt til en medarbejder, som kan rådgive eller vejlede personligt. Derfor står Matas alligevel stærkt i forhold til truslen fra nye indtrængere og står derfor generelt stærkt i den konkurrenceprægede branche.

Samlet set er der altså tale om et marked med mange udbydere og produkter, der ikke differentierer sig fra andre udbydere. Matas befinder sig derfor på et homogent marked med mange udbydere og konkurrencesituationen er dermed fuldkommen konkurrence.

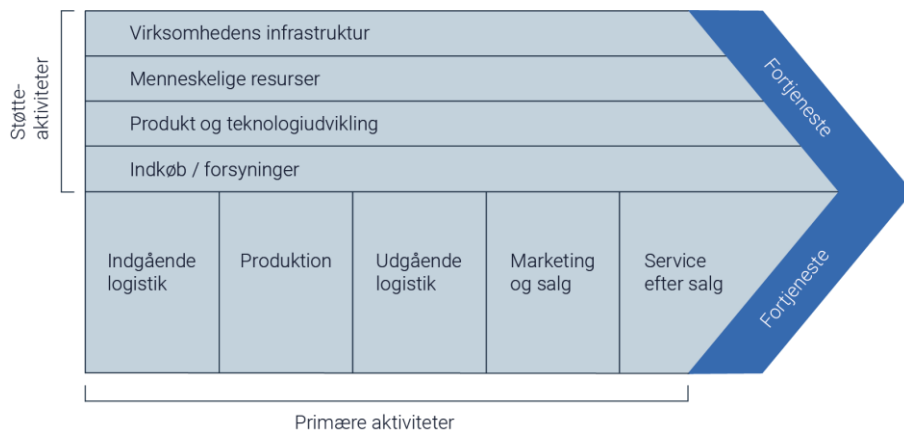
3.2 Intern analyse

ovenfor blev den eksterne analyse foretaget, hvorefter der tages en vurdering og analyse af de interne forhold hos Matas. Dette vil ske ved hjælp af Porters værdikædemodel, der kigger helt ind i Matas og hvordan værdierne er her og nu. Dernæst vil Ansoffs vækststrategier blive analyseret for at give et billede af Matas' muligheder for at vækste i fremtiden. Den interne analyse afsluttes dernæst med Porters generiske strategier, som giver et billede af Matas' muligheder for en konkurrencestrategi.

3.2.1 Porters værdikædemodel

Til den interne analyse begyndes der med Porters værdikædemodel, som skal give et billede af præcis hvad Matas laver, samt hvordan ressourcerne anvendes. Modellen er illustreret i figur 7 nedenfor.

⁴¹ Matas' årsrapport 2019/20, side 8



Figur 7 Porters værdikædemodel⁴²

Som det ses af Porters værdikædemodel, så er den delt op i to, hvor der er en række primære aktiviteter og nogle støtteaktiviteter til disse. Porters værdikædemodel kigger på samme måde som de eksterne analyser ikke ret meget fremad, men giver et godt øjebliksbillede af Matas, som det er ved udarbejdelsen af analysen. Dernæst tager modellen primært udgangspunkt i en produktionsvirksomhed⁴³, hvor de primære aktiviteter som er indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg samt service efter salg vedrører hvordan produktet tilvejebringes.

Det betyder altså, at modellen er sat sådan op, at råvarer kommer ind i starten og at der er en fast vej gennem virksomhedens processer, hvor der til sidst kommer et færdigt produkt ud, der ved hjælp af støtteaktiviteterne bliver solgt. Verden er dog ikke længere så simpel, at en virksomhed kan have et samlebånd, som kører samme vej, med samme processer, uden at være omstillingsparat. Porters værdikædemodel er altså ikke agil, hvilket kan blive en udfordring at være låst af kassetænkning. Til trods for, at Matas ikke er en produktionsvirksomhed, anses modellen som anvendelige for en koncern som Matas, hvorfor der herunder gennemgås både de primære aktiviteter, samt støtteaktiviteterne.

3.2.1.1 Primære aktiviteter

Til de primære aktiviteter er der tilknyttet støtteaktiviteter, som gælder for dem alle uden at være en direkte del af dem. Derfor kigges der ind i Matas ved at starte med de primære aktiviteter, hvorefter støtteaktiviteterne analyseres.

⁴² Værdikæde, <https://dinero.dk/ordbog/vaerdikaede/>, 2021 (07-03-2021)

⁴³ Kousholt, Bjarne, 2017, Strategisk lederskab i praksis, Various Business, Lyngby

Indgående logistik

Hos Matas foregår den indgående logistik ved modtagelse af varerne på centrallageret i Allerød. Dertil kan det siges, at logistikdirektøren i regnskabsåret 2019/20 er trådt ind i Matas' ledergruppe⁴⁴, hvilket kan være en indikation på, at fokus på logistikken øges. Dette gælder for både logistikken i webshoppen og fra centrallager til de fysiske butikker rundt i hele landet.

Produktion

Som tidligere nævnt er Porters værdikædemodel primært udarbejdet til produktionsvirksomheder, hvilket Matas ikke er. Derfor har Matas ikke en egentlig produktion. De har dog sine egne produkter som de er med til at udvikle, men produktionen foregår hos en ekstern leverandør⁴⁵. Udviklingen af produkterne ligger ikke i dette step af Porters værdikædemodel, hvorfor Produktion ikke findes relevant for Matas.

Udgående logistik

Som tidligere nævnt, så går den indgående logistik til centrallageret i Allerød. Herfra sker så den udgående logistik til butikkerne. Netop logistikken ud til butikkerne blev for nogle år siden fuldautomatiseret. Matas har altså styr på sine data og systemerne i butikkerne indrapporterer til hovedkontorets systemer, så der kan laves forecasts af butikkernes behov og på den måde lave mere præcise bestillinger og forsendelser til butikkerne⁴⁶.

Under den udgående logistik tænker Matas også grønt. Indtil videre sker leveringen til butikkerne i Roskilde og Lyngby med el-drevne lastbiler⁴⁷, hvilket er med til at mindske Matas' samlede CO₂-udledning, som er en af Matas' hjertesager.

Marketing og salg

Salget hos Matas er gennem mange år primært sket gennem butikkerne rundt omkring i landet. I 2017 udgjorde det online salg kun 3 % af Matas' samlede salg, men ved udgangen af regnskabsåret 2019/20 udgjorde onlinesalget hele 19,3 % af det samlede salg⁴⁸. Med regnskabsafslutning den 31. marts 2020 og da nedlukningen af Danmark på grund af Corona-pandemien skete den 11. marts 2020, så kan den store stigning ikke pålægges pandemien, men derimod også en klar øgning af det online salg inden frygten for, og udbredelsen af,

⁴⁴ Matas' årsrapport 2019/20, side 14

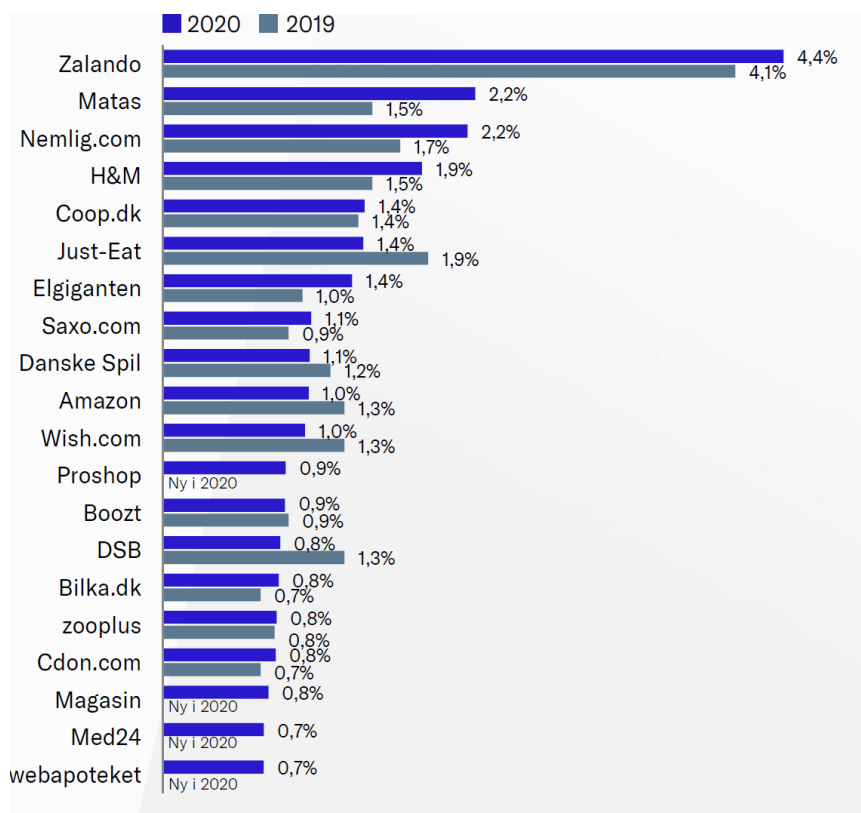
⁴⁵ Persano Group A/S, https://trap.lex.dk/Persano_Group_A/S, 2018 (09-03-2021)

⁴⁶ Automatisk varebestilling løfter Matas, <https://scm.dk/automatisk-varebestilling-1%C3%B8fter-matas>, 2013 (09-03-2021)

⁴⁷ Matas' årsrapport 2019/20, side 36

⁴⁸ Matas' årsrapport 2019/20, side 8

Corona-pandemien. Matas begrundet selv noget af den store stigning med opkøbet af Firtal Group⁴⁹, som bestod af en række webshops og dermed skulle være med til at styrke Matas' online brand⁵⁰. Dette ser ud til at være lykkedes jf. figur 8 nedenfor.



Figur 8 Største netbutikker fordelt på antal handler⁵¹

Matas er altså blevet webshoppen med næstflest danske handler i 2020, med 2,2 % af dansk onlinehandel. Matas lå i 2018 nummer 15 på ovenstående liste, med danske handler på internettet. Her udgjorde handlerne hos Matas 0,8 % af det samlede antal handler. I 2019 steg dette tal til 1,5 %, hvilket betød at Matas i dette år var nummer fem på listen. Stigningen fortsatte altså i 2020, hvorfor de nu er nummer to på listen med de 2,2 % af antal danske handler online⁵².

Udover den yderst positive udvikling i Matas' online salg, så sælges der fortsat meget via butikkerne. Med de mange butikker rundt omkring i landet, så har Matas en butik forholdsvis

⁴⁹ Ibid

⁵⁰ Aftale om køb af Firtal Group ApS, <https://investor.matas.dk/Danish/investor/finansielle-rapporter/selskabsmeddelelser/selskabsmeddelelser-detajler/2018/Matas-indgr-aftale-om-kb-af-Firtal-Group-ApS-ejer-af-bla-Helsebixendk/default.aspx>, 2018 (12-03-2021)

⁵¹ E-handelsanalyse 2020, <https://www.danskerhverv.dk/presse-og-nyheder/nyheder/e-handelsanalysen-2020-et-usadvanligt-rekordar-for-dansk-e-handel>, 2021 (12-03-2021)

⁵² Dansk Erhverv, <https://www.fdi.dk/analyser/fdi-e-handelsanalyser/ars-og-halvars-rapporter>, 2021 (12-03-2021)

tæt på alle borgere i Danmark. Corona-pandemien lukkede mange butikker i Danmark, men Matas måtte fortsat holde åbent. Nedlukningen gjorde det mindre attraktivt for borgerne at køre ind til storbyerne og handle i shopping centre, hvor mange af butikkerne var lukket ned. Dette bliver også en fordel for kunderne, da man kan vælge at hente sine varer købt på nettet i en butik, hvilket cirka halvdelen af kunderne gør⁵³. Matas registrerer i den forbindelse, at når disse kunder afhenter sine varer, så køber mere end hver fjerde kunde yderligere produkter i butikken, hvilket altså skaber mersalg.

Sidst skal Matas' introduktion af kundeklubben Club Matas i 2010 også nævnes, hvilken i løbet af dette år nåede 400.000 medlemmer⁵⁴. Klubben har desuden fået en app, som i løbet af regnskabsåret 2019/20 gik fra 705.000 til 780.000 aktive brugere. Antallet af Club Matas medlemmer var ved regnskabsårets afslutning oppe på 1,65 millioner brugere, hvilket året inden var på 1,6 millioner brugere.

Service efter salg

Club Matas, som nævnt ovenfor, gør det også muligt for Matas lettere at kunne følge sine kunder. Når købet kan registreres på kundeniveau, er det også muligt at analysere kundens typiske behov og markedsføre opfølgende produkter specifikt til kunden.

Dernæst har Matas også lanceret en online chat-funktion på hjemmesiden, hvor man både kan spørge kundeservice om hjælp til ordrer, abonnement eller sit medlemskab i Club Matas. Man kan desuden chatte med en materialist, hvis man ønsker hjælp, vejledning eller rådgivning til specifikke produkter.

Matas tilstræber at uddanne så mange materialister som muligt, og skriver selv, at der hvert år uddannes mere end 200 af disse. Målet med at uddanne så mange er at stå stærkest når kunderne efterspørger faglig rådgivning, og på den måde være retail-koncernen med det højeste service- og vidensniveau.

Matas igangsatte i regnskabsåret 2018/19 et nyt butikskoncept⁵⁵, kaldet Matas Life. Meningen er, at de den vej igennem vil tilbyde kunderne personlige oplevelser, inspiration og aktiviteter. Dette nye butikskoncept harmonerer godt med de uddannede medarbejdere, der skal være med til at højne service- og vidensniveauet og gøre det til en oplevelse af kompetente medarbejdere, for kunderne der kommer i butikkerne.

⁵³ Matas' årsrapport 2019/20, side 12

⁵⁴ Historien om Matas, <https://investor.matas.dk/Danish/om-os/historie/default.aspx>, 2021 (12-03-2021)

⁵⁵ Matas' årsrapport 2019/20, side 12

3.2.1.2 Støtteaktiviteter

Som tidligere nævnt, så findes der en række støtteaktiviteter til de ovenstående primære aktiviteter, som alle har indvirkning på værdikæden, uden at være en direkte del af den. Støtteaktiviteterne analyseres herunder.

Virksomhedens infrastruktur

Matas' øverste direktion består af to personer, hvor Gregers Wedell-Wedellsborg er administrerende direktør, mens Anders Skole-Sørensen er finansdirektør. Gregers Wedell-Wedellsborg tiltrådte sin stilling som administrerende direktør den 1. november 2017, mens Anders Skole-Sørensen tiltrådte sin stilling i april 2007. Den administrerende direktør har derfor ikke lang anciennitet i Matas, men kom fra en stilling som koncerndirektør fra COOP Danmark A/S, hvorfor han har en lang erfaring med direktionsarbejde i en detailkoncern.

Matas har hovedkontor i Allerød, hvor også centrallageret er placeret⁵⁶. Herfra styres de daglige aktiviteter, som alle berører butikkerne rundt omkring i landet, hvor også distributionen af varerne sker fra.

Menneskelige ressourcer og HR-management

Matas beskæftiger en masse mennesker. I figur 9 vises antal fuldtidsansatte koncernen beskæftigede i regnskabsårene.

2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
2.163	2.197	2.164	2.149	2.197

Figur 9 Antal fuldtidsansatte

Antallet af fuldtidsansatte er alle hentet fra de respektive årsrapporter. Hertil skal det bemærkes at der i travle tider også indhentes vikarer til for eksempel at kunne håndtere den øgede mængde af ordrer i forbindelse med Black Friday og julehandlen.

Derudover er det, som også nævnt i afsnittet om Service efter salg, de menneskelige ressourcer som Matas differentierer sig på. Der skal være tale om personale, der er uddannet og med kompetencer til at yde den bedste service og mest kompetente rådgivning til kunderne.

⁵⁶ Organisation, <https://www.matas.dk/organisation>, 2021 (13-03-2021)

Produkt og teknologiudvikling

Matas har ikke sin egen produktion og køber derfor sine varer hos leverandører. Matas har dog sine egne produkter, hvilke de har en specifik producent til at lave for dem⁵⁷. Her er Matas selv en del af produktudviklingen, og slår også her ind på bæredygtighed og miljøvenlig udvikling⁵⁸.

Teknologiudviklingen står bestemt ikke stille hos Matas. Som nævnt i kapitel 3.1.1.4 Teknologiske faktorer (Technological), på side 13, så gennemførte Matas i 2010 en effektivisering af centrallageret i Allerød, som skulle være med til at forbedre logistikken herfra. Det skete med ny teknik og nye systemer til lagerstyring og forecasts der skulle automatisere bestillinger fra butikkerne. Matas har desuden haft øget fokus på online handel, hvorfor Matas i 2019 flyttede håndteringen af denne online handel til nye teknologiske lokaler i Humlebæk⁵⁹.

Matas' markedsføringsstrategi ligner også en teknologisk udvikling, da man har indført en omnichannel markedsføringsstrategi, hvilken styres centralt, men når ud til kunderne af mange forskellige kanaler⁶⁰. En personaliseret markedsføring vil ikke kunne lykkedes uden en teknologi, der kan opsamle data om kunderne og deres adfærd.

Indkøb/forsyninger

Matas har som sagt ikke sin egen produktion, men udvikler på sine egne produkter. For regnskabsåret 2019/20 udgjorde disse produkter 17 % af den samlede omsætning⁶¹, hvorfor resten er købt hos leverandører. Så med en samlet omsætning på 3.688,5 mio. kr. udgør indkøbte produkter altså cirka 3 milliarder kroners omsætning, hvorfor denne proces skal fungere helt optimalt. Som nævnt i kapitel 3.2.1.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke, så er Matas afhængige af sine leverandører, hvilket de forsøger at minimere ved at diversificere sine indkøb for både at holde priserne nede og opnå de forsyninger, der er behov for. Indkøbsfunktionen sidder på hovedkontoret i Allerød, under den kommercielle direktør, Lise Ryevad som har det overordnede ledelsesansvar for indkøb, marketing, Club Matas og kundeindsigter⁶².

