

# Matas A/S

---

## Strategisk analyse og værdiansættelse

Hovedopgave HD (R)

CBS – Institut for Regnskab og Revision

Maj 2014

Forfattere: Michael Jensen og Marie-Louise Mørch

Vejleder: Jens O. Elling

Antal anslag: 138.999

Gennemsnitligt antal anslag pr. side 1.931

## **Executive summary**

The purpose of this thesis is to indicate the value of Matas A/S. The purpose is to determine whether the estimated market value as of 31 March 2014 is attractive compared to the actual quoted market price. In order to reach this estimated value, the thesis is divided into four main chapters consisting of a strategic analysis, a financial analysis, budgeting and a valuation.

Matas A/S is a Danish listed company, whose principal activity is to own and operate retail stores within the Matas chain, including activities within sale of products and services, primarily in beauty, health, household and personal care. The company was created in 1949 when a collection of materialists decided to join forces, in order to obtain the benefits of volume discounts by joint procurement. That is how the name Matas, Materialist Stock's Society, came into existence. Matas A/S was listed on the Stock Exchange on 28 June 2013 with around 12,000 shareholders. Matas is the largest retail chain of health, beauty and personal care in Denmark with a turnover of DKK 3,200 million in 2012/2013 and more than 2,000 employees.

A strategic analysis was performed of the company and related markets. The analysis concluded that Matas has a great opportunity for market growth by buying the rest of the associated stores, including the Esthetique stores. This could give them an advantage in the market with increasing sales within hair care, nail products and makeup. Additionally, their loyal and active customers will give Matas an advantage in comparison to other players in the industry.

Matas is subject to some identified risks in connection with competitors entering the Danish market and bringing great capital. They are also exposed to the economic cycle in Denmark.

The financial analysis concludes that the company's ratios show positive growth. An analysis of return on equity showed a steady growth in 4 years, from 9.84% to 10.78 %, with improvements in underlying drivers of ROE. Additional risk analysis shows no significant relationship that could affect this growth negatively.

The budget is prepared based on the above analyses, and the estimated theoretical market value is based on calculations using the DCF model. The calculation shows a market value of DKK 116.

As the calculation shows a theoretical market value below the actual market price, it is not recommended to buy shares in Matas A/S at the market price of DKK 152 as of 31 March 2014.

## Indholdsfortegnelse

1. Indledning og problemformulering .....	7
2. Problemformulering .....	7
3. Opbygning og gennemgang .....	8
3.1 Strategi- og regnskabsanalyse .....	8
3.2 Værdiansættelse.....	8
4. Afgrænsning.....	8
5. Metode og metodevalg .....	9
5.1 Problemformulering samt opbygning og gennemgang.....	11
5.2 Virksomhedsbeskrivelse .....	11
5.3 Strategisk analyse .....	11
5.4 Regnskabsanalyse .....	12
5.5 Budgettering.....	12
5.6 Værdiansættelse.....	12
5.7 Absolutte modeller.....	12
5.7.1 Dividende modellen.....	13
5.7.2 Residualindkomstmodellen .....	13
5.7.3 DCF-Modellen .....	13
5.8 Relative modeller.....	14
6. Virksomhedspræsentation .....	15
6.1 Historik.....	15
6.2 Produkter.....	16
6.3 Distributionskanaler .....	17
6.4 Markeder .....	18
6.5 Økonomi .....	18
6.6 Organisation .....	21
6.7 Ejerforhold.....	23
7. Strategisk analyse .....	24
7.1 Ekstern analyse:.....	24
7.1.1 PESTEL.....	24
7.1.2 Porters Five Forces .....	28
7.2 Intern analyse: .....	32
7.2.1 Værdikæde .....	33
7.2.2 Kernekompetencer .....	35

7.3 Delkonklusion .....	36
8. Regnskabsanalyse.....	36
8.1 Årsrapporten .....	36
8.1.2 Årsrapporten til analysebrug.....	37
8.2 Egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse til analysebrug.....	38
8.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen.....	38
8.2.2 Reformulering af balancen .....	38
8.2.3 Operationel leasing.....	39
8.3 Reformulering af balancen .....	39
8.3.1 Arbejdskapital og anlægskapital.....	39
8.3.2 Driftslikviditet .....	39
8.3.3 Øvrige poster af driftsmæssig karakter .....	39
8.3.4 Anden gæld, note 24 .....	40
8.3.5 Andre værdipapirer og kapitalandele, note 17 .....	40
8.4 Reformulering af resultatopgørelsen .....	40
8.4.1 EBIT, Core salgsoverskud fra salg før skat .....	40
8.4.2 Finansieringsaktivitet, efter skat .....	40
8.4.3 Core nettofinansielle omkostninger.....	41
8.4.4 Usædvanlige finansielle poster, efter skat .....	41
8.4.5 Skatteallokering.....	41
8.4.6 Usædvanlige driftsposter, efter skat .....	41
8.4.7 Core driftsoverskud efter skat.....	41
8.5 Nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst .....	41
8.5.1 Rentabilitetsanalyse .....	42
8.5.2 ROE, egenkapitalforrentning udredning.....	42
8.5.3 ROIC og finansiell gearing.....	43
8.5.4 SPREAD .....	43
8.5.5 ROIC .....	44
8.5.6 Overskudsgrad (OG) .....	44
8.5.7 Overskudsgrad udredning .....	45
8.5.8 Vækst i nettoomsætningen .....	47
8.5.9 Nettoomsætningens indtjeningskilder .....	48
8.5.10 Aktivernes omsætningshastighed (AOH).....	49
9. Risikoanalyse .....	50