⁵⁷ Persano Group A/S, https://trap.lex.dk/Persano_Group_A/S, 2018 (13-03-2021)

⁵⁸ Bæredygtighed, <https://www.matas.dk/hjertesager/baeredygtighed/spoergsmaal-svar>, 2021 (13-03-2021)

⁵⁹ Matas' årsrapport 2019/20, side 12

⁶⁰ Matas' årsrapport 2019/20, side 28

⁶¹ Matas' årsrapport 2019/20, side 28

⁶² Organisation, <https://www.matas.dk/organisation>, 2021 (13-03-2021)

3.2.1.3 Delkonklusion

Analyseværktøjet Porters værdikædemodel på Matas har altså vist, at blandt de primære aktiviteter, så har kæden vedrørende produktion ikke den store indflydelse på Matas' værdikæde. Da der ingen produktion er i dag, så forventes det heller ikke at denne indføres inden for den nærmeste fremtid, eller vil komme til at være en væsentlig del af Matas' værdikæde, og dermed ikke være værdiskabende for Matas.

Alle de andre primære aktiviteter har dog alle en væsentlig og værdiskabende indflydelse på Matas' værdikæde. Den indgående logistik er vigtig på den måde, at der skal være styr på hvad der kommer ind og hvornår. Ved en detailkoncern som Matas er det meget vigtigt at have styr på netop indgående logistik for at kunne understøtte den resterende del af de primære aktiviteter i værdikæden. Men med styr på den indgående logistik, er den bestemt værdiskabende for Matas.

For Matas er den udgående logistik lige så vigtig. Her er både tale om den udgående logistik fra centrallageret i Allerød, der leverer til butikkerne samt webshoppen som leverer varer ved postomdeling til kunderne eller til afhentning i butik. Kundetilfredsheden vil absolut blive negativt påvirket, såfremt der ikke er tilstrækkelige varer tilgængelige i butikkerne eller hvis leveringen af ordrene fra online handel ikke leveres hurtigt. Så den udgående logistik er på samme måde værdiskabende for Matas, så længe denne fungerer.

De to sidste led i værdikæden, altså marketing og salg samt service efter salg, er ligeledes vigtige dele af Matas' værdikæde. Med en løbende opdateret online handel på hjemmesiden og et stort antal butikker, som ligeledes udvikles gennem tiden, så er salgskanalerne og marketing også på plads. Under Corona-pandemien har det været nødvendigt med omskiftelighed i både marketing og salg, men da dette er lykkedes for Matas, så er det også her påvist, at denne del af værdikæden er værdiskabende for Matas. Ligesom kunderne anser Matas for en professionel butik med uddannede materialister, hvor man kan søge råd og vejledning, så gælder dette også efter salget, hvorfor den sidste del af værdikæden altså ligeledes er værdiskabende for Matas.

På trods af at Porters værdikædemodel er kritiseret for primært at kunne bruges på produktionsvirksomheder, så må det altså konkluderes at modellen også viser, at de primære aktiviteter, med undtagelse af kæden vedrørende produktion, et godt billede af værdiskabende kæder i den samlede værdikæde for Matas.

I tillæg til værdiskabende primære aktiviteter, så gør det sig også gældende for støtteaktiviteterne. Virksomhedens infrastruktur har ikke hverken større eller mindre værdiskabende effekt for Matas end for så mange andre selskaber. De resterende kæder af de støttende aktiviteter er dog væsentlige for Matas, og som støtte til de primære aktiviteter. De menneskelige ressourcer er vigtige og værdiskabende på den måde, at de er Matas' billede udadtil, hos den endelige slutbruger/kunde. Med forventningen om god service og kompetent vejledning, så er denne støtteaktivitet altså også værdiskabende, såfremt Matas fortsat er i stand til at holde sit personale veluddannet og opdateret.

Produktudvikling er ikke blandt de mere værdiskabende støtteaktiviteter, men med under en femtedel af den samlede omsætning, som sker via egne produkter, så skal der alligevel være fokus på denne. Men da både egne produkter og resten af sortimentet gennem de senere år har fundet flere salgskanaler, så er teknologien på både internettet som software, men også lagersystemer som både software og hardware blevet en væsentlig aktivitet.

Teknologiudviklingen er derfor bestemt også en støtteaktivitet, som er værdiskabende for Matas.

Indkøb og forsyninger er ligeledes en væsentlig del af Matas' værdikæde. Denne påvirker, ligesom de andre støtteaktiviteter, alle de primære aktiviteter. Den indgående logistik er påvirket, fordi der skal være plads til alt det der købes ind, mens den udgående logistik skal sørge for at butikkerne er forsynet med hvad der er behov for. Uden korrekte forsyninger er det ikke muligt at lave salget, hvorfor der heller ikke vil være den del af kæden der omhandler service efter salg. Derfor er denne støtteaktivitet på samme måde en værdiskabende del af værdikæden.

3.2.2 Ansoffs vækststrategier

Når der arbejdes med strategier, skal denne lægges med formålet at opnå vækst. Med Matas' afhængighed af markedet, som det er påvist i den eksterne analyse, så vil det være oplagt at se på en markedsbaseret tilgang til vækststrategierne. Det vil sige at finde frem til den strategi, som vil gøre Matas i stand til at overtage markedsandele og udkonkurrere konkurrenterne i markedet. Til netop dette har Igor Ansoff udviklet en analysemodel kaldet Ansoffs vækstmatrix⁶³, der herunder vil blive brugt til at finde frem til Matas' optimale vækststrategi. Modellen er grafisk illustreret i figur 10 nedenfor.

⁶³ Ansoffs vækstmatrixe, <https://virksomhedeux.systime.dk/?id=3971>, 2018 (14-03-2021)

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

Figur 10 Ansoffs vækstmatrix

Her er altså tale om fire forskellige strategier til at drive et selskab til vækst. Modellen antyder, at man med de nuværende produkter og på det nuværende marked kan vækste ved at bruge en strategi om markedspenetrering. Denne strategi vil kræve investeringer, da Matas i så fald må sætte priserne ned for at øge markedsandelen, eller øge sin markedsføring i håb om, at dette breder kendskabet og interessen for Matas yderligere. En anden vej at gå inden for markedspenetrering, som dog kræver yderligere investering, er opkøb af konkurrenterne eller at fusionere med dem. Matas har inden for de seneste år gjort nogle opkøb af konkurrenter i forbindelse med opkøbet af Firtal Group ApS i 2018⁶⁴, og ligeledes opkøbet af Komsolet A/S som skete i 2019⁶⁵.

En anden vej Matas kunne gå, ville være strategien om nye produkter på det nuværende marked. På den måde vil man på det eksisterende marked eventuelt kunne udfordre de eksisterende produkter, og på den måde opnå markedsandele ved at udbyde bedre produkter. Det blev dog konkluderet i kapitel 3.2.1 Porters værdikædemodel, at Matas ikke selv har nogen produktion og kun produktudvikler på egne produkter, som senest udgjorde 17 % af den samlede omsætning, hvorfor dette ikke findes relevant.

Den tredje mulighed er at finde nye markeder til sine eksisterende produkter. Matas er vidt omkring i Danmark og vil have svært ved at udvide dette marked fysisk. Potentielle nye markeder vil derfor umiddelbart være udlandet. Matas er desuden også bredt kendt på deres

⁶⁴ Matas har gennemført købet af Firtal Group ApS, <https://investor.matas.dk/Danish/investor/finansielle-rapporter/selskabsmeddelelser/selskabsmeddelelser-detajler/2018/Matas-har-gennemfrt-kbet-af-Firtal-Group-ApS/default.aspx>, 2018 (14-03-2021)

⁶⁵ Matas gennemfører køb af Kosmolet A/S, <https://investor.matas.dk/Danish/investor/finansielle-rapporter/selskabsmeddelelser/selskabsmeddelelser-detajler/2019/Matas-gennemfrer-kbet-af-Kosmolet-AS/default.aspx>, 2019 (14-03-2021)

webshop. Denne er ikke længere ny, og kan derfor ikke ses som et nyt marked, men må også være det nuværende, på lige fod med de fysiske butikker.

Med begrænsede muligheder for nye markeder og en mindre andel omsætning af egne produkter, så er sidste strategi i Ansoffs vækstmatrix formentlig ikke attraktiv for Matas. Her er tale om at introducere nye produkter på nye markeder, end man i forvejen er på, for at øge markedsandele på den måde.

3.2.2.1 Ansoffs vækststrategier, udvidet

Siden Igor Ansoff introducerede sin model for vækststrategier, har han udvidet denne⁶⁶. Der er tilføjet en tredje dimension, hvor der er tale om henholdsvis bagudrettet og fremadrettet vertikal integration. Den bagudrettede vertikale integration sker, hvis en virksomhed overtager en leverandørs værdikæde. Den fremadrettede integration vender omvendt og finder derfor sted, hvis en virksomhed overtager kundens værdikæde.

For Matas vil den bagudrettede integration altså ske, hvis de overtog nogle leverandørers værdikæder og derfor enten springer et engrosled over, eller selv begynder at producere sine produkter. Ansoffs vækststrategier blev ligeledes udført med en horisontal integration, men denne anses som en direkte del af punktet Diversifikation, der er en af de fire strategier i den oprindelige model.

3.2.2.3 Delkonklusion

Som det tidligere er nævnt, så er Matas velkendt og blandt de største på det danske marked. Derfor kunne det enten være en nødvendighed at indgå på nye markeder eller udføre produktudvikling for at øge sine markedsandele. Matas har dog valgt den anden vej, som kræver investeringer, netop ved opkøb af konkurrenter. Det vil sige, at de fortsætter på det nuværende marked og fortsætter med de nuværende produkter. Købet af Kosmolet A/S betød køb af selskabet bag et succesfuldt makeup-brand: Nilens Jord. Dette betyder at Matas altså allerede gør brug af den bagudrettede vertikale integration med overtagelse af leverandørers værdikæder. Dertil kan det så konkluderes, at Matas kategoriseres i Ansoffs vækststrategi som markedspenetrering.

Ansoffs vækststrategier er en god model, når der kigges på mulighederne for virksomheders vækst. Den er dog begrænset på den måde, at der ikke tages højde for potentielle udfordringer ved den valgte vækststrategi. Dernæst kan det være svært at afgøre præcist hvornår der er tale

⁶⁶ Kousholt, Bjarne, 2017, Strategisk lederskab i praksis, Various Business, Lyngby

om nye produkter eller nye markeder. Når Matas udvikler på sine egne produkter, kan det blive en diskussion om hvorvidt udviklingen gør det til et nyt produkt eller blot en justering af det eksisterende produkt. Derfor skal der ligge en klar argumentation bag modellen for at begrunde sit valg af vækststrategi. Det kan for eksempel diskuteres hvorvidt Matas' webshop fortsat er et nyt marked, hvorved Matas' vækststrategi kunne gå under kategorien markedsudvikling.

3.2.3 Porters generiske strategier

Det blev i sidste afsnit klarlagt, hvad der skal ligge til grund for en strategi, for at vækste. Dernæst er det også væsentligt at se på strategierne for konkurrencen i markedet, hvortil Michael Porter har udviklet en matrix af strategier. Matrixen er udformet som figur 11.

		Konkurrencemæssige fordele	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Markedsområde	Bred målgruppe	Omkostninger	Differentiering
	Smal målgruppe	Fokus på omkostninger	Fokus på differentiering

Figur 11 Porters fire konkurrencestrategier⁶⁷

Som det ses ovenfor, så er der tale om hvorvidt Matas opererer med en bred eller smal målgruppe og hvorvidt Matas' produkter er unikke eller om de derimod kan holde omkostningerne nede på disse, hvis ikke der er tale om unikke produkter.

Ud fra de fire konkurrencestrategier fremkalder Michael Porter dernæst tre generiske strategier, som er:

- Omkostningsleder
- Differentiering
- Fokusering

Konkurrencestrategien "Differentiering" er for virksomheder, som har unikke produkter og en bred målgruppe til disse. Differentieringen kommer i, at man på den måde er nødt til at overbevise sine kunder om ikke at kigge så meget på prisen, men i stedet kigge på produktets

⁶⁷ Kilde: Egen tilvirkning

unikke egenskaber. Med andre ord skal kunderne kunne se virksomhedens produkters ekstra værdi i forhold til sammenlignelige standardprodukter.

”Fokusering” er konkurrencestrategi for virksomheder, som har en smal målgruppe, hvor der tilbydes enten unikke produkter eller produkter med lave omkostninger og dermed lave priser. Der er altså primært fokus på kunden i denne strategi, hvilket kan gøre målgruppen lille. Det vil alt andet lige kunne betyde mindre omsætning, hvorfor der skal være fokus på lave priser for at have en fornuftig indtjening. Alternativt kan man tilbyde den mindre målgruppe et unikt produkt på samme måde som i differentiering. For at opretholde en indtjening betyder det i disse tilfælde, at man skal overbevise sin mindre målgruppe om den ekstra værdi der er i det unikke produkt.

”Omkostningsleder” har ét primært fokus, som er omkostningerne. Kundefokus er bredt og virksomheden har fokus på at holde omkostningerne nede ved for eksempel procesoptimering og lave lønninger

3.2.3.1 Delkonklusion

Som det tidligere er konkluderet, så er hele Danmark, både mænd og kvinder i alle aldersgrupper, Matas’ målgruppe. Med over halvanden million aktive medlemmer i Club Matas må målgruppen ligeledes defineres som bred. Dernæst blev det også i kapitel 3.2.1.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke konkluderet, at Matas diversificerer sine indkøb gennem flere leverandører. Da Matas ikke selv producerer varer og dermed kan købe sine produkter gennem forskellige leverandører, så kan der heller ikke være tale om unikke produkter. Derfor kan der for Matas’ vedkommende kun være tale om den generiske strategi Omkostningsleder.

Omkostningslederen har, som nævnt, en bred målgruppe og har det konkurrencemæssige fokus, at omkostningerne holdes nede. Dette harmonerer også med den helt oprindelige idé ved Matas’ opstart i 1949, hvor ”En lille flok materialister fandt ud af, at de kunne få mængderabat, hvis de foretog fælles indkøb.”⁶⁸. Denne idé er altså fortsat hele vejen gennem Matas historie og er fortsat Matas’ konkurrencestrategi.

3.3 SWOT-analyse

Ovenfor er der foretaget en strategisk analyse af henholdsvis de eksterne og de interne forhold hos Matas. For at give et bedre overblik over konklusionerne af disse vil SWOT-analysen her blive brugt. Denne angiver styrker og svagheder, som hører under de interne forhold, mens

⁶⁸ Historie, <https://www.matas.dk/historie-1>, 2021 (18-03-2021)

der ligeledes angives muligheder og trusler, som hører under de eksterne forhold. Det vil sige, at der egentlig ikke er meget analyse i SWOT-modellen, hvilken nærmere blot samler konklusionerne på de tidligere strategiske analyser og giver et bedre overbliksbillede over disse. Dernæst vil det også betyde, at SWOT-analysen aldrig vil kunne give et ordentligt billede af virksomhedens situation, hvis ikke det forudgående analysearbejde er udført korrekt. Modellen bliver desuden også kritiseret for at være for gammeldags og statisk⁶⁹.

3.3.1 Styrker

Matas har en række styrker, som internt bidrager til at skabe værdi. Som delkonklusionen på Porters generiske strategier beskriver, så er Matas kendt hos de fleste og har skabt sig et velrenommeret brand. Blandt andet de mange medlemmer af Club Matas beviser hvor kendt brandet er på hele markedet.

Dernæst har de ligeledes en stærk side i deres automatiske bestillinger til butikkerne via centrallageret i Allerød. På samme måde er det en styrke med det forholdsvis nye system i Humlebæk, som håndterer ordrer fra webshoppen. Matas er generelt gode til at bruge moderne teknologi og inddrage dette i forretningen og processerne.

Matas har som tidligere nævnt et veluddannet personale, og med sin egen uddannelseslinje må det også konkluderes at de er eksperter på sit område. Med den fysiske tilstedeværelse mange steder rundt i landet kan kunderne få den personlige rådgivning, som for nogle ønskes.

Med den stigende onlinehandel har Matas vist sin omstillingsparathed. Dette kendetegner ikke bare veluddannet personale i butikkerne, men ligeledes en stærk administration på hovedkontoret, som kan igangsætte de nye tiltag, der er nødvendige. Dette vil i mange tilfælde give udfordringer, da ændringer i processer eller strategier ofte møder modstand mod forandringerne⁷⁰.

3.3.2 Svagheder

Til trods for Matas' diversificering af indkøbene hos leverandørerne, så kan det ikke konkluderes andet end at det er en svag side for Matas, at de netop er så afhængige af leverandørerne. Det gælder både tilgængeligheden af produkterne, men da nogle af Matas'

⁶⁹ Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi (2017). SWOT ANALYSIS: A THEORETICAL REVIEW, The Journal of International Social Research, 10, 1004-1005

⁷⁰ Forandringsprocesser, <https://altomledelse.dk/forandringsprocesser/>, 2019, (20-03-2021)

hjertesager, blandt andre, er menneskerettigheder og modstand mod dyreforsøg med mere⁷¹, så kan Matas ikke kontrollere produktionen af de endelige produkter.

De mange leverandører betyder også, at Matas formentlig har adgang til langt de fleste produkter. Til trods for Matas' adgang til de mange produkter, så er det også en svag side, at produkterne, for kunderne, er så lette at skifte ud med lignende eller andre produkter.

Matas' fysiske butikker har desuden skiftende åbningstider afhængig af den geografiske placering. Men uanset placering, så er åbningstiderne dog ikke lig med supermarkeder, der i nogle tilfælde sælger tilsvarende eller identiske produkter. Her er der formentlig ikke adgang til samme rådgivning, men kender kunden i forvejen det specifikke produkt der er behov for, så kan dette handles på andre tider af døgnet end Matas' åbningstider.

3.3.3 Muligheder

De muligheder der er for Matas, for at skabe værdi i fremtiden, er de faktorer som Matas ikke selv kan påvirke, men er afhængige af makroforholdene.

Som beskrevet i kapitel 3.1.1 PESTEL-analyse3.1.1.2 Økonomiske faktorer (Economic), så ser Danmarks Nationalbank tre scenarier for genopretning af dansk økonomi efter Corona-pandemien. De ser alle positive ud med en solid vækst i 2021 og videre ind i 2022.

Genoprettes økonomien hurtigt og der kommer flere i job, eller forbrugerne af andre årsager får flere penge mellem hænderne, så skaber det muligheder for at øge omsætningen hos Matas.

Det blev ligeledes konkluderet i ovennævnte analyse, at de sociale forhold viser et potentielt mindre behov for makeup, men mere indre skønhed. Da Matas i forvejen også allerede sælger disse produkter⁷², så ligger der også en mulighed for øget salg i denne produktgruppe.

3.3.4 Trusler

Som nævnt i kapitel 3.1.2 Porters five forces, er der stor konkurrence i branchen, som forhandler samme mærker og produkter som Matas. Dette gælder både på internettet og i fysiske butikker eller supermarkeder. Selv om Matas potentielt har det største serviceniveau eller den bedste forudsætning for personlig rådgivning, så er der fortsat kunder som kigger mest på prisen. Og selv om Matas jævnfør ovennævnte analyse har stordriftsfordele, er nye konkurrenter fortsat en trussel. Det er også tidligere nævnt, at specielt en gigant som Amazon

⁷¹ Matas hjertesager, <https://www.matas.dk/hjertesager>, 2021, (20-03-2021)

⁷² HelseStriberne udvides med inner beauty, <https://www.matas.dk/stories-helsestriberne-udvides-med-inner-beauty>, 2021 (20-03-2021)

er en stor trussel for Matas, da de trods handel med meget andet end skønhedsprodukter, har en massiv økonomi bag sig, og allerede er begyndt handel med skønhedsprodukter.

Selv om Danmarks Nationalbank forudser hurtig genopretning af økonomien efter Corona-pandemien, så er dette langt fra sikkert og en faldende national vækst, eller en lavkonjunktur er alligevel en trussel for Matas. For langt de fleste af Matas' produkter der ikke tale om livsnødvendige produkter og derfor vil det for kunder i økonomisk nedtur være produkter, der kan vælges fra.

3.3.5 Delkonklusion

Afsnittene ovenfor angiver de forskellige dele i SWOT-analysen, som er samlet i figur 12 nedenfor.

Interne forhold	
(S) Styrker	(W) Svagheder
- Kendt og populært brand - Moderne og god logistik til både butikker og kunder - Veletableret webshop - Uddannet/kvalificeret personale - Omstillingsparate	- Afhængighed af leverandører - Stor konkurrence på produktniveau - Tilgængelighed uden for "almindelig" arbejdstid
Eksterne forhold	
(O) Muligheder	(T) Trusler
- Højkonjunktur eller hurtig genopretning af økonomien - Større fokus på indre skønhed - Mere udbredt internethandel	- Generel stor konkurrence i branchen - Specifik konkurrent som Amazon - Dårligere økonomi som konsekvens af Corona-pandemien

Figur 12 SWOT-analyse⁷³

3.4 TOWS-matrix

Som tidligere nævnt, så er SWOT-analysen ikke en egentlig analyse, men blot et overbliksbillede af de forudgående analyser. Den viser desuden et øjebliksbillede af virksomheden og tager ikke højde for fremtidens udfordringer ved et kig på de muligheder, der er fundet frem til i SWOT-analysen. Derfor udvides SWOT-analysen med en TOWS-matrix, som netop er en sammenkædning af de interne og eksterne forhold⁷⁴. Denne skaber bedre mulighed for at identificere virksomhedens muligheder set i forhold til de interne stærke sider der er i virksomheden. På samme måde danner den et mere detaljeret overblik

⁷³ Kilde: Egen tilvirkning

⁷⁴ Weihrich, Heinz (1982). The TOWS Matrix - A tool for situational analysis, Long Range Planning, 15(2), 54-66

over truslerne og de interne svage sider i virksomheden, så disse vil kunne identificeres i for eksempel en risikoanalyse.

Herunder er TOWS-analysen illustreret.

		Interne forhold	
		(S) Stærke sider	(W) Svage sider
		- Kendt og populært brand - Moderne og god logistik til både butikker og kunder - Veletableret webshop - Uddannet/kvalificeret personale - Omstillingsparate	- Afhængighed af leverandører - Stor konkurrence på produktniveau - Tilgængelighed uden for "almindelig" arbejdstid
Eksterne forhold	(O) Muligheder	(SO) Stærke sider og muligheder	(WO) Svage sider og muligheder
	- Højkonjunktur eller hurtig genopretning af økonomien - Større fokus på indre skønhed - Mere udbredt internethandel	- Øge generel onlinesalg i genopretning af økonomien - Øge salg af produkter i kategorien indre skønhed	- Øge prispress på leverandører ved potentiel forbedring af makroøkonomien - Diversificere leverandører og indkøb mere med produkter for indre skønhed
Eksterne forhold	(T) Trusler	(ST) Stærke sider og trusler	(WT) Svage sider og trusler
	- Generel stor konkurrence i branchen - Specifik konkurrent som Amazon - Dårligere økonomi som konsekvens af Corona-pandemien	- Udkonkurrer konkurrenterne med stordriftsfordelene - Overvind Amazon med veluddanet og tilstedeværende personale - Håndtér nedadgående makroøkonomi med omstillingsparathed	- Risiko for konkurser eller nedgang hos leverandører pga. forringelse af makroøkonomien - Tilgængeligheden hos webshops og evt. Amazon er på online-delen den samme som Matas'

Figur 13 TOWS-analyse⁷⁵

TOWS-analysen er altså en model til at bruge SWOT-analysen, men med henblik på at se fremad. Det er et redskab for virksomhedernes medarbejdere på det strategiske niveau, da matrixen giver nogle fremadrettede fokuspunkter, der kan indgå i den fremtidige strategiske planlægning.

Matas har allerede bevist, at deres webshop kan håndtere store ordremængder og at logistikken heromkring ligeledes er på plads. Så hvis makroøkonomien enten går ind i en generel højkonjunktur eller genopretningen af økonomien går hurtigere end forventet, så skal der eventuelt sættes ind på marketing omkring indre skønhed. Genåbnes der for butikkerne og det generelle bybillede, som følge af nedadgående smittetal i forbindelse med Corona-

⁷⁵ Kilde: Egen tilvirkning

pandemien, skal der eventuelt sættes øget fokus på Matas' tilgængelighed og kvalificerede rådgivning til kunderne.

Skulle det dog gå den anden vej for både makroøkonomien og op-/nedlukningen i forbindelse med Corona-pandemien, så kan der på forhånd skulle tages stilling til hvordan afhængigheden af leverandørerne kan minimeres yderligere.

Når genåbningen sker og der er yderligere gang i den fysiske handel igen, så må det antages at flere personer kommer tilbage på arbejdspladsen og dermed har begrænset tid til handel inden for Matas' åbningstider, hvor det kunne være aktuelt at kigge på udvidede åbningstider i dette tilfælde.

3.5 Konklusion på den strategiske analyse

Kapitel 3 har omhandlet den strategiske analyse for Matas. Dette med formålet at besvare det første underspørgsmål i afhandlingens kapitel 1.3 Problemformulering: ”Hvilke strategiske forhold har særlig betydning for Matas?”

Gennem analysen er det tydeligt, at både interne og eksterne forhold har stor betydning for Matas, hvorfor denne til trods for sit forholdsvis statiske billede og tidstunge analyse, vil være fordelagtig for Matas at foretage, og bruge, til valg af fremtidig strategi.

I en tid med Corona-pandemi og forskellige tiltag for tilladelse af butikkernes åbning og forsamlinger, er det svært at lægge en fast strategi. Pandemiens udvikling er svær at spå om, og Matas er i denne situation betydeligt påvirket af især de eksterne forhold – helt specifikt de politiske. Dette kan både være positiv og negativ påvirkning.

Matas' afhængighed af kunderne, samt de sociale forhold, viser ligeledes hvor stor betydning de eksterne forhold har for Matas' strategi, hvorfor tilgængeligheden og kundernes potentielt skiftende behov stiller krav om en stor omskiftelighed hos Matas. Dette er det dog undervejs i analysen konkluderet at Matas allerede er gode til.

Matas' markedsposition er stærk og de er den største aktør på deres marked. Det er konkluderet at Matas opererer på et marked med meget stor konkurrence, men har til trods for det en meget stærk position i markedet og arbejder derfor godt med sine stordriftsfordele.

På de interne forhold står Matas desuden stærkt med sit uddannede personale og tilgængeligheden med en butik nær kunderne, uanset hvor i landet der er tale om. Der er

desuden skabt et brand, Striberne, der er kendt af langt de fleste danskere og Matas formår at opretholde kundekontakten med sin Club Matas.

Matas håndterer altså allerede de eksterne risici godt og har ligeledes godt styr på de interne faktorer, som gør dem klar på de eksterne påvirkninger. Dette er især en fordel set på et år med Corona-pandemi som har betydet en meget stor ekstern påvirkning på de strategiske forhold hos Matas.

Matas har svært ved at differentiere sig fra konkurrenterne i branchen og er derfor fortsat nødt til at bruge konkurrencestrategien omkostningsleder, men via stordriftsfordelene anses dette også som muligt.

4. Regnskabsanalyse

I kapitel 3. Strategisk analyse blev primært makroøkonomien inddraget i de værdiskabende drivere for Matas. I dette kapitel vil Matas' finansielle stilling blive analyseret. Der tages udgangspunkt i et økonomisk tilbageblik på regnskaberne for de seneste fem år, som er årsrapporterne for 2015/16 til 2019/20. Denne analyse foretages for at besvare næste underspørgsmål i afhandlingens problemformulering: "Hvordan har Matas økonomisk udviklet sig de seneste år".

Desuden vil regnskabsanalysen være med til, sammen med den strategiske analyse, at danne grundlag for budgetteringen, som derfor vil foregå efter dette kapitel. Der lægges ud med en simpel gennemgang af Matas' resultatopgørelse og balance for de seneste fem regnskabsår jævnfør ovenstående. Dernæst vil den offentligt tilgængelige data blive omdannet til et managerial balance sheet, hvorefter der vil foretages en nøgletalsanalyse, hvilke begge tager udgangspunkt i fremgangsmetoden jævnfør Hawawini og Viallet⁷⁶.

4.1 Ny regnskabsstandard

Inden regnskabsanalysens start skal det oplyses, at der ved årsregnskaber med start efter 1. januar 2019 er indført ny regnskabsstandard for indregning af leasede aktiver, IFRS 16⁷⁷. Den nye standard afløser den tidligere IAS 17. Matas oplyser selv i årsregnskabet, at dette gør deres fem års hoved- og nøgletal ikke sammenlignelige⁷⁸. Nøgletallene kan ses i bilag 1, som er en oversigt hentet fra Matas' årsrapport for 2019/20, hvor der er oplyst nøgletal både før og efter implementering af IFRS 16 i 2019/20.

Ved IAS 17 skulle operationel leasing indregnes som en driftsomkostning i resultatopgørelsen. Finansielle leasingaftaler skulle derimod indregnes i balance, hvor aktivet i leasingaftalen skal indregnes som et aktiv, men også en forpligtelse. Forskellen på operationel og finansiell leasing behandles ikke yderligere i denne afhandling, men PWC Danmark har lavet en illustrativ model til forklaring af forskellen, som er vedlagt i bilag 2. Den nye regnskabsstandard, IFRS 16, gør den forskel, at operationelle leasingaftaler nu også skal indregnes i balancen, på samme måde som de finansielle leasingaftaler jf. IAS 17.

⁷⁶ Hawawini, G. & Viallet, C, 2019, Finance for Executives, Cengage Learning EMEA, United Kingdom

⁷⁷ New standard on leases now effective, <https://www.ifrs.org/news-and-events/2019/01/ifrs-16-is-now-effective/>, 2019 (24-03-2021)

⁷⁸ Matas' årsrapport 2019/20, side 5

4.2 Resultatopgørelse og balance

I figur 14 er der opstillet en resultatopgørelse for Matas' seneste fem regnskabsår. Denne er udarbejdet for at finde frem til nøgletallene, henholdsvis EBITDA, EBIT, EBT og EAT.

DKK mio.	Resultatopgørelse				
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Omsætning	3.426,1	3.510,8	3.464,8	3.541,3	3.688,5
Vareforbrug	1.821,6	1.899,0	1.915,5	1.952,5	2.048,1
Bruttoresultat	1.604,5	1.611,8	1.549,3	1.588,8	1.640,4
Andre eksterne omkostninger	296,0	302,0	319,6	354,9	222,2
Personaleomkostninger	656,4	689,7	695,2	704,2	739,8
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	652,1	620,1	534,5	529,7	678,4
Afskrivninger	138,5	145,0	165,6	166,4	385,5
Resultat af primær drift (EBIT)	513,6	475,1	368,9	363,3	292,9
Resultatandele efter skat i associerede virksomheder	0,0	0,0	0,0	0,2	0,8
Finansielle indtægter	7,1	9,7	10,9	3,0	0,1
Finansielle omkostninger	43,6	48,4	30,6	24,6	43,9
Resultat før skat (EBT)	477,1	436,4	349,2	341,9	249,9
Skat af årets resultat	112,6	97,7	68,9	78,8	58,7
Årets resultat (EAT)	364,5	338,7	280,3	263,1	191,2

Figur 14 Resultatopgørelse⁷⁹

Som det ses ovenfor var omsætningen forholdsvis stabil i perioden 2015/16 til 2018/19 på omkring 3,5 milliarder kroner. I 2019/20 steg omsætningen dog med 4,16 %, til lige knap 3,7 milliarder kroner. Til dette hører dog, at opkøbet af Kosmolet A/S, med indregning fra 11. juni 2019, har været med til at øge Matas' omsætning⁸⁰. Matas har selv gjort omsætningen op for de butikker der var ejet i både regnskabsperioden 2018/19 og 2019/20 og sammenlignet omsætningen mellem disse, hvor væksten er på 0,7 %⁸¹.

Med en forholdsvis stabil, men senest stigende omsætning ser det positivt ud. Dog stiger vareforbruget tilsvarende, eller yderligere, i forhold til omsætningen. Fra 2016/17 til 2017/18 faldt omsætningen med 1,31 % mens vareforbruget, til trods for det, steg med 0,87 %. Siden seneste regnskabsår steg omsætningen som sagt med 4,16 %, men vareforbruget steg i samme periode med 4,90 %.

Ovenstående tendens har for analyseperioden gjort, at EBITDA har været faldende gennem det meste af perioden. I det seneste regnskabsår er EBITDA steget med 28,07 %, hvilket dog hører under de nøgletal, som ikke er sammenlignelige på grund af implementeringen af IFRS 16. Inden implementeringen af IFRS 16 blev leasingomkostningerne på de operationelle

⁷⁹ Kilde: Egen tilvirkning

⁸⁰ Matas' årsrapport 2019/20, side 81

⁸¹ Matas' årsrapport 2019/20, side 18

leasingkontrakter posteret på andre eksterne omkostninger, men da leasingkontrakterne nu er indregnet i balancen og derfor afskrives over leasingperioden, påvirkes EBITDA positivt.

Implementeringen af IFRS 16 har øget afskrivningerne med 131,67 %, hvorfor den positive påvirkning af EBITDA ved ikke at postere leasingomkostningerne under de eksterne omkostninger, men i stedet skal afskrive på værdien i balancen, påvirker EBIT negativt. EBIT er derfor i det seneste regnskabsår faldet med 19,38 %, grundet de stigende afskrivninger.

4.3 Managerial balance sheet

Balancen i årsrapporten siger ikke så meget om Matas' finansielle stilling. Derfor flyttes der rundt på nogle konti i balancen fra årsrapporten, som findes i bilag 3, for at danne et Managerial balance sheet. I stedet for at dele balancen op i aktiver og passiver, så er den delt op i investeret kapital og rentebærende gæld samt egenkapital.

Formålet med at danne et Managerial balance sheet, frem for årsrapportens balance, er at det ud fra denne er muligt at beregne diverse nøgletal til yderligere analyse. Den nye balance adskiller sig fra årsrapportens balance ved at den ikke-rentebærende gæld flyttes fra passivsiden over på aktivsiden. På den måde omdannes aktivsiden til "Invested capital" i Managerial balance sheet som består af likvider, anlægsaktiverne, hensættelser og arbejdskapital (WCR). Arbejdskapitalen består af tilgodehavender fra kunder, varelager og forudbetalte omkostninger fratrasket leverandørgæld og anden ikke-rentebærende gæld, hvilken er den kapital der skal til for at generere salg og indtjening ud fra de aktiver Matas er i besiddelse af. Passivsiden i Managerial balance sheet omdannes til "Capital employed" og består af henholdsvis kort- og langfristet rentebærende gæld samt egenkapitalen.

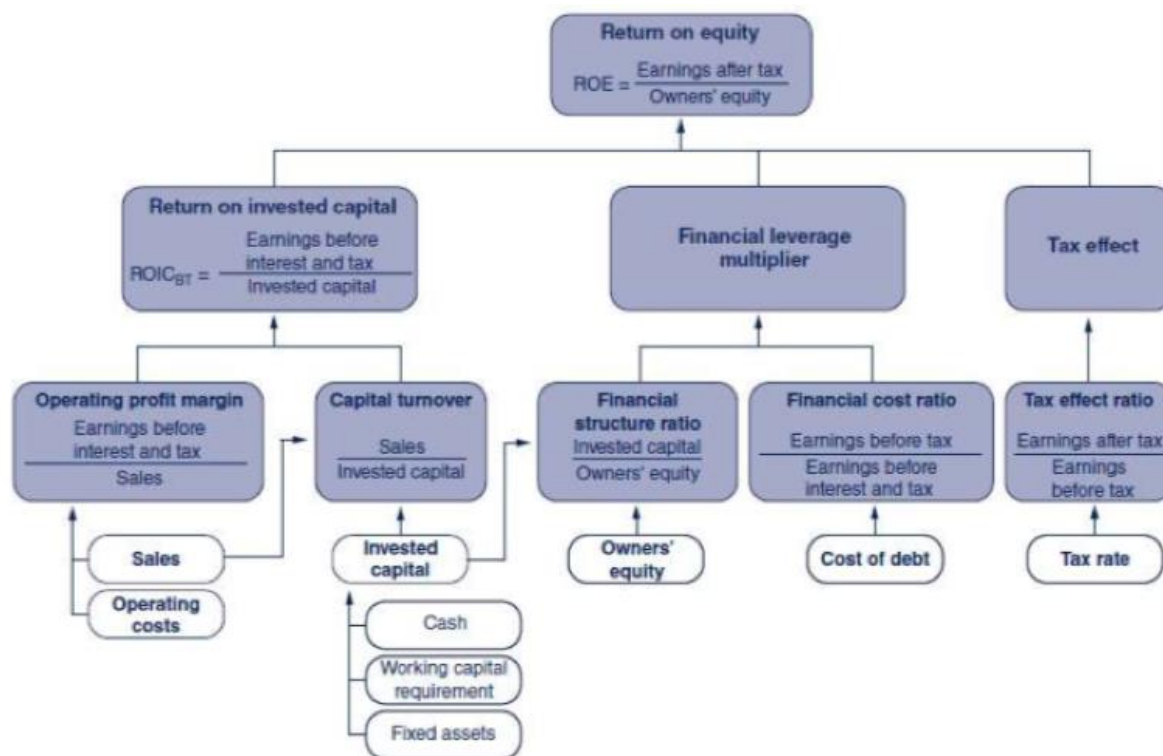
Managerial balance sheet					
mio. kr.	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Likvider	69,9	33,3	86,4	160,9	106,6
Arbejdskapital (WCR)	-172,0	-158,0	-127,3	-60,1	169,9
Anlægsaktiver	4.341,6	4.324,1	4.258,3	4.362,9	5.303,1
Hensættelser	-87,7	-78,6	-38,2	-128,8	-209,4
Invested capital	4.151,8	4.120,8	4.179,2	4.334,9	5.370,2
Kortfristet gæld	-	56,3	-	-	185,6
Langfristet gæld	1.493,5	1.492,0	1.558,3	1.665,0	2.420,6
Egenkapital	2.658,3	2.572,5	2.620,9	2.669,9	2.764,0
Capital employed	4.151,8	4.120,8	4.179,2	4.334,9	5.370,2

Figur 15 Managerial balance sheet⁸²

⁸² Kilde: Egen tilvirkning

4.4 Analyse af nøgletal

Ud fra ovenstående Managerial balance sheet kan der beregnes nødvendige nøgletal til regnskabsanalysen. Nøgletallene og analysen tager udgangspunkt i metoden fra Finance for executives af Hawawini og Viallet⁸³. Metoden er illustreret nedenfor.