9.1 Driftsrisici.....	50
9.2 Finansielle risici – valutarisici.....	51
9.3 Finansielle risici – kreditrisici.....	51
9.4 Risikomatrice .....	51
9.4.1 Medarbejderrisici .....	52
9.4.2 Renterisici .....	53
9.5 Delkonklusion .....	53
10. Budgettering.....	53
10.1 Fastlæggelse af budgetperiode .....	55
10.2 Budgettering af kernerdriftsaktiviteten.....	56
10.3 Budgettering af salgsvækst i branchen.....	56
10.4 Andre budgetforudsætninger.....	61
10.4.1 Anlægs kapital .....	61
10.5 Budgettering aktivernes omsætningshastighed og beregning af nettodriftsaktiver .....	62
10.6 Budgettering OGSalg før skat og beregning af driftsoverskuddet fra salg før skat .....	63
10.7 Budgettering effektiv skatteprocent og beregning af driftsoverskuddet fra salg efter skat.....	64
10.8 Budgettering usædvanlige poster efter skat .....	65
10.9 Delkonklusion budgettering .....	65
11. Værdiansættelse.....	65
11.1 Den frie cash flow model.....	65
11.2 Estimering af kapitalomkostninger.....	67
11.3 Kapitalstruktur .....	68
11.4 Afkastkrav .....	69
11.5 Den risikofrie rente.....	70
11.6 Estimering af Beta.....	70
11.7 Estimering af risikopræmien .....	71
11.8 Fremmedkapitalomkostninger .....	72
11.9 WACC.....	72
12. Værdiansættelse af Matas A/S.....	72
12.1 Følsomhedsanalyse .....	74
12.1.1 Følsomhedsanalyse af WACC .....	75
12.1.2 Følsomhedsanalyse af væksten i terminalperioden.....	75
13. Konklusion .....	76
13.1 Sammenfatning af strategisk analyse.....	76

13.2 Sammenfatning af regnskabsanalysen .....	76
13.3 Vurdering af nuværende børskurs .....	77
14. Figurliste .....	78
15. Bilagsliste .....	79
16. Litteraturliste .....	80
16.1 Bøger: .....	80
16.2 Rapporter og notater:.....	80
16.3 Korrespondance .....	80
16.4 Generelle internetsider: .....	80
16.5 Artikler mv. fra internettet .....	81

## 1. Indledning og problemformulering

Formålet med denne opgave er at udarbejde en strategisk regnskabsanalyse samt værdiansættelse af Matas A/S for på denne baggrund at vurdere Matas A/S som et investeringsobjekt samt vurdere om hvorvidt kursen for virksomheden er vurderet korrekt eller om hvorvidt et alternativt prisniveau er mere antageligt med udgangspunkt i Matas nuværende markeds- og strategi position.

## 2. Problemformulering

Ved brug af en strategisk regnskabsanalyse vil vi beregne den teoretiske markedsværdi pr. 31. marts 2014, hvor denne pris sammenholdes med den noterede værdi på markedet. Koncernen kan hermed vurderes som et investeringsobjekt med udgangspunkt i den teoretiske kurs og markedsværdi.



### 3. Opbygning og gennemgang

#### 3.1 Strategi- og regnskabsanalyse

Strategianalysen ligger baggrund for vurdering af Matas ikke-finansielle værdidrivere som påvirker fremtidige indtjeningsmuligheder.

Herunder vil følgende blive behandlet:

- Hvilke forhold der påvirker den konkurrencemæssige situation.
- Hvad er fremtidsperspektivet for Matas under disse betingelser.
- Hvilke styrker og svagheder har Matas som kan påvirke deres position i forhold til konkurrenterne i markedet.

Regnskabsanalysen ligger til baggrund for vurderingen af Matas' foregående økonomiske udvikling

Herunder vil følgende blive behandlet:

- Årsrapporten gennemgås og reformuleres med henblik på fundamentalanalyse.
- Herunder vil Matas rentabilitet blive gennemgået for de seneste 4 år.