Figur 16 Exhibit 6.7 The drivers of Return on Equity⁸⁴

Analysen tager, som sagt udgangspunkt i figur 16, som læses nedefra og op, for til sidst at komme frem til Return on equity. Fælles for hele nøgletalsanalysen er, at der tages udgangspunkt i gennemsnitstal for året, når det gælder balanceposter.

4.4.1 Operating profit margin

Første nøgletal i analysen, er Matas' overskudsgrad (operating profit margin), hvor omsætning og EBIT skal hentes fra figur 14, for at komme frem til denne.

$$\frac{EBIT}{Omsætning} = \text{Operating profit margin (overskudsgrad)}$$

Nedenfor er indsat en tabel med den beregnede overskudsgrad for hele analyseperioden.

⁸³ Hawawini, G. & Viallet, C, 2019, Finance for Executives, Cengage Learning EMEA, United Kingdom, s. 201

⁸⁴ Ibid

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Overskudsgrad	15,0%	13,5%	10,6%	10,3%	7,9%

Figur 17 Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående, er overskudsgraden hos Matas næsten halveret hen over analyseperioden, hvor den startede på 15 % i 2015/16, men i seneste årsrapport var på bare 7,9 %. Som nævnt i kapitel 4.2 Resultatopgørelse og balance, har omsætningen med undtagelse af regnskabsåret 2017/18 været stigende, men da EBIT, som nævnt i samme afsnit, har været faldende, så har Matas ikke formået at skabe bedre indtjening ud fra den øgede omsætning. Faldet i seneste årsregnskab på 2,4 procentpoint skyldes desuden også implementeringen af IFRS 16, hvor afskrivningerne steg markant. Matas opgør dog selv EBIT for regnskabsår 2019/20 før IFRS 16 til 297,4 millioner kr., hvorved overskudsgraden uden implementering af IFRS 16, for seneste regnskabsår kan beregnes til:

$$\frac{297,4 \text{ mio. kr.}}{3.688,5 \text{ mio. kr.}} = 8,1 \%$$

Faldet i overskudsgraden skyldes derfor ikke alene de øgede afskrivninger, men også det øgede vareforbrug.

4.4.2 Capital turnover

Næste nøgletal er Capital turnover, som angiver hvor meget investeret kapital der skal til for at generere omsætning. Derfor skal omsætningen hentes fra resultatopgørelsen og Invested capital fra Managerial balance sheet, som giver følgende formel:

$$\frac{\text{Omsætning}}{\text{Invested capital}} = \text{Capital turnover}$$

Nøgletallet er beregnet for analyseperioden og illustreret herunder.

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Capital turnover	0,82	0,85	0,83	0,83	0,76

Figur 18 Kilde: Egen tilvirkning

Capital turnover angiver hvor meget omsætning der genereres for hver investeret krone. Denne er i analyseperioden faldet fra 0,82 til 0,76 hvilket er et signal for, at den øgede omsætning desuden har krævet yderligere investeret kapital. Igen må det dog nævnes, at også dette nøgletal er påvirket af implementeringen af IFRS 16. Anlægsaktiver, der indgår i invested capital, er forøget betydeligt eftersom de operationelle leasingkontrakter, der tidligere indgik i resultatopgørelsen, nu er med heri. Kigges der igen på beløb uden implementering af IFRS 16, så trækkes 774,1 millioner kr. (leasingaktiver) ud af de materielle

aktiver i balancen. Dette ændrer Invested capital for 2019/20 fra 5.303,1 millioner kroner til 4.529 millioner kroner. Omsætningen er uændret, hvorfor capital turnover for 2019/20 uden implementering af IFRS 16 vil se således ud (gennemsnitstal for 2018/19 og 2019/20):

$$\frac{3.688,5 \text{ mio. kr.}}{\left(\frac{4.529 \text{ mio. kr.} + 4.334,9 \text{ mio. kr.}}{2}\right)} = 0,83$$

Dette vil altså sige, at uden indregning efter IFRS 16, så er capital turnover uændret fra 2018/19 til 2019/20. Derudover vil det også sige, at capital turnover i analyseperioden er gået fra 0,82 til 0,83 hvorfor der er tale om en meget stabil sammenhæng mellem hvor meget investeret kapital, der skal til for at skabe omsætningen.

4.4.3 Financial structure ratio

Financial structure ratio er et nøgletal, som angiver forholdet mellem den investerede kapital og egenkapitalen, hvilket afledt også giver en indikation af hvor stor en andel af den investerede kapital, som er finansieret via fremmedkapital. Formlen for financial structure ratio, samt illustration af dennes udvikling hos Matas gennem analyseperioden, er illustreret herunder.

$$\frac{\text{Invested capital}}{\text{Owner's equity}} = \text{Financial structure ratio}$$

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Financial structure ratio	1,58	1,58	1,60	1,61	1,79

Figur 19 Kilde: Egen tilvirkning

Som det kan ses ovenfor, er financial structure ratio steget en smule gennem analyseperioden, hvor den i seneste regnskabsår er steget fra 1,61 til 1,79. Som nævnt i kapitel 4.4.2 Capital turnover, så er Invested capital påvirket af implementeringen af IFRS 16, hvorfor det vil være relevant at se på financial structure ratio uden påvirkning af IFRS 16, hvis det skal bruges til sammenligning med tidligere regnskabsår. Ved at fjerne påvirkningen af IFRS 16 på samme måde som førnævnte afsnit, og med beregning ud fra gennemsnitstal, så vil financial structure ratio for 2019/20 se således ud:

$$\frac{\left(\frac{4.529 \text{ mio. kr.} + 4.334,9 \text{ mio. kr.}}{2}\right)}{\left(\frac{2.764 \text{ mio. kr.} + 2.669,9 \text{ mio. kr.}}{2}\right)} = 1,63$$

Igen er det tydeligt, at financial structure ratio er betydeligt påvirket af IFRS 16, men også uden implementering af denne, vil financial structure ratio været steget. Det er altså udtryk

for, at den samlede investerede kapital enten er steget mere end egenkapitalen eller, at egenkapitalen er faldet uden ændring af den investerede kapital. I Matas' tilfælde ses det dog af balancen, at egenkapitalen steg fra 2018/19 til 2019/20, hvorfor der både med og uden påvirkning fra IFRS 16 er sket en forøgelse af den samlede investeret kapital, hvilken overstiger væksten i egenkapitalen.

4.4.4 Financial cost ratio

Med financial cost ratio beskrives det, hvor stor en andel af EBIT, der er tilbage når omkostningerne til finansiering er trukket fra. Altså resultat efter renter, men før skat. Både EBIT og EBT findes i kapitel 4.2 Resultatopgørelse og balance, og udviklingen heraf for analyseperioden er illustreret herunder.

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Financial cost ratio	0,93	0,92	0,95	0,94	0,85

Figur 20 Kilde: Egen tilvirkning

Da der er tale om forholdet mellem EBIT og EBT, hvor den eneste forskel er renterne, eller omkostningerne for Matas' gæld, så kan forholdet maksimalt være 1. Matas har holdt financial cost ratio stabil og forbedret dette i analyseperioden frem til 2017/18, hvorefter der skete et minimalt fald, mens der i seneste regnskabsår er sket et markant fald, fra 0,94 til 0,85. Endnu en gang må opmærksomheden henledes på IFRS 16, da der er sket en væsentlig forøgelse af renteomkostningerne efter indregning af renter i forbindelse med leasingforpligtelser, som i 2019/20 udgør 14,7 millioner kroner⁸⁵. Hvis der ses bort fra disse, og dermed bort fra IFRS 16, så ændres EBT til 264,6 millioner kroner, og financial cost ratio for 2019/20 vil i stedet se således ud:

$$\frac{264,6}{292,9} = 0,90$$

Igen må det konstateres, at selv uden indregning efter IFRS 16, er gælden finansieret dyrere end de tidligere regnskabsår i analyseperioden.

4.4.5 Tax effect ratio

Sidst i den nederste kæde af Hawawini og Viallets metode for analyse af nøgletal, er Tax effect ratio, som angiver hvor stor en del af overskuddet efter skat udgør af overskuddet før skat. Trækkes denne fra 100 %, beregnes den effektive skatteprocent for Matas. I Danmark betales der 22 % i selskabsskat, men denne sats er ikke altid lig med den effektive

⁸⁵ Matas' årsrapport 2019/20, side 72

skatteprocent. Derfor er Tax effect ratio for analyseperioden beregnet via nedenstående formel og illustreret for hele perioden herunder.

$$\frac{EAT}{EBT} = Tax\ effect\ ratio$$

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Tax effect ratio	0,76	0,78	0,80	0,77	0,77

Figur 21 Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tax effect ratio angiver dermed, at den effektive skatteprocent for Matas i analyseperioden har udgjort mellem 20 og 24 %.

4.4.6 Return on invested capital

Næste niveau i figur 16 starter med Return on invested capital, før skat ($ROIC_{bt}$). Denne tager udgangspunkt i tidligere analyserede Operating profit margin multipliceret med Capital turnover, hvilket fremkommer som nedenstående.

$$\frac{EBIT}{Omsætning} * \frac{Omsætning}{Investeret\ kapital} = \frac{EBIT}{Investeret\ kapital} = ROIC_{bt}$$

Som det ses af ovenstående, udligner omsætningen sig selv i henholdsvis Operating profit margin og Capital turnover. Dermed er $ROIC_{bt}$ altså lig med EBIT delt med Investeret kapital. Udviklingen i analyseperioden for $ROIC_{bt}$ er illustreret herunder.

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
$ROIC_{bt}$	12,23%	11,49%	8,89%	8,53%	6,04%

Figur 22 Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 22 er $ROIC_{bt}$ mere end halveret gennem analyseperioden.

Udviklingen for de to seneste regnskabsår er et fald på 2,49 procentpoint. Endnu engang må der henledes til effekten af implementeringen af IFRS 16, da dette som tidligere nævnt har haft positiv påvirkning af EBITDA, men væsentlig negativ påvirkning af EBIT. Men allerede inden implementeringen af IFRS 16 er der gennem analyseperioden sket en konstant negativ udvikling, hvilket er et udtryk for, at Matas gennem perioden ikke er lykkedes med at opretholde eller øge afkastet af den samlede investerede kapital.

4.4.7 Financial leverage multiplier

Næste nøgletal i ovenstående niveau er Financial leverage multiplier, som angiver effekten af Matas' forhold mellem egenkapital og fremmedkapital ganget op med EBT over EBIT, hvortil formelen og udviklingen gennem analyseperioden er illustreret herunder.

$$\frac{\text{Invested capital}}{\text{Egenkapital}} * \frac{\text{EAT}}{\text{EBT}} = \text{Financial leverage multiplier}$$

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Financial leverage multiplier	1,47	1,45	1,51	1,51	1,52

Figur 23 Kilde: Egen tilvirkning

Udviklingen gennem analyseperioden er gået fra 1,47 til 1,52 hvilket skyldes den markante stigning i Financial structure ratio, som er gået fra 1,58 til 1,79 gennem analyseperioden. Dette var som sagt et udtryk for, at den samlede investerede kapital udgjorde væsentlig mere end egenkapitalen i slutningen af analyseperioden. Dette var også et udtryk for øgede renteomkostninger gennem analyseperioden, som blev fundet via Financial cost ratio. Når udviklingen i disse ganges op når man frem til Financial leverage multiplier, eller Matas' gearing. Denne øgede gearing er altså et udtryk for større gæld.

Da både Financial cost ratio og Financial structure ratio var påvirket af implementeringen af IFRS 16, hvilken uden IFRS 16 var på henholdsvis 0,90 og 1,63 har dette også påvirkning på Financial leverage multiplier, hvorfor det ligeledes vil være relevant at se på denne uden påvirkning af IFRS 16. Dette kan beregnes som nedenfor.

$$\text{Financial structure ratio} * \text{Financial cost ratio} = 1,63 * 0,90 = 1,47$$

Igen er det tydeligt, at den samlede øgede investerede kapital grundet IFRS 16 har en betydelig indvirkning på nøgletallene.

4.4.8 Return on equity

Øverste niveau i Hawawini og Viallets analyse af nøgletallene er Return on equity. Denne er et udtryk for andelen af resultat efter skat i forhold til egenkapitalen, eller et produkt af niveauet derunder i førnævnte model.

$$ROIC_{bt} * \text{Financial leverage multiplier} * (1 - \text{Tax effect ratio}) = \text{Return on equity}$$

Matas' udvikling af return on equity er illustreret herunder.

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Return on equity	13,75%	12,95%	10,79%	9,95%	7,04%

Figur 24 Kilde: Egen tilvirkning

Overskuddet efter skat er gennem analyseperioden faldet mens egenkapitalen er steget. Dette har negativ påvirkning på return on equity, hvorfor denne gennem analyseperioden er faldet fra 13,75 % til 7,04 %. Dermed forrentes ejernes investering altså med næsten det halve i

seneste regnskabsår i forhold til første regnskabsår i analyseperioden. Det er op til den enkelte at vurdere investeringen i forhold til tilsvarende investeringer af sine penge. Isoleret set kan en forrentning af investeringen på 7,04 % være fornuftig, men udviklingen gennem analyseperioden signalerer en negativ tendens.

4.4.9 Delkonklusion

Et samlet overblik over de analyserede nøgletal fremgår af figur 25 nedenfor.

	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
Overskudsgrad	15,0%	13,5%	10,6%	10,3%	7,9%
Capital turnover	0,82	0,85	0,83	0,83	0,76
Financial structure ratio	1,58	1,58	1,60	1,61	1,79
Financial cost ratio	0,93	0,92	0,95	0,94	0,85
Tax effect ratio	76,40%	77,61%	80,27%	76,95%	76,51%
ROIC _{net}	12,23%	11,49%	8,89%	8,53%	6,04%
Financial leverage multiplier	1,47	1,45	1,51	1,51	1,52
Return on equity	13,75%	12,95%	10,79%	9,95%	7,04%

Figur 25 Kilde: Egen tilvirkning

Fælles for nøgletallene af ovenstående analyse er en negativ udvikling. Så på trods af en stigende omsætning er det altså ikke lykkedes Matas at øge resultatet på dette. Kan Matas derfor fastholde den øgede omsætning, så bør der fremover være større fokus på nedbringelse af omkostningerne. Det skal dog siges, at der med Matas' vækststrategi fra 2018 er sket store investeringer. Når der investeres i nyt, må der også forventes en indkøringsperiode, hvorfor den negative tendens potentielt, til dels, kan skyldes denne indkøring.

Implementeringen af IFRS 16 har på nøgletallene også haft effekt. Der er dog i analysen taget højde for dette i nøgletal vedrørende balancen, hvilket ikke har ændret på det samlede billede af udviklingen på nøgletallene. Derfor er konklusionen altså fortsat at der er en negativ tendens i Matas' regnskaber.

For at besvare underspørgsmålet i problemformuleringen om Matas' økonomiske udvikling gennem de seneste år, er det altså en negativ tendens og finansiell udvikling, hvilken der bør være stærkt fokus på i de kommende regnskabsår.

5. Budgettering

For besvarelse af næste underspørgsmål i 1.3 Problemformulering ”Hvordan kan Matas’ værdi beregnes?” skal der udarbejdes et budget for Matas’ kommende periode. Budgettet vil udarbejdes for de næstkommende 10 regnskabsår, og da der endnu ikke er offentliggjort årsrapport for regnskabsåret 2020/21 vil der ligeledes udarbejdes budget for dette. Derfor vil budgetperioden være fra 2020/21 til og med 2029/30.

For at udarbejde et kvalificeret budget tages der udgangspunkt i foregående strategiske analyse, for at danne et billede af den kommende periode, sammen med regnskabsanalysen for at se bagudrettet, og på den måde give det bedste bud på de kommende regnskabsårs udvikling.

I bilag 4 findes resultatbudgettet for ovennævnte periode. Der vil i de kommende underafsnit blive givet en uddybende begrundelse for tallene i budgetterne. Derefter gennemgås balancebudgettet, som grundet afhandlingens omfang ikke medtager alle balanceposter.

5.1 Omsætning

I figur 26 er den forventede procentuelle udvikling af den samlede omsætning illustreret.

DKK mio.	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Omsætning	3.688,5	4.112,7	4.277,2	4.405,5	4.515,6	4.628,5	4.721,1	4.815,5	4.902,2	4.985,5	5.065,3	5.143,8
Udvikling		11,5%	4,0%	3,0%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%

Figur 26 Budget for udvikling i omsætningen⁸⁶

Omsætningen for 2019/20 er den faktiske omsætning for dette regnskabsår, mens den procentuelle stigning på 11,5 % i årsregnskabet for 2020/21 er et estimat ud fra Matas’ seneste delårsrapport, som dækker perioden 1. april til 31. december 2020, hvor omsætningen er steget 11,2 %. Matas har som tidligere nævnt oplevet stigende omsætning de seneste år, hvilken jf. seneste delårsrapport er steget væsentligt igen⁸⁷. Onlinesalget er i de første ni måneder steget med 100 % i forhold til året før, mens salget i de fysiske butikker er faldet med 1,9 %⁸⁸. Matas begrundet selv denne udvikling med Corona-pandemiens påvirkning af salget. Onlinesalget udgjorde i de første tre kvartaler af regnskabsåret 24,1 % af den samlede omsætning mod 13,4 % året før.

Det er i skrivende stund uvist, hvornår der åbnes yderligere op for restriktionerne i forhold til Corona-pandemien. Den budgetterede udvikling for 2020/21 kan ikke forventes at fortsætte i

⁸⁶ Kilde: Egen tilvirkning

⁸⁷ Matas delårsrapport – 9M 2020/21

⁸⁸ Ibid

samme tempo. Dog forventes der en fortsat stigning i omsætningen, da Matas også selv har formået at øge omsætningen inden Corona-pandemien. Da det desuden ikke forventes at samtlige restriktioner fjernes foreløbig og med Matas' opkøb af flere online shops, så forventes en væsentlig stigning i omsætningen at ske over de næste år, hvorefter udviklingen ikke længere er så markant.

Matas har en strategisk ambition om at nå en omsætning på 4 milliarder i regnskabsåret 2022/23⁸⁹, hvilken de dog ser ud til at realisere allerede i regnskabsåret 2020/21.

5.2 Vareforbrug

Figur 27 illustrerer den budgetterede udvikling i vareforbruget.

DKK mio.	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Vareforbrug	2.048,1	2.293,9	2.443,0	2.545,6	2.621,9	2.684,9	2.735,9	2.785,1	2.835,3	2.883,5	2.929,6	2.973,5
Udvikling		12,0%	6,5%	4,2%	3,0%	2,4%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%

Figur 27 Budget for udvikling i vareforbrug⁹⁰

Det budgetterede vareforbrug for 2020/21 er ligeledes en fremskrivning af vareforbruget ud fra de første ni måneder af regnskabsåret, hvor årsrapporten endnu ikke er offentliggjort. Udviklingen er magen til den udvikling der ses i regnskabsanalysen, hvor vareforbruget ligeledes steg mere end omsætningen. Denne tendens fortsætter dermed, men i dette budget antages denne tendens at vende efter regnskabsåret 2022/23, hvor strategien med større investeringer afsluttes. Med den udvikling der er set på vareforbruget de seneste år, antages det at man efter den nuværende strategis udløb vil kigge på omkostningerne, for at minimere disse. Matas begrundes dog også selv noget af den stigende omsætning og faldende indtjening med salget af mundbind, efter Corona-pandemien, hvor det er valgt at sælge disse med absolut minimal indtjening⁹¹.

5.3 Andre eksterne- og personaleomkostninger

Der er på samme måde illustreret udviklingen i både andre eksterne- og personaleomkostningerne i figur 28 nedenfor.

⁸⁹ Matas årsrapport 2019/20, side 10

⁹⁰ Kilde: Egen tilvirkning

⁹¹ Matas delårsrapport – 9M 2020/21

DKK mio.	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Andre eksterne omk.	222,2	280,0	305,2	320,4	330,0	339,6	349,5	358,2	366,4	373,8	379,7	385,4
Udvikling		26,0%	9,0%	5,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,5%	2,3%	2,0%	1,6%	1,5%
Personaleomk.	739,8	758,3	775,0	790,5	806,3	822,4	838,9	855,6	872,8	890,2	908,0	926,2
Udvikling		2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Figur 28 Budget for udvikling i omkostninger⁹²

Andre eksterne omkostninger faldt i regnskabsåret 2019/20 markant, fordi der herfra indregnes leasingkontrakter efter IFRS 16 og leasingydelseerne dermed ikke længere indgik heri. Som det ses ovenfor budgetteres der dog med en stor stigning i de andre eksterne omkostninger igen. Dette ligeledes budgetteres ud fra delårsrapporten for de første ni måneder af regnskabsår 2020/21. Matas begrundet selv de stigende omkostninger med det øgede onlinesalg⁹³, hvorved fragt- og logistikomkostninger udgør en del af disse omkostninger. Dette er også samme tendens, som blev set i kapitel 4. Regnskabsanalyse. Budgettet for de næstkommende år er derfor på Andre eksterne omkostninger ligeledes sat til at stige frem mod den nuværende strategis afslutning i 2022/23. Derefter må det forventes, at der ikke længere sker større investeringer, som kræver tilpasning hos Matas. Der er dog budgetteret en væsentlig stigning frem til 2022/23, hvorefter der formentlig fortsat vil være noget tilpasning af processer og lignende, grundet investeringerne. Men der bør derefter kunne tilpasses for at mindske de eksterne omkostninger og dermed skabe øget indtjening.

Personaleomkostningerne har været forholdsvis stabile gennem de senere år og det forventes ikke at der sker større udsving på disse.

5.4 EBITDA og EBIT

Udviklingen i de budgetterede omkostninger ovenfor afspejles i EBITDA og EBIT. Disses udvikling er illustreret herunder.

DKK mio.	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
EBITDA	678,4	780,5	754,1	749,0	757,4	781,6	796,9	816,6	827,8	838,1	848,0	858,7
EBITDA-margin	18,39%	18,98%	17,63%	17,00%	16,77%	16,89%	16,88%	16,96%	16,89%	16,81%	16,74%	16,69%
Afskrivninger	385,5	416,3	449,6	485,6	505,0	520,2	530,6	541,2	552,0	563,1	574,3	585,8
Udvikling		8,0%	8,0%	8,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	292,9	364,2	304,4	263,4	252,3	261,4	266,3	275,3	275,7	275,0	273,6	272,8
EBIT-margin	7,94%	8,86%	7,12%	5,98%	5,59%	5,65%	5,64%	5,72%	5,62%	5,52%	5,40%	5,30%

Figur 29 Budget for EBITDA, afskrivninger og EBIT⁹⁴

EBITDA blev positivt påvirket af implementeringen af IFRS 16 i seneste årsrapport. Dette ændrede Matas' mål for EBITDA fra 14 til 18 %, hvilket allerede lykkedes i seneste

⁹² Kilde: Egen tilvirkning

⁹³ Matas delårsrapport – 9M 2020/21

⁹⁴ Kilde: Egen tilvirkning

regnskabsår. Dette har ikke yderligere justeret på målet for EBITDA, hvilket forbliver på over 18 % frem mod 2022/23⁹⁵. Budgettet i figur 29 viser en stabil EBITDA gennem budgetperioden, som dog er faldende mod de sidste år og ikke kan opretholdes på de 18 %, hvorfor der skal være særligt fokus på omkostningerne her, hvis ikke man formår at øge omsætningen yderligere end det budgetterede.

Afskrivningerne blev som tidligere nævnt også påvirket af IFRS 16, da disse efterfølgende indeholder afskrivninger på leasingkontrakter. Dog var afskrivningerne i regnskabsanalysens analyseperiode stigende, også før implementering af IFRS 16. Med den nuværende strategi om øgede investeringer, så forventes afskrivningerne derfor også at stige væsentligt de kommende år, men de forventes dog ikke at stige markant efter udløb af den nuværende strategi.

I takt med de øgede afskrivninger påvirkes EBIT. EBIT-margin forventes nogenlunde stabil, men på samme måde som tidligere nævnt, bør der være særligt fokus på omkostningerne, især mod slutningen af budgetperioden, hvis ikke det formås at øge omsætningen mere end vareforbruget eller omkostningerne.

5.5 Rente og skattesatser

Finansielle indtægter og omkostninger er budgetteret med en vækst i indtægterne på 0,2 %. De finansielle omkostninger er sat til at stige med tre procent frem til afslutningen af den nuværende strategi, hvor der sker flere investeringer, hvilket forventes at påvirke de finansielle omkostninger.

Ud fra delårsrapporten for regnskabsår 2020/21 er det dog oplyst, at der i dette regnskabsår er modtaget en stor tilbagebetaling fra skattemyndighederne vedrørende et fejlagtigt opkrævet rentebeløb i forbindelse med skattesagen om kildeskat fra 2013⁹⁶. Dette er årsagen til de højt budgetterede finansielle indtægter for 2020/21, hvilke dog ikke forventes at ske igen, hvorfor de forventes at falde til de gennem regnskabsanalysen gennemsnitlige 200.000 kr., med ovennævnte stigning på 0,2 % årligt.

Budgetteringen af den effektive skatteprocent er foretaget ud fra gennemsnittet af den effektive skattesats i regnskabsanalysens periode, hvilken var på 22,5 %. Dette ligger tæt op ad den officielle selskabsskatteprocent på 22 %, hvorfor de 22,5 % anses som retvisende.

⁹⁵ Matas årsrapport 2019/20, side 10

⁹⁶ Matas delårsrapport – 9M 2020/21, side 10

5.6 Pengebinding

Til brug i den senere værdiansættelse skal der også bruges budget for nogle poster i balancen. Ud fra afhandlingens afgrænsning gennemgås hele den budgetterede balance dog ikke, hvorfor kun udvalgte konti til brug i værdiansættelsen vil blive gennemgået herunder. Især arbejdskapitalen (WCR) er relevant i værdiansættelsen, men da denne er svær at budgettere direkte, er det relevant at se på henholdsvis varelagerets omsætningshastighed, samt debitor- og kreditordage. Disse gennemgås derfor her i afsnittet om pengebindinger, som bidrager til den endelige budgettering af arbejdskapitalen.

5.6.1 Varelagerets omsætningshastighed

En af pengebindingerne for Matas er især varebeholdningen. For at nå frem til et kvalificeret bud på Matas' budgetterede varebeholdning, er det relevant at se på varelagerets omsætningshastighed i analyseperioden, fra regnskabsanalysen, og et estimat på dennes udvikling. Varelagerets omsætningshastighed i henholdsvis regnskabsanalyse- og budgetperioden er illustreret nedenfor.

Varelagerets oms.hast.	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Vareforbrug	1.821,6	1.899,0	1.915,5	1.952,5	2.048,1	2.293,9	2.443,0	2.545,6	2.621,9	2.684,9	2.735,9	2.785,1	2.835,3	2.883,5	2.929,6	2.973,5
Varebeholdning ultimo	662,8	693,2	749,0	785,5	962,6	906,7	965,6	1.006,2	1.036,3	1.061,2	1.081,4	1.100,8	1.120,7	1.139,7	1.157,9	1.175,3
Varelagerets oms.hast.	2,75	2,74	2,56	2,49	2,13	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53	2,53

Figur 30 Varelagerets omsætningshastighed⁹⁷

Som det ses af ovenstående, så er varelagerets omsætningshastighed faldet fra 2015/16 frem mod 2019/20, hvor der i seneste regnskabsår er sket et stort fald fra 2,49 til 2,13 gange årligt. Det signalerer en tendens til stigende lagre, men da der er sket opkøb af konkurrenter i regnskabsåret, hvor der ligeledes er overtaget lagre, så vælges det at budgettere med den for de seneste fem års gennemsnitlige omsætningshastighed for den budgetterede periode. Derfor er varelagerets omsætningshastighed for budgetperioden sat til 2,53 gange om året, hvilket resulterer i en varebeholdning i 2029/30 på 1.175,3 millioner kr.

5.6.2 Debitordage

Dernæst er det også relevant at se på debitor dage, altså hvor mange dage der gennemsnitligt går fra et salg til indbetaling af pengene. Disse tager ligeledes udgangspunkt i oplysningerne fra analyseperioden i regnskabsanalysen, som overføres til budgetperioden. Udviklingen og de budgetterede debitor dage er illustreret i figur 31.

⁹⁷ Kilde: Egen tilvirkning

Debitordage	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Tilgodehav. fra salg ult.	29,5	20,7	7,1	11,4	14,7	16,9	17,6	18,1	18,6	19,0	19,4	19,8	20,1	20,5	20,8	21,1
Gns. dagligt salg	9,4	9,6	9,5	9,7	10,1	11,3	11,7	12,1	12,4	12,7	12,9	13,2	13,4	13,7	13,9	14,1
Debitordage	3,1	2,2	0,7	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

Figur 31 Debitordage⁹⁸

Som det ses af ovenstående, så har debitordagene flyttet sig markant gennem regnskabsanalysens periode, hvor den er faldet fra 3,1 til 1,5 og dermed halveret. Den var desuden i 2017/18 under én, men er steget lidt igen. Gennemsnittet for antal debitordage i analyseperioden var 1,7 dage, men med de tre seneste års tendens og viden om seneste års opkøb af konkurrenter og dermed tilpasning, så sættes antallet af debitordage i budgetperioden til 1,5 dage. Set i lyset af Matas' fysiske butikker med primært kontante betalinger, så forventes det muligt at kunne nå dette.

5.6.3 Kreditordage

På samme måde som med debitordagene er det relevant at se på kreditordagene, som er antallet af dage fra Matas' indkøb til betaling af disse. Nedenfor er udviklingen gennem analyseperioden samt budgetperioden illustreret.

Kreditordage	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Varekreditorer ultimo	584,2	587,9	579,4	638,3	586,7	674,4	754,0	779,4	799,3	816,6	830,6	845,2	860,4	874,7	888,4	901,4
Dagligt indkøb	5,0	5,3	5,4	5,4	6,1	6,1	6,9	7,1	7,3	7,4	7,6	7,7	7,8	8,0	8,1	8,2
Kreditordage	117,01	111,22	107,28	117,13	96,24	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00

Figur 32 Kreditordage⁹⁹

Det daglige indkøb er fundet ved årets vareforbrug lagt sammen med varebeholdning ultimo fratrullet varebeholdning primo og sidst divideret med 365 dage. Som det ses af ovenstående, er kreditordagene forholdsvis stabile gennem analyseperioden, dog med et fald det seneste regnskabsår. Endnu en gang antages denne ændring opkøbene af konkurrenter, hvilken kræver tilpasning og betyder nye leverandører. Derfor er gennemsnittet for analyseperioden brugt, altså 110 dage. Det forventes at Matas forhandler indkøbsaftaler med eventuelt nye leverandører og på den måde får kreditordagene op igen.

5.6.4 Forudbetalinger fra kunder

Som skyldig post i pengebindinger er også forudbetaling fra kunder. Da det er usikkert hvordan disse vil udvikle sig, er der ligeledes set på forudbetalinger i regnskabsanalysens periode. Disse, samt de budgetterede forudbetalinger, er derfor illustreret herunder.

⁹⁸ Kilde: Egen tilvirkning

⁹⁹ Kilde: Egen tilvirkning

Forudbetalinger	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Omsætning	3.426,1	3.510,8	3.464,8	3.541,3	3.688,5	4.112,7	4.277,2	4.405,5	4.515,6	4.628,5	4.721,1	4.815,5	4.902,2	4.985,5	5.065,3	5.143,8
Forudbetaling fra kunder	149,8	156,5	160,2	156,0	158,9	182,2	189,5	195,2	200,0	205,0	209,1	213,3	217,2	220,9	224,4	227,9
Andel forudbetalt	4,37%	4,46%	4,62%	4,41%	4,31%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%

Figur 33 Forudbetalinger fra kunder¹⁰⁰

Da det som tidligere nævnt er svært at budgettere med forudbetalinger fra kunder, er det valgt at gå videre med den gennemsnitlige andel af omsætningen, der har været forudbetalt for de seneste fem regnskabsår. Dette giver en gennemsnitlig andel på 4,43 % af den samlede omsætning, som er forudbetalt, hvilket med en forventet stigende omsætning giver en forudbetaling fra kunder i 2029/30 på 224,4 millioner kr.

5.6.5 Øvrige poster

Til beregning af arbejdskapitalen skal desuden bruges henholdsvis Andre tilgodehavender, periodeafgrænsningsposter og anden gæld. Da disse er svære at budgettere, er der ukritisk budgetteret med en udvikling på 3 %. Dog er Andre tilgodehavender justeret i forhold til regnskabsårene 2018/19 og 2019/20, hvor der er indregnet et tilgodehavende fra sagen om kildeskat med skattemyndighederne. Denne udgør i Andre tilgodehavender, for begge år, 79,6 millioner kr., hvilke er taget ud heraf for at budgettere med 3 % i budgetperioden. Da det er svært at forudsige, hvornår der falder dom i sagen, så er svært at sige hvornår tilgodehavendet vil blive udbetalt og holdes derfor ude af budgetperioden.

5.7 Arbejdskapital

Ud fra ovenstående underafsnit er det altså muligt at budgettere arbejdskapitalen for budgetperioden. Denne er derfor illustreret nedenfor.

Arbejdskapital (WCR) mio. kr.	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Varebeholdninger	662,8	693,2	749,0	785,5	962,6	906,7	965,6	1.006,2	1.036,3	1.061,2	1.081,4	1.100,8	1.120,7	1.139,7	1.157,9	1.175,3
Tilgodehavender fra salg	29,5	20,7	7,1	11,4	14,7	16,9	17,6	18,1	18,6	19,0	19,4	19,8	20,1	20,5	20,8	21,1
Andre tilgodehavender	4,5	11,4	6,7	90,1	87,4	8,0	8,3	8,5	8,8	9,0	9,3	9,6	9,9	10,2	10,5	10,8
Periodeafgrænsningsposter	23,7	16,9	22,9	32,2	30,9	31,8	32,8	33,8	34,8	35,8	36,9	38,0	39,1	40,3	41,5	42,8
Forudbetaling fra kunder	149,8	156,5	160,2	156,0	158,9	182,2	189,5	195,2	200,0	205,0	209,1	213,3	217,2	220,9	224,4	227,9
Leverandørgæld	584,2	587,9	579,4	638,3	586,7	674,4	754,0	779,4	799,3	816,6	830,6	845,2	860,4	874,7	888,4	901,4
Anden gæld	158,5	155,8	173,4	185,0	180,1	185,5	191,07	196,8	202,7	208,79	215,05	221,5	228,15	234,99	242,04	249,3
Arbejdskapital	-172,0	-158,0	-127,3	-60,1	169,9	-78,7	-110,3	-104,8	-103,6	-105,4	-107,8	-111,8	-115,9	-119,9	-124,1	-128,5

Figur 34 Arbejdskapital¹⁰¹

Som det ses ovenfor, er arbejdskapitalen stigende gennem perioden for regnskabsanalysen og stiger meget i de seneste regnskabsår, hvilket skyldes væksten i varebeholdninger og sagen med skattemyndighederne om tilgodehavendet. Arbejdskapitalen for budgetperioden ligger dernæst på et forholdsvis stabilt niveau på lidt over 100 millioner kroner i negativ værdi.