#### 3.2 Værdiansættelse

Med udgangspunkt i analysearbejdet vil vi udarbejde et budget for Matas for herigennem, at kunne værdiansætte virksomhedens teoretiske markedsværdi og sammenholde med markedets værdi.

Følgende vil blive behandlet i forbindelse med værdiansættelsen af Matas:

- Vurdering af hvilken værdiansættelsesmodel, der egner sig bedst til udregning af markedsværdien for Matas.
- Beregningen af markedsværdien vil ske på baggrund af vores budget, som indeholder aspekter af vores strategiske- og regnskabsmæssige analyser.
- Den teoretiske markedsværdi sammenholdes med markedsværdien pr. 31. marts 2014, hvor vi herefter kan give en anbefaling i henhold til køb, salg eller hold af aktie.

### 4. Afgrænsning

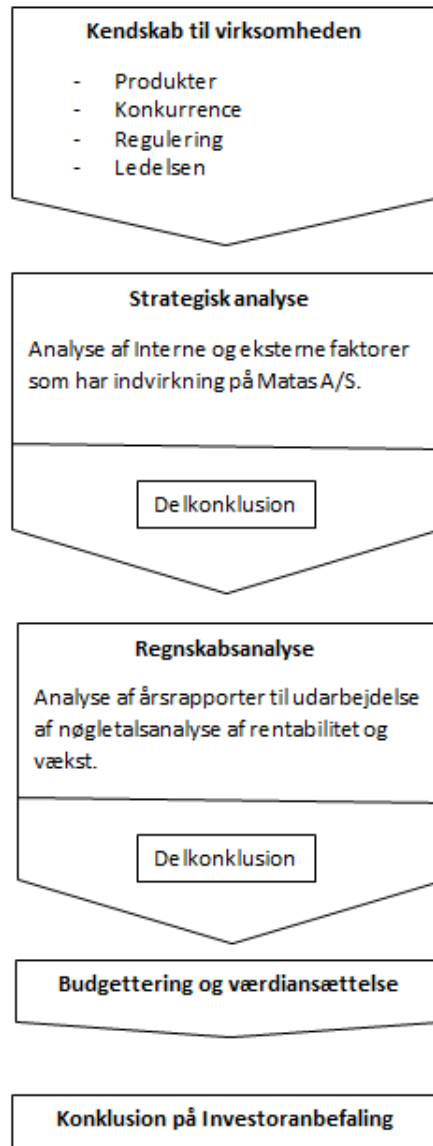
Vi ønsker at afgrænse os til de områder, som har direkte indflydelse på værdiansættelse af den teoretiske markedsværdi. Vi vurderer derfor følgende afgrænsninger nødvendige:

- Opgaven beskæftiger sig med Matas på koncernniveau.
- Opgaven bygger på sekundære data i form af regnskaber, prospekt og lignende, som er offentlig tilgængelig. Vi er ikke i besiddelse af nogen interne data, som kan være med til at klarlægge en markedsværdi mere præcist, end den vi påviser.
- Teori anvendt i opgaven vil blive anvendt ud fra en betragtning af, at læseren er bekendt med brugte teorier anvendt via HD-R. Tilføjelser og egne betragtninger til teori og modeller vil opgaven medgå i det omfang, vi mener, er bedst for tolkningen af vores valg.
- Sekundære data har udgangspunkt i regnskabsårene 2009/2010 – 2013/Q3. Dette angiver vores analytiske periode. Dette, mener vi, er en forsvarlig periode til en grundig fundamentalanalyse. Sidste kvartal i perioderegnskabet vil indgå som et estimeret budgetteret resultat med de informationer som måtte være tilgængelige fra ledelsen og andet kildemateriale.
- Værdiansættelsen vil blive foretaget på med udgangspunkt i en budgetperiode på 10 år. Denne kan justeres, såfremt vi skulle finde store økonomiske udsving i fundamentalanalysen eller der findes andre økonomiske faktorer, som taler herfor.

## 5. Metode og metodevalg

Opgaven er opbygget efter følgende fremgangsmåde for at tilvejebringe den teoretiske markedsværdi.

**Figur 1: Struktur for udarbejdelse af teoretisk markedsværdi/investor anbefaling**



Kilde: Inspirationskilden til udarbejdelse af figuren er med fordel taget fra Figur 3.1 i Stephen H. Pennman: "Financial statement analysis and security valuation."

Til brug for udarbejdelse af en teoretisk markedsværdi/investor anbefaling findes fire emner af væsentlig betydning. Det drejer sig om følgende:

1. Strategisk analyse
2. Regnskabsanalyse
3. Budgettering
4. Værdiansættelse

### 5.1 Problemformulering samt opbygning og gennemgang