¹⁰⁰ Kilde: Egen tilvirkning

¹⁰¹ Kilde: Egen tilvirkning

5.8 Investeringer

Der blev, som tidligere nævnt, implementeret en ny strategi i 2018, hvor der blev afsat 600 millioner kroner til nye investeringer. Der er allerede sket en række investeringer i den forløbne periode af strategien. Derfor er der i budgettet afsat 200 millioner kr. til investeringer i immaterielle anlægsaktiver for 2020/21 og 150 millioner kroner i 2021/22. Det betyder også, at de 600 millioner kroner, der blev afsat som en del af strategien er brugt op. Der forventes dog fortsat, at der vil ske investeringer efter strategiens udløb, hvorfor der i budgetperiodens resterende tid er afsat 50 millioner kroner årligt, til investeringer i immaterielle anlægsaktiver.

På de materielle anlægsaktiver har der ikke været samme aktivitet på investeringerne, hvorfor disse heller ikke budgetteres med en større stigning. Her budgetteres for de næste tre regnskabsår med investeringer på henholdsvis 60, 50 og 40 millioner kroner, hvorefter der for resten af budgetperioden er budgetteret med 30 millioner kroner årligt, til investeringer i materielle anlægsaktiver. I disse investeringer ses der bort fra leasingkontrakterne, da disse nu indregnes i balancen, men ikke anses som en investering i cash flowet. Af- og nedskrivninger er budgetteret ud fra de foregående års beløb og andel af aktiverne. Derfor er af- og nedskrivningerne sat til 2,7 % i de immaterielle anlægsaktiver og 11 % i materielle anlægsaktiver. Årsagen til den lave afskrivningsprocent på de immaterielle anlægsaktiver er, at goodwill er den væsentligste andel af disse, hvilken ikke afskrives. Dog er af- og nedskrivning sat lig med hinanden i terminalperioden.

Immaterielle anlægsaktiver	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Primo	4.959,0	4.167,8	4.149,4	4.082,3	4.168,0	4.256,9	4.342,0	4.374,7	4.306,6	4.240,3	4.175,8	4.113,1	4.052,0	3.992,6	3.934,8	3.878,6
Investering	25,2	83,9	48,2	207,8	197,3	200,0	150,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Af- og nedskrivninger	0,5	102,3	115,3	122,1	108,4	114,9	117,2	118,1	116,3	114,5	112,7	111,1	109,4	107,8	106,2	50,0
Ultimo	4.983,7	4.149,4	4.082,3	4.168,0	4.256,9	4.342,0	4.374,7	4.306,6	4.240,3	4.175,8	4.113,1	4.052,0	3.992,6	3.934,8	3.878,6	3.878,6

Materielle anlægsaktiver	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Primo	165,5	173,8	174,7	176,0	194,9	272,1	302,2	318,9	323,8	318,2	313,2	308,8	304,8	301,3	298,1	295,3
Investering	15,3	36,7	24,4	48,1	71,9	60,0	50,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Af- og nedskrivninger	7,0	35,8	23,1	29,2	-5,3	29,9	33,2	35,1	35,6	35,0	34,5	34,0	33,5	33,1	32,8	30,0
Ultimo	173,8	174,7	176,0	194,9	272,1	302,2	318,9	323,8	318,2	313,2	308,8	304,8	301,3	298,1	295,3	295,3

Figur 35 Investeringer¹⁰²

5.9 Delkonklusion

Alene ud fra kapitel 5. Budgettering er det endnu ikke muligt at besvare underspørgsmålet fra problemformuleringen om hvordan Matas' værdi kan beregnes. Kapitlet lægger dog til grund for næste kapitel, hvor værdiansættelsen af Matas vil ske.

¹⁰² Kilde: Egen tilvirkning

6. Værdiansættelse

Ud fra henholdsvis den strategiske analyse, regnskabsanalysen og budgetteringen er det muligt at foretage værdiansættelsen af Matas. Det betyder også, at det efter dette kapitel er muligt at besvare problemformuleringens underspørgsmål tre og fire, samt det overordnede spørgsmål i problemformuleringen. For at besvare hvorledes Matas' værdi kan beregnes, vil forskellige værdiansættelsesmetoder, samt valg heraf, blive gennemgået. Dernæst vil den valgte metode blive brugt til at beregne den konkrete værdi af Matas.

6.1 Værdiansættelsesmetoder

Da der findes flere metoder til at værdiansætte Matas, vil disse herunder blive gennemgået. Hver metode har sine fordele og ulemper, hvilke vil ligge til grund for det endelige valg af metode.

6.1.1 Discounted cash flow (DCF-modellen)

Den første model til værdiansættelse er discounted cash flow, eller DCF-modellen. Modellen tager udgangspunkt i førnævnte budget og tilbagediskonterer det fremtidige cash flow, for at kunne beregne nutidsværdien af cash flowet. Tilbagediskonteringen skal ske med en rente, der svarer til risikoen ved de fremtidige pengestrømme, svarende til det afkastkrav ejerne har til investeringen i Matas. Denne metode kræver et indgående kendskab, eller analyse, af selskabet i forhold til andre modeller.

6.1.2 Værdiansættelse med multipel-metoden

En anden model til værdiansættelser er multipel-metoden. Dette er en simplere metode, da man i denne skal finde sammenlignelige virksomheder, hvilke dog skal være noteret på børsen. Dernæst skal den sammenlignede virksomhed operere i samme branche og have lignende aktiver samt omkostningsstruktur. Når sammenligningsgrundlaget er på plads, findes en markedsmultipel for de sammenlignelige virksomheder.

Når dette er sket, findes der flere metoder til selve værdiansættelsen, herunder price-to-earnings (P/E), price-to-book-value (P/B) og enterprise value til EBITDA multipel. Ud fra henholdsvis P/E og P/B bruges aktieprisen, som divideres med resultat efter skat eller bogførte værdi af egenkapitalen. Med disse kommer man frem til en multipel hos de sammenlignelige virksomheder, som kan ganges på enten den bogførte værdi (P/B) eller resultat efter skat, hos den virksomhed der ønskes værdiansat.

6.2 Værdiansættelse af Matas med DCF-metoden

Grundet afhandlingens omfang beskrives metoderne ikke yderligere, men der vælges at benytte DCF-modellen. Til dette er der i denne afhandling foretaget en strategisk analyse af Matas, samt sket en regnskabsanalyse og dernæst en budgettering for de næstkommende 10 år. Dette danner grundlag for det nødvendige kendskab til et selskab, for brug af denne model. Som tidligere nævnt er tilbagediskonteringsfaktoren (WACC) en rente, der svarer til risikoen ved de fremtidige pengestrømme. Til brug for værdiansættelsen vil der herunder blive gennemgået henholdsvis WACC, det frie cash flow og en terminalværdi, der alle leder op til at kunne foretage en værdiansættelse af Matas.

6.2.1 Weighted average cost of capital (WACC)

Ved valg DCF-metoden skal Matas' kapitalomkostninger (WACC) bruges. Denne skal bruges til at tilbagediskontere de fremtidige cash flows til nutidsværdien af disse. WACC er ikke en parameter der er givet, men skal i stedet beregnes. Der er flere flows i dette, som vil blive gennemgået herunder. Den samlede formel for WACC ser således ud:

$$WACC = k_D(1 - T_C) \frac{D}{E + D} + k_E \frac{E}{E + D}^{103}$$

Til ovenstående skal det siges, at k_D er lig med omkostningerne ved gælden i Matas. Næste led er k_E , som er lig med omkostningerne ved egenkapitalen. T_C er den effektive skatteprocent, der som tidligere nævnt er sat til 22,5 %. De to brøker angiver henholdsvis gælden og egenkapitalens andel af den samlede gæld i Matas. Da omkostningerne ved både egenkapitalen og gælden ikke er kendt skal disse beregnes, hvilket er uddybet herunder.

6.2.1.1 Omkostninger ved finansiering gennem egenkapitalen

For at finde frem til omkostningerne ved finansiering gennem egenkapitalen (k_E), som skal bruges til at finde WACC, har denne sin egen formel:

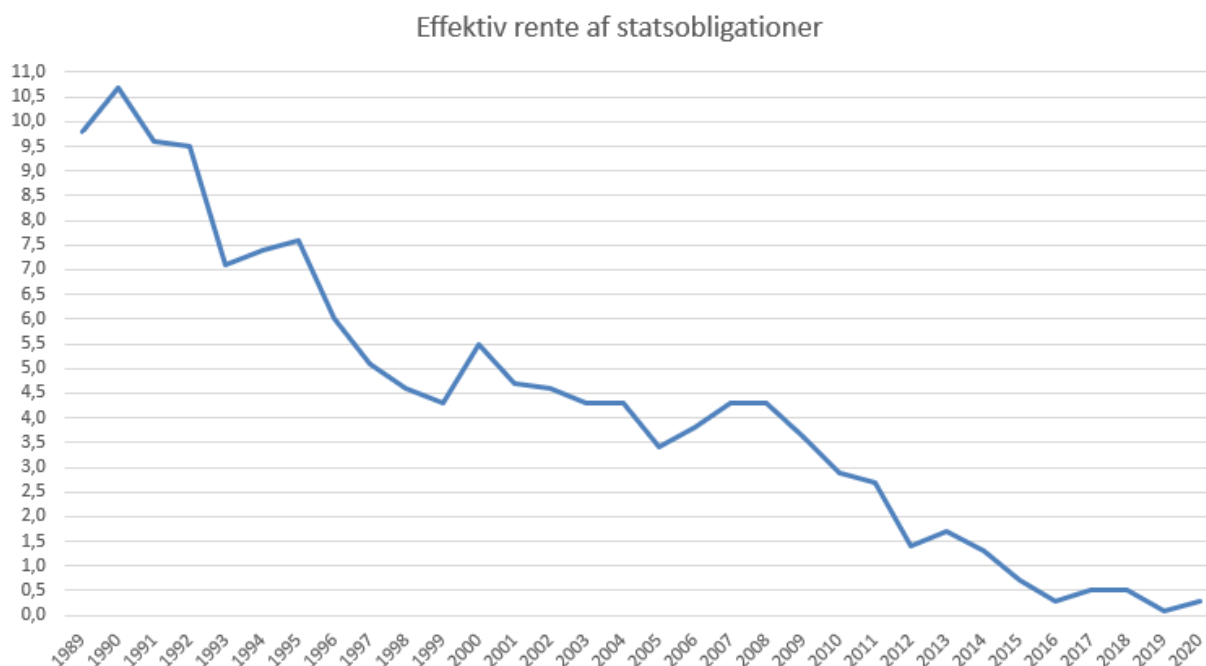
$$k_E = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_E^{104}$$

Ovenstående symboler kan forklares sådan, at k_E er omkostninger ved finansieringen som findes ved R_F , som er den risikofri rente, $E(R_M)$, som er markedsrisikopræmien og β_E , som er Matas aktiens betaværdi.

¹⁰³ Hawawini, G. & Viallet, C, 2019, Finance for Executives, Cengage Learning EMEA, United Kingdom, s. 427

¹⁰⁴ Hawawini, G. & Viallet, C, 2019, Finance for Executives, Cengage Learning EMEA, United Kingdom, s. 425

Den risikofri rente er afkastet på en investering uden risiko. Da der ikke findes investeringer uden nogen risiko, så bruges renten på danske statsobligationer, for at finde frem til den sikreste investerings afkast, hvilken også ifølge de danske skattemyndigheder er praksis¹⁰⁵.



Figur 36 Udvikling i effektiv rente af danske statsobligationer¹⁰⁶

Som det ses af figur 36, så er den effektive rente på danske statsobligationer faldet gennem perioden fra 1989 til 2020 og ligget under 1 % siden 2015. Det er umuligt at forudsige den fremtidige udvikling, men det forventes ikke at renten hverken forbliver så lav, eller falder yderligere. Derfor sættes den risikofrie rente i denne afhandling til 1,5 %.

Dernæst skal der sættes en markedsrisikorente, som er forskellen mellem hvad en investor i aktier forventer og den risikofri rente. Da det er individuelt hvad en investor forventer i afkast er det svært at fastsætte en bestemt markedsrisikopræmie. Skattemyndighederne har dog offentliggjort en liste over den gennemsnitlige risikopræmie for forskellige periode, hvor den seneste (1970-2002) var på 5,2 %¹⁰⁷. Dog oplyses det også, at der har været afvigelser til denne. Af hensyn til afhandlingens omfang er dette ikke undersøgt yderligere og markedsrisikopræmien sættes derfor til 5 %.

Sidst skal der findes frem til betaværdien for Matas-aktien. Betaværdien angiver en akties systematiske risiko i forhold til en referenceaktie eller -portefølje. I bilag 5 findes et udklip af

¹⁰⁵ Risikofri rente, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813218&chk=216301>, 2019 (07-04-2021)

¹⁰⁶ Danske statsobligationer, <https://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>, 2021 (07-04-2021)

¹⁰⁷ Markedsrisikopræmie, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219>, 2019 (07-04-2021)

beregningen af betaværdien ud fra henholdsvis lukkekursen for Matas aktien og for aktieindekset C20 i perioden 1. januar 2018 til 6. april 2021. Denne beregning giver en betaværdi på 0,73 hvilket vil sige, at når aktieindekset stiger eller falder 1 %, så stiger eller falder Matas aktien 0,73 % i gennemsnit. Da Matas er et mindre selskab i forhold til mange andre selskaber i aktieindekset, er det ikke nødvendigvis den bedste reference at bruge. Derfor er der også set på et stort datasæt udarbejdet af Aswath Damodaran, professor i finansiering ved Stern School and Business, New York, hvis validitet og troværdighed er begrundet i bilag 6. Aswath har samlet betaværdier, opdelt i industrier, hvor Matas tilhører detailhandlen¹⁰⁸. Denne er dog delt op i flere kategorier, hvor Matas passer ind i henholdsvis ”Retail (General)” og ”Retail (Special Lines)”, som har betaværdier på 0,82 (generel) og 1,04 (special lines). Gennemsnittet af disse er 0,93 hvilket anses som en realistisk betaværdi for Matas, hvilken derfor vil blive brugt.

Dermed er alle parametre til omkostningerne ved finansiering gennem egenkapitalen fastsat og denne kan derfor beregnes således:

$$k_E = 1,5\% + (5,0\% - 1,5\%) * 0,93 = 4,76\%$$

6.2.1.2 Omkostninger ved finansiering gennem fremmedkapital

Med omkostninger ved finansiering gennem egenkapitalen på plads, skal også omkostningerne ved finansiering gennem fremmedkapital (k_D) findes. Da rentesatser kan svinge meget fra selskab til selskab, er det svært at fastsætte en bestemt rente hertil. Igen er der derfor taget udgangspunkt i et datasæt udviklet af Aswath Damodaran, hvor der er oplyst den gennemsnitlige rente ved finansiering gennem fremmedkapital¹⁰⁹. For detailindustrien, som nævnt i forrige afsnit, så er denne rentesats på 3,35 %, hvilken også virker realistisk og vil blive brugt som omkostningerne ved finansiering gennem fremmedkapital.

6.2.1.3 Kapitalstruktur

For at kunne beregne Matas’ endelige WACC skal henholdsvis D (debt/gæld) og E (equity/egenkapital) fra ligningen i kapitel 6.2.1 Weighted average cost of capital (WACC) også kendes. Der er ikke tale om de bogførte værdier, hvorfor disse ikke kan læses ud af regnskabet. Der er i stedet tale om markedsværdierne for disse, hvilket dog ikke kan findes for Matas’ fremmedkapital. Derfor vil der alligevel i beregningen nedenfor, blive brugt den

¹⁰⁸ Total beta, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html, 2021 (13-04-2021)

¹⁰⁹ Cost of Capital, <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/waccEurope.xls>, 2021 (13-04-2021)

bogførte værdi for fremmedfinansieringen, for at komme frem til et tilnærmet bud på beregningen. Markedsværdien for Matas' egenkapital er beregnet nedenfor.

Kapitalstruktur

Antal aktier	38.291.492 stk.
Aktiekurs pr 31/12-2020	86,40 kr.
Markedsværdi af egenkapital	3.308.384.909 kr.
Markedsværdi af egenkapital i mio. kr.	3.308,4 mio. kr.
Bogført værdi af egenkapitalen	3.020,8 mio. kr.
Market value added	287,6 mio. kr.

Figur 37 Kapitalstruktur¹¹⁰

Som det ses ovenfor svarer markedsværdien af egenkapitalen ikke til den bogførte værdi. Markedsværdien er altså højere end den bogførte værdi, hvilket giver en forskel, kaldet Market value added. Med den justerede egenkapital i forhold til markedsværdien er der også behov for at justere balancen, hvorfor denne er illustreret nedenfor.

Aktiver		Passiver	
Bogførte aktiver	6.588,3	Bogført egenkapital	2.764,0
Market value added	287,6	Market value added	287,6
		Markedsværdi af egenkapital	3.051,6
		Fremmedkapital	3.824,3
Markedsværdi af aktiver	6.875,9	Markedsværdi af passiver	6.875,9

Figur 38 Balance med Market value added¹¹¹

Fremmedkapitalen i figur 38 bør ligeledes være markedsværdien, men kan som sagt ikke findes og er derfor den bogførte værdi. Ud fra disse kan andelen af henholdsvis gæld og egenkapitalen beregnes ud fra den samlede markedsværdi af summen af gæld og egenkapital således:

$$Gældsandel = \frac{D}{E + D} = \frac{3.824,3}{3.051,6 + 3.824,3} = 55,62\%$$

$$Egenkapitalens andel = \frac{E}{E + D} = \frac{3.051,6}{3.051,6 + 3.824,3} = 44,38 \%$$

6.2.1.4 Delkonklusion

Ud fra ovenstående afsnit er det nu muligt at beregne WACC, da alle parametre til ligningen i 6.2.1 Weighted average cost of capital (WACC) er kendt. WACC er derfor som nedenstående:

$$WACC = 3,35\% * (1 - 22,5\%) * 55,62\% + 4,76\% * 44,38\% = 3,55\%$$

¹¹⁰ Kilde: Egen tilvirkning

¹¹¹ Kilde: Egen tilvirkning

6.2.2 Det frie cash flow

Som tidligere nævnt skal det frie cash flow for den budgetterede periode tilbagediskonteres med den netop beregnede WACC. Det frie cash flow, med tilbagediskontering, er illustreret nedenfor med udgangspunkt i tallene fra kapitel 5. Budgettering, hvor det frie cash flow er beregnet som nedenstående:

$$\text{Frit cash flow} = EBIT(1 - T_c) + \text{Afskrivninger} - \Delta WCR - \text{Investeringer}$$

Ud fra ovenstående ligning er det frie cash flow for budgetperioden illustreret herunder:

Det frie cash flow, mio. kr.	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
EBIT x (100 - 22,5 %)	282,3	235,9	204,1	195,5	202,6	206,4	213,4	213,7	213,1	212,1	211,5
Afskrivninger	416,3	449,6	485,6	505,0	520,2	530,6	541,2	552,0	563,1	574,3	80,0
Ændring i arbejdskapital	-248,6	-31,6	5,5	1,2	-1,8	-2,4	-4,0	-4,1	-4,0	-4,2	
Investeringer	260,0	200,0	90,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0
Det frie cash flow	687,2	517,2	594,2	619,4	644,6	659,4	678,6	689,8	700,2	710,6	211,5
Diskonteringsfaktor	1,000	0,966	0,933	0,901	0,870	0,840	0,811	0,783	0,756	0,730	0,705
Nutidsværdi, frit cash flow	687,2	499,4	554,1	557,7	560,6	553,7	550,3	540,2	529,5	518,9	149,1

Figur 39 Det frie cash flow

I figur 39 er diskonteringsfaktoren lig med $(1 + WACC)^{-n}$, hvor $WACC$ er lig med 3,55 % jævnfør kapitel 6.2.1 Weighted average cost of capital (WACC). Dernæst er n lig med antal år fremme i budgetperioden beregningen foretages. Formålet med ovenstående er også at finde frem til den tilbagediskonterede værdi af det frie cash flow frem til og med den budgetterede periode, som er regnskabsåret 2029/30. Det samlede frie cash flow frem til budgetperiodens udløb er 5.551,8 millioner kroner.

6.2.3 Terminalværdi

Der er selvfølgelig også en tid for Matas efter budgetperiodens udløb. Med afgrænsningen af budgetperioden er der derfor valgt en terminalperiode, som er lig med denne.

Terminalværdien er dog også påvirket af IFRS 16, da det normalt vil være mest korrekt at afskrivninger er lig med investeringer i terminalperioden, hvilket ikke nødvendigvis er gældende, såfremt der fortsat er leasingkontrakter i terminalperioden. Hawawini og Viallet har dog gjort formelen for terminalværdien klar¹¹²:

$$TV_{\text{terminalperiode}} = \frac{FCF_{\text{terminal}}}{WACC - g}$$

Som tidligere nævnt er $WACC$ fastsat til 3,55 %, mens FCF_{terminal} er det frie cash flow i sidste år af budgetperioden. Af figur 39 fremgår denne til 211,5 millioner kroner. Sidst skal

¹¹² Hawawini, G. & Viallet, C, 2019, Finance for Executives, Cengage Learning EMEA, United Kingdom, s. 497

værdien til g benyttes. Dette er den konstante vækstrate for Matas i fremtiden. Det er svært at spå om en evig fremtidig vækst, da den formentlig vil svinge meget. Den risikofri rente er tidligere i afhandlingen fastsat til 1,5 %. For at komme med en forsigtig værdi til den konstante vækst sættes denne til 1 %. Ud fra dette beregnes terminalværdien derfor til:

$$TV_{terminalperiode} = \frac{211,5 \text{ mio. kr.}}{3,55 \% - 1\%} = 8.278,2 \text{ mio. kr.}$$

Terminalværdien skal ligeledes tilbagediskonteres til nutidsværdien, hvilket skal ske med tilbagediskonteringsværdien i terminalperioden fra figur 39, som er 0,705. Derfor kan nutidsværdien af terminalværdien beregnes således:

$$TV_{nutidsværdi} = 8.278,2 \text{ mio. kr.} * 0,705 = 5.837,9 \text{ mio. kr.}$$

6.2.4 Værdiansættelse af Matas

Med ovenstående fastsættelse af nutidsværdien af det frie cash flow og terminalværdien, er det muligt at beregne Matas' enterprise value, som er summen af førnævnte værdier. Derfra trækkes de likvide beholdninger og den rentebærende gæld, hvorved markedsværdien af egenkapitalen fremkommer. Dette er illustreret herunder.

Nutidsværdi af frit cash flow	5.551,8 mio. kr.
Nutidsværdi af terminalværdi	5.837,9 mio. kr.
Enterprise value	11.389,6 mio. kr.
Likvider	106,6 mio. kr.
Rentebærende gæld	2.499,6 mio. kr.
Markedsværdi af egenkapital	8.996,6 mio. kr.
Markedsværdi af egenkapital i DKK	8.996.613.930 kr.

Figur 40 Markedsværdi af egenkapitalen¹¹³

For at finde den beregnede aktieværdi skal ovenstående markedsværdi af egenkapitalen divideres med antal aktier, som er 38.291.492 stk. Derfor er den beregnede aktieværdi:

$$\frac{8.996.613.930 \text{ kr.}}{38.291.492 \text{ stk.}} = 234,95 \text{ kr.}$$

6.2.5 Følsomhedsanalyse

Budgetteringen af Matas' kommende 10 års budgetperiode er foretaget på forfatterens subjektive vurdering og indeholder derfor en væsentlig usikkerhed, trods den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Det er derfor relevant at se på potentielle udsving på de vigtigste parametre i beregningen af Matas' aktiekurs. Disse parametre vurderes at være

¹¹³ Kilde: Egen tilvirkning

WACC'en og den konstante vækstrate (g) i terminalperioden. Disse er vurderet til henholdsvis 3,55 % og 1 % i ovenstående besvarelse. Nedenfor er Matas' aktiekurs beregnet med ændringer i WACC og g .

		g (konstant vækstrate)				
		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
WACC	2,50%	304,89	335,71	376,79	434,31	520,59
	3,55%	209,99	221,36	234,95	251,49	272,06
	4,50%	165,79	171,71	178,49	186,30	195,42
	5,50%	136,01	139,41	143,19	147,42	152,17
	6,50%	115,21	117,34	119,66	122,21	125,01

Figur 41 Følsomhedsanalyse¹¹⁴

Mens alle andre forudsætninger end WACC og g , er de samme, er der i figur 41 lavet en ny beregning af aktiekursen med kombinationen af den ændrede WACC eller g . Med en g fra 0,5 % til 1,5 % og en WACC der går fra 2,5 % til 6,5 %, svinger Matas' aktiekurs fra mellem 115,21 kr. til 520,59 kr.

Omsætningsvæksten er også en væsentlig parameter i beregningen, men da der for Matas ikke er angivet en konstant vækstrate på omsætningen for budgetperioden, afgrænses følsomhedsanalysen til WACC og g , på grund af afhandlingens omfang.

6.3 Delkonklusion

Gennem dette kapitel er det beskrevet, hvordan det er muligt fastsætte Matas' værdi, ved at gennemgå værdiansættelsesmetoder. Derefter blev der valgt metoden med tilbagediskonteret cash flow, hvilken blev gennemgået for at beregne Matas' værdi. Der er flere svar til underspørgsmålet om hvordan Matas' værdi kan beregnes, men her er valgt førnævnte DCF-model, som blandt andre er en besvarelse på dette. Sidste underspørgsmål går på hvilken værdi Matas beregnes til pr. 31. december 2020, hvilket blev beregnet i forrige afsnit. Med denne afhandlings strategiske analyse, regnskabsanalyse, budgettering og værdiansættelse beregnes Matas' aktiekurs pr. 31. december 2020 altså til kr. 234,95.

Usikkerheden i den subjektive vurdering af budgetperioden blev også belyst med en følsomhedsanalyse, som viser at der med få tilretninger kan ske store kursudsving.

¹¹⁴ Kilde: Egen tilvirkning

7. Konklusion

Denne afhandling tager udgangspunkt i problemstillingen udarbejdet i kapitel 1.3 Problemformulering, hvor også metoden for at besvare problemformuleringen blev gennemgået. Ud fra problemformuleringen blev der gennemført en strategisk analyse, en regnskabsanalyse, en budgettering for de næstkommende 10 regnskabsår samt en værdiansættelse af Matas pr. 31. december 2020.

Den strategiske analyse viste en sund virksomhed med styr på sine værdier og en igangværende strategi, som omhandler massive investeringer og blandt andet opkøb af konkurrenter. Matas er i forvejen den største aktør på sit marked og driver stordriftsfordele, hvilket jævnfør den strategiske analyse ikke vil ændre sig. Konkurrencen er fortsat hård, men analysen viser ikke tegn på, at Matas ikke kan fastholde sin position i markedet. Allerede inden den igangværende strategi var der fokus på øget internethandel, hvilket har vist sig som en fordel, da Corona-pandemien i regnskabsåret 1. april 2020 til 31. marts 2021 har haft stor indflydelse på hele erhvervslivet, også detailhandlen. Da årsrapporten for dette regnskabsår endnu ikke foreligger, har det ikke været muligt at se den endelige udvikling, som fordel eller konsekvens, af pandemien. Seneste delårsrapport, som dækker 1. april til 31. december 2020, viste dog gode tegn, og især onlinehandlen har fyldt mere end sædvanligt, hvorfor fokuseringen herpå og opkøbet af onlinekonkurrenter allerede har vist sine fordele. De interne forhold har selvfølgelig også indvirkning på Matas, men analysen konkluderer, at især de eksterne forhold som de politiske samt sociale forhold har særlig betydning.

Regnskabsanalysen blev foretaget på de seneste fem regnskabsår, hvilken viser både gode og knap så positive tegn, men skal derfor sammenholdes med den strategiske analyse, og især den igangværende strategi. Med undtagelse af regnskabsåret 2017/18 er omsætningen stigende gennem analyseperioden, men uden undtagelse, er både EBITDA og EBIT faldende gennem hele perioden. Implementeringen af IFRS 16 påvirkede EBITDA positivt, hvilket betød en stor stigning på EBITDA, men da leasingkontrakterne blev flyttet fra Andre eksterne omkostninger til at være afskrivninger på aktiver, så er EBIT faldet markant i seneste offentliggjorte årsrapport. Det har betydet en negativ tendens gennem analyseperioden, men skal som sagt sammenholdes med den strategiske analyse, da der i 2018 blev igangsat strategien med øgede investeringer, hvilket alt andet lige kræver tilpasninger. Konklusionen herpå er derfor, at der snarligt bør være et stort fokus på at minimere omkostningerne, for at øge indtjeningen. Dette fokus blev brugt i den efterfølgende budgettering for den kommende

periode, hvor det dog er budgetteret med en periode med fortsat høje omkostninger, da det forventes at kræve tid for at minimere disse.

Det primære fokus i problemformuleringen var, at det ud fra ovenstående analyser skulle vurderes om den teoretisk beregnede aktiekurs af Matas pr. 31. december 2020 stemmer overens med den faktiske aktiekurs på denne dato. Værdiansættelsen skete ud fra de ovennævnte analyser og budget, hvor discounted cash flow (DCF-metoden) gav en beregnet værdi og aktiekurs på kr. 234,95 mod den reelle aktiekurs på kr. 86,40. Dette betyder en difference på kr. 148,55. Ud fra dette kan det altså konkluderes, at den faktiske aktiekurs er undervurderet i forhold til den teoretisk beregnede aktiekurs, den 31. december 2020. I den teoretisk beregnede aktiekurs ligger der dog mange subjektive vurderinger til grund, hvilket betyder en væsentlig usikkerhed i beregningen. Derfor blev der lavet en følsomhedsanalyse på henholdsvis WACC'en og terminalvæksten, hvilket gav en matrix med potentielle aktiekurser ved afvigende WACC og terminalvækst. Ved disse ændringer, hvor WACC'en spændte fra 2,5 til 6,5 %, mens terminalvæksten spændte fra 0,5 til 1,5 %, gav det en aktiekurs fra kr. 115,21 til kr. 520,59. Aktiekursen ligger altså i alle tilfælde højere end den faktiske aktiekurs, hvilket kan være et tegn på en undervurderet aktiekurs. Afhandlingens budgettering kan derfor enten være for positiv eller investorerne kan være nervøse for Matas' tendens gennem de seneste år med en faldende indtjening. Med en usikkerhed i de forskellige parametre må det dog konkluderes, at aktiekursen ikke stemmer overens og, at den faktiske aktiekurs er undervurderet i forhold til den teoretisk beregnede aktiekurs.

7.1 Perspektivering

Mod afhandlingens afslutning rygtes der større og større genåbning og lempelse af restriktioner i forbindelse med Corona-pandemien, hvorfor den næste periode kunne have været meget interessant at følge og have inddraget. Ligeledes gør Matas' regnskabsperiode fra 1. april til 31. marts, at det akkurat ikke er muligt at inddrage seneste regnskabsår for at se om budgetteringen for dette år holder stik. Seneste delårsrapport giver dog et godt indblik, hvilket også er inddraget i budgetteringen for perioden.

Matas går ind i en yderst spændende periode, både i forhold til de eksterne forhold, men også den sidste halvdel af "Et fornyet Matas"-strategien. Der nævnes ikke i årsrapporterne noget om fokus på omkostningerne fremover, men må forventes, og er i forfatters øjne, vigtigste fokuspunkt for at vende den negative udvikling i overskuddet.

Litteraturliste

Bøger

- Andersen, Ib 2019, Den skinbarlige virkelighed. Vidensproduktion i samfundsvidenskaberne, Samfundslitteratur, Frederiksberg C
- Hawawini, G. & Viallet, C, 2019, Finance for Executives, Cengage Learning EMEA, United Kingdom
- Kousholt, Bjarne, 2017, Strategisk lederskab i praksis, Various Business, Lyngby
- Schaeken, Walter m.fl. 1999, Deductive Reasoning and Strategies, Taylor & Francis, Australien

Publikationer

- Sundhedsstyrelsen (2020), COVID-19 Risikovurdering, strategi og tiltag ved epidemi i Danmark, 22(1), 9
- Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi (2017). SWOT ANALYSIS: A THEORETICAL REVIEW, The Journal of International Social Research, 10, 1004-1005
- Weihrich, Heinz (1982). The TOWS Matrix - A tool for situational analysis, Long Range Planning, 15(2), 54-66

Årsrapporter

- Matas' årsrapport 2015/16
- Matas' årsrapport 2016/17
- Matas' årsrapport 2017/18
- Matas' årsrapport 2018/19
- Matas' årsrapport 2019/20
- Matas' delårsrapport - 9M 2020/21

Hjemmesider

- Statistikbanken, <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>, 2021 (09-02-2021)
- Sådan påvirkes dansk e-handel af COVID-19, <https://s360digital.com/da/covid-19/>, 2020 (15-02-2021)
- Matas Group, <https://investor.matas.dk/English/home/default.aspx>, 2021 (20-02-2021)
- Dagligvarer, butikker og service, <https://coronasmitte.dk/raad-og-regler/omraader/dagligvarer-butikker-og-service>, 2021 (15/2-2021)

- IFRS, <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>, 2021 (14-02-2021)
- Historie, <https://investor.matas.dk/Danish/om-os/historie/default.aspx>, 2021 (14-02-2021)
- Euroinvestor, <https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/matas-as/24181/avanceret-graf>, 2021 (08-02-2021)
- Historie, <https://www.matas.dk/historie-1>, 2021 (09-04-2021)
- Miljøstyrelsen, <https://mst.dk/kemi/kemikalier/reach-og-clp/faa-overblik-over-reach/sikkerhedsdatablade-og-eksponeringsscenarier/>, 2021 (28-02-2021)
- Retsinformation, <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2020/61>, 2020 (01-03-2021)
- Statistikbanken, <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>, 2021 (01-03-2021)
- Ferieloven, <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2018/60>, 2018 (03-03-2021)
- Folketinget, https://www.ft.dk/samling/20191/lovforslag/l207/20191_l207_som_vedtaget.htm, 2020 (03-03-2021)
- Udsigter for dansk økonomi, https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2021/03/ANALYSE_Nr.%207_Udsigter%20for%20dansk%20%C3%B8konomi%20-%20marts%202021.pdf, 2021 (20-03-2021)
- Makeup, <http://www.xn--sknhedsportalen-6tb.dk/BEHANDLINGSTYPER/Makeup>, 2021 (06-03-2021)
- Europæisk klassifikation af individuelt forbrug, <https://www.dst.dk/da/Statistik/dokumentation/nomenklaturer/ecoicop---eurostat>, 2021 (06-03-2021)
- Husstandes gennemsnitlige forbrug, <https://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>, 2021 (06-03-2021)
- Inner beauty, <https://www.matas.dk/stories-helsestribene-udvides-med-inner-beauty>, 2021 (06-03-2021)
- Kundeservice, <https://kundeservice.matas.dk/hc/da/articles/360000074577-Kan-jeg-hente-min-ordre-i-en-Matas-butik->, 2021 (06-03-2021)
- Effektivisering af centrallager, <https://scm.dk/lagereffektivisering-letter-vejen-matas>, 2010 (06-03-2021)

- Black Friday, <https://www.blackfridaydanmark.dk/betyder-black-friday/>, 2017 (06-03-2021)
- Matas' webshop, <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/matas-webshop-i-humblebaek-er-flyvende-efter-haesblaesende-start?publisherId=13559293&releaseId=13595714>, 2020 (06-03-2021)
- Bæredygtighed, <https://www.matas.dk/hjertesager/baeredygtighed>, 2021 (06-03-2021)
- Matas Retursystem, <https://www.matas.dk/hjertesager/baeredygtighed/matas-retursystem>, 2021 (06-03-2021)
- FN's 17 verdensmål, <http://un.dk/da/om-fn/verdensmaalene/>, 2021 (06-03-2021)
- Fortune 500, <https://fortune.com/fortune500/2020/search/>, 2021 (07-03-2021)
- Amazon has launched skin-care, <https://www.businessinsider.com/amazon-launches-belei-skin-care-products?r=US&IR=T>, 2021 (07-03-2021)
- Amazon er gået i luften i Sverige, <https://global.techradar.com/da-dk/news/amazon-er-gaet-i-luften-i-sverige>, 2020 (07-03-2021)
- Værdikæde, <https://dinero.dk/ordbog/vaerdikaede/>, 2021 (07-03-2021)
- Persano Group A/S, https://trap.lex.dk/Persano_Group_A/S, 2018 (09-03-2021)
- Automatisk varebestilling løfter Matas, <https://scm.dk/automatisk-varebestilling-l%C3%B8fter-matas>, 2013 (09-03-2021)
- Aftale om køb af Firtal Group ApS, <https://investor.matas.dk/Danish/investor/finansielle-rapporter/selskabsmeddelelser/selskabsmeddelelser-detajler/2018/Matas-indgr-aftale-om-kb-af-Firtal-Group-ApS-ejer-af-bla-Helsebixendk/default.aspx>, 2018 (12-03-2021)
- E-handelsanalyse 2020, <https://www.danskerhverv.dk/presse-og-nyheder/nyheder/e-handelsanalysen-2020-et-usadvanligt-rekordar-for-dansk-e-handel>, 2021 (12-03-2021)
- Dansk Erhverv, <https://www.fdi.dk/analyser/fdi-e-handelsanalyser/ars-og-halvars-rapporter>, 2021 (12-03-2021)
- Historien om Matas, <https://investor.matas.dk/Danish/om-os/historie/default.aspx>, 2021 (12-03-2021)
- Organisation, <https://www.matas.dk/organisation>, 2021 (13-03-2021)
- Bæredygtighed, <https://www.matas.dk/hjertesager/baeredygtighed/spoergsmaal-svar>, 2021 (13-03-2021)
- Ansoffs vækstmatrice, <https://virksomhedeux.systime.dk/?id=3971>, 2018 (14-03-2021)
- Matas har gennemført købet af Firtal Group ApS, <https://investor.matas.dk/Danish/investor/finansielle->

- rapporter/selskabsmeddelelser/selskabsmeddelelser-detajler/2018/Matas-har-gennemfrt-kbet-af-Firtal-Group-ApS/default.aspx, 2018 (14-03-2021)
- Matas gennemfører køb af Kosmolet A/S, <https://investor.matas.dk/Danish/investor/finansielle-rapporter/selskabsmeddelelser/selskabsmeddelelser-detajler/2019/Matas-gennemfrer-kbet-af-Kosmolet-AS/default.aspx>, 2019 (14-03-2021)
 - Forandringsprocesser, <https://altomledelse.dk/forandringsprocesser/>, 2019, (20-03-2021)
 - Matas hjertesager, <https://www.matas.dk/hjertesager>, 2021, (20-03-2021)
 - HelseStriberne udvides med inner beauty, <https://www.matas.dk/stories-helsestriberne-udvides-med-inner-beauty>, 2021 (20-03-2021)
 - New standard on leases now effective, <https://www.ifrs.org/news-and-events/2019/01/ifrs-16-is-now-effective/>, 2019 (24-03-2021)
 - Risikofri rente, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813218&chk=216301>, 2019 (07-04-2021)
 - Danske statsobligationer, <https://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>, 2021 (07-04-2021)
 - Markedsrisikopræmie, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219>, 2019 (07-04-2021)
 - Total beta, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html, 2021 (13-04-2021)
 - Cost of Capital, <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/waccEurope.xls>, 2021 (13-04-2021)

Bilag

Bilag 1

5 års hoved- og nøgletal

DKK mio.	Efter IFRS 16 2019/20	Før IFRS 16 2019/20	Før IFRS 16 2018/19	Før IFRS 16 2017/18	Før IFRS 16 2016/17	Før IFRS 16 2015/16
Resultatopgørelse						
Nettoomsætning	3.688,5	3.688,5	3.541,3	3.464,8	3.510,8	3.471,3
Bruttoresultat	1.640,4	1.640,4	1.588,8	1.549,3	1.611,8	1.604,5
EBITDA	678,4	496,4	529,7	534,5	620,1	652,1
Resultat af primær drift (EBIT)	292,9	297,4	363,3	368,9	475,1	513,6
Finansielle poster, netto	-43,0	-28,2	-21,4	-19,7	-38,7	-36,5
Resultat før skat	249,9	269,2	341,9	349,2	436,4	477,1
Årets resultat	191,2	205,9	263,1	280,3	338,7	364,5
Sørlige poster	21,5	21,5	18,9	20,1	0,0	0,0
EBITDA før sørlige poster	699,9	517,9	548,6	554,6	620,1	652,1
Justeret resultat efter skat	282,6	297,3	343,2	356,2	398,0	422,5
Balance						
Aktiver	6.588,3	5.795,9	5.538,8	5.303,6	5.270,6	5.315,3
Egenkapital	2.764,0	2.778,6	2.669,9	2.620,9	2.572,5	2.658,3
Nettoarbejdskapital	90,3	90,1	-139,7	-127,3	-158,0	-172,0
Nettorentebærende gæld	2.499,6	1.715,1	1.504,1	1.471,9	1.515,0	1.423,6
Pengestrømsopgørelse						
Pengestrøm fra driftsaktivitet	446,8	264,8	472,8	412,5	524,5	607,6
Investering i materielle aktiver	-123,8	-123,8	-63,5	-51,7	-43,3	-45,4
Frie pengestrømme	111,2	-70,8	233,8	310,4	390,0	537,3
Nøgletal						
Omsætningsvækst	4,2%	4,2%	2,2%	-1,3%	1,1%	-0,1%
Underliggende (like for like) omsætningsvækst	0,7%	0,7%	0,5%	-1,4%	1,3%	0,3%
Bruttomargin	44,5%	44,5%	44,9%	44,7%	45,9%	46,2%
EBITDA margin	18,4%	13,5%	15,0%	15,4%	17,7%	18,8%
EBITDA margin før sørlige poster	19,0%	14,0%	15,5%	16,0%	17,7%	18,8%
EBIT margin	7,9%	8,1%	10,3%	10,6%	13,5%	14,8%
Cash conversion	45,3%	26,0%	82,0%	75,9%	85,0%	103,6%
Resultat pr. aktie, DKK	5,01	5,40	6,96	7,45	8,79	9,17
Udvandet resultat pr. aktie, DKK	4,96	5,35	6,93	7,43	8,75	9,11
Udbytte pr. aktie (foreslået), DKK	0,00	0,00	3,00	6,30	6,30	6,30
Aktiekurs ultimo, DKK	42,7	42,7	65,8	65,4	99,0	132,5
ROIC før skat	8,5%	9,4%	11,3%	11,6%	13,6%	14,3%
Nettoarbejdskapital i procent af omsætningen	2,4%	2,4%	-3,9%	-3,7%	-4,5%	-5,0%
Investeringer ¹⁾ i procent af omsætningen	9,1%	9,1%	6,7%	2,9%	3,8%	2,0%
Nettorentebærende gæld / justeret EBITDA	3,6	3,3	2,7	2,7	2,4	2,2
Antal transaktioner ²⁾ (mio.)	20,3	20,3	21,0	21,2	22,3	22,7
Gennemsnitlig transaktionsstørrelse ²⁾ (DKK)	169,4	169,4	163,5	159,4	150,3	144,1
Gennemsnitligt antal medarbejdere (FTE)	2.197	2.197	2.149	2.164	2.197	2.163

Sammenligningstal er ikke sammenlignelige som følge af implementering af IFRS 16 med virkning fra 1. april 2019 og IFRS 9 og 15 med virkning fra 1. april 2018. For definitioner henvises til "Definitioner af hoved- og nøgletal". ¹⁾ Samlede investeringer, dvs. CAPEX samt akquisitioner mv. ²⁾ Eksklusive tal for Fital Group. Fital Group indgår i øvrige hoved- og nøgletal fra 13. november 2018 og Kosmolet indgår fra 11. juni 2019.

Overblik og forskellene



¹¹⁵ <https://www.pwc.dk/da/services/sme/artikler/finansiell-eller-operationel-leasing.html>

Bilag 3

	BALANCE				
DKK mio.	2019/20	2018/19	2017/18	2016/17	2015/16
<i>Aktiver</i>					
Langfristede aktiver					
Goodwill	3.930,6	3.838,1	3.736,4	3.734,5	3.691,0
Varemærker og navnerettigheder	227,2	247,6	287,9	361,8	435,7
Andelsbeviser	0,0	0,0	0,0	3,9	3,9
Andre immaterielle aktiver	99,1	82,3	58,0	49,2	37,2
Immaterielle aktiver i alt	4.256,9	4.168,0	4.082,3	4.149,4	4.167,8
Leasingaktiver	774,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Grunde og bygninger	91,4	86,4	88,3	92,7	96,5
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	117,3	91,7	76,1	69,9	67,3
Indretning af lejede lokaler	63,4	16,8	11,6	12,1	10,0
Materielle aktiver i alt	1.046,2	194,9	176,0	174,7	173,8
Kapitalandele i associerede virksomheder	6,5	0,7	0,0	0,0	0,0
Udskudte skatteaktiver	0,0	0,0	19,8	17,7	16,0
Deposita	46,3	42,6	40,7	39,7	36,9
Andre værdipapirer og kapitalandele	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9
Andre langfristede aktiver i alt	53,4	44,0	61,2	58,1	53,8
Langfristede aktiver i alt	5.356,5	4.406,9	4.319,5	4.382,2	4.395,4
Kortfristede aktiver					
Varebeholdninger	962,6	785,5	749,0	693,2	662,8
Tilgodehavender fra salg	14,7	11,4	7,1	20,7	29,5
Tilgodehavender selskabsskat	29,6	51,8	112,0	112,9	129,5
Andre tilgodehavender	87,4	90,1	6,7	11,4	4,5
Periodeafgrænsningsposter	30,9	32,2	22,9	16,9	23,7
Likvide beholdninger	106,6	160,9	86,4	33,3	69,9
Kortfristede aktiver i alt	1.231,8	1.131,9	984,1	888,4	919,9
AKTIVER I ALT	6.588,3	5.538,8	5.303,6	5.270,6	5.315,3
<i>Passiver</i>					
Aktiekapital	95,7	95,7	95,7	98,2	100,7
Overkurs ved emission	0,0	0,0	0,0	0,0	1.787,3
Reserve for sikringstransaktioner	-2,1	-2,6	0,0	0,0	0,0
Reserve for valutakursregulering	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Reserve for egne aktier	-11,8	-33,3	-73,7	-185,3	-137,4
Overført totalindkomst	2.681,9	2.494,9	2.357,4	2.411,8	653,6
Foreslået udbytte for regnskabsåret	0,0	114,9	241,2	247,5	253,8
Egenkapital i alt	2.764,0	2.669,9	2.620,9	2.572,5	2.658,3
Udskudt skat	210,0	209,4	211,4	236,5	248,2
Leasingforpligtelser	598,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Hensatte forpligtelser	27,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Betinget købsvederlag	17,1	15,2	0,0	0,0	0,0
Kreditinstitutter	1.821,7	1.665,0	1.558,3	1.492,0	1.493,5
Anden gæld	38,0	0,0	0,0	13,1	22,8
Langfristede forpligtelser i alt	2.713,0	1.889,6	1.769,7	1.741,6	1.764,5
Leasingforpligtelser	185,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Kreditinstitutter	0,0	0,0	0,0	56,3	0,0
Forudbetaling fra kunder	158,9	156,0	160,2	156,5	149,8
Leverandørgæld	586,7	638,3	579,4	587,9	584,2
Anden gæld	180,1	185,0	173,4	155,8	158,5
Kortfristede forpligtelser i alt	1.111,3	979,3	913,0	956,5	892,5
Forpligtelser i alt	3.824,3	2.868,9	2.682,7	2.698,1	2.657,0
PASSIVER I ALT	6.588,3	5.538,8	5.303,6	5.270,6	5.315,3

Bilag 4

DKK mio.	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	Terminal
Omsætning	3.688,5	4.112,7	4.277,2	4.405,5	4.515,6	4.628,5	4.721,1	4.815,5	4.902,2	4.985,5	5.065,3	5.143,8
Vareforbrug	2.048,1	2.293,9	2.443,0	2.545,6	2.621,9	2.684,9	2.735,9	2.785,1	2.835,3	2.883,5	2.929,6	2.973,5
Andre eksterne omk.	222,2	280,0	305,2	320,4	330,0	339,6	349,5	358,2	366,4	373,8	379,7	385,4
Personaleomk.	739,8	758,3	775,0	790,5	806,3	822,4	838,9	855,6	872,8	890,2	908,0	926,2
EBITDA	678,4	780,5	754,1	749,0	757,4	781,6	796,9	816,6	827,8	838,1	848,0	858,7
EBITDA-margin	18,39%	18,98%	17,63%	17,00%	16,77%	16,89%	16,88%	16,96%	16,89%	16,81%	16,74%	16,69%
Afskrivninger	385,5	416,3	449,6	485,6	505,0	520,2	530,6	541,2	552,0	563,1	574,3	585,8
EBIT	292,9	364,2	304,4	263,4	252,3	261,4	266,3	275,3	275,7	275,0	273,6	272,8
EBIT-margin	7,94%	8,86%	7,12%	5,98%	5,59%	5,65%	5,64%	5,72%	5,62%	5,52%	5,40%	5,30%
Finansielle indtægter	0,1	17,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Finansielle omk.	43,9	45,2	46,6	48,0	49,4	50,6	51,9	53,2	54,3	55,3	56,4	57,3
EBT	249,1	336,5	258,1	215,6	203,1	211,0	214,6	222,4	221,7	219,9	217,4	215,8
Skat af årets resultat	58,7	75,7	58,1	48,5	45,7	47,5	48,3	50,0	49,9	49,5	48,9	48,5
EAT	190,4	260,8	200,0	167,1	157,4	163,5	166,3	172,3	171,8	170,4	168,5	167,2

Figur 42 Resultatbudget¹¹⁶

¹¹⁶ Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 5

	A	B	C	D	E	F	G	H
1	Dato	Matas A/S	C20 indeks	Matas udvikling	C20 udvikling			
2	06-04-2021	85,55	1.705,42	0,029482551	0,003188235			
3	31-03-2021	83,1	1.700,00	-0,009535161	0,015161739		Kovarians	8,76908E-05
4	30-03-2021	83,9	1.674,61	-0,001190476	0,001357379		Varians	0,000120189
5	29-03-2021	84	1.672,34	-0,009433962	0,007937704		Beta	0,730
6	26-03-2021	84,8	1.659,17	0,004739336	0,018683154			
7	25-03-2021	84,4	1.628,74	-0,023148148	0,001186371			
8	24-03-2021	86,4	1.626,81	0,035971223	-0,012702247			
9	23-03-2021	83,4	1.647,74	0,012135922	-0,004320529			
10	22-03-2021	82,4	1.654,89	0,007334963	0,007365518			
11	19-03-2021	81,8	1.642,79	-0,001221001	0,002728405			
12	18-03-2021	81,9	1.638,32	0,00244798	0,003522054			
13	17-03-2021	81,7	1.632,57	-0,007290401	-0,021088419			
14	16-03-2021	82,3	1.667,74	0,011056511	0,011972015			
15	15-03-2021	81,4	1.648,01	-0,001226994	0,007495033			
16	12-03-2021	81,5	1.635,75	-0,004884005	-0,010902297			
17	11-03-2021	81,9	1.653,78	0,012360939	0,012935945			
18	10-03-2021	80,9	1.632,66	0,016331658	0,010128133			
19	09-03-2021	79,6	1.616,29	0,02182285	0,032238905			
20	08-03-2021	77,9	1.565,81	0,022309711	0,011766606			
21	05-03-2021	76,2	1.547,60	-0,01038961	-0,014286351			
22	04-03-2021	77	1.570,03	-0,01910828	-0,012590799			
23	03-03-2021	78,5	1.590,05	-0,010088272	-0,0249698			
24	02-03-2021	79,3	1.630,77	-0,016129032	-0,00763094			
25	01-03-2021	80,6	1.643,31	-0,014669927	0,015510966			
26	26-02-2021	81,8	1.618,21	-0,013268999	-0,012413414			
27	25-02-2021	82,9	1.638,55	0,008515815	0,011550524			
28	24-02-2021	82,2	1.619,84	0,021118012	-0,005836683			
29	23-02-2021	80,5	1.629,35	-0,00862069	-0,01802019			
30	22-02-2021	81,2	1.659,25	-0,004901961	-0,019239863			
31	19-02-2021	81,6	1.691,80	0,013664596	-0,001652307			
32	18-02-2021	80,5	1.694,60	-0,014687882	-0,013189693			
33	17-02-2021	81,7	1.717,25	-0,008495146	-0,006140544			
34	16-02-2021	82,4	1.727,86	-0,004830918	0,000590674			
35	15-02-2021	82,8	1.726,84	0,01595092	0,009080816			
36	12-02-2021	81,5	1.711,30	0,007416564	0,014458388			
37	11-02-2021	80,9	1.686,91	0,034526854	0,025202985			
38	10-02-2021	78,2	1.645,44	0,002564103	-0,016361691			

Figur 43 Lukkekurser for Matas A/S og aktieindeks C20¹¹⁷

¹¹⁷ Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 6

The screenshot shows a Google Scholar search for 'aswath damodaran'. The search bar at the top contains the name and a magnifying glass icon. Below the search bar, it says 'Artikler' and 'Ca. 8.110 resultater (0,08 sek.)'. On the left side, there are filters for 'Når som helst' (When ever) with options for 'Siden 2021', 'Siden 2020', 'Siden 2017', and 'Tilpasset interval...' (Custom interval...). There are also sorting options: 'Sorter efter relevans' (Sort by relevance) and 'Sorter efter dato' (Sort by date). Below these are checkboxes for 'inkluder patenter' (include patents) and 'inkluder citater' (include citations), with the latter being checked. At the bottom left, there is a checkbox for 'Opret underretning' (Create alert). The main search results are listed on the right. The first result is 'Brugerprofiler for aswath damodaran' (User profiles for aswath damodaran), which includes a profile card for Aswath Damodaran, Stern School of Business, with a confirmed email at stern.nyu.edu and 24,185 citations. Below this are four book entries: 1. 'Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance' (2016), cited 1,757 times, with a PDF link to nyu.edu. 2. 'Corporate finance' (1996), cited 1,901 times, with a PDF link to nyu.edu. 3. 'Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset' (2012), cited 5,106 times, with a PDF link to izuu.it. 4. 'Applied corporate finance' (2010), cited 1,185 times, with a PDF link to academia.edu. Each book entry includes a brief description and links to related articles and versions.

Figur 44 Søgning på Aswath Damodaran¹¹⁸

Aswath Damodaran har skrevet flere bøger om valuations og citeret mere end 24.000 gange på Google Scholar og anses derfor som troværdig kilde.

¹¹⁸ Scholar, https://scholar.google.com/scholar?hl=da&as_sdt=0%2C5&q=aswath+damodaran&btnG=&oq=Aswath+, 2021 (13-04-2021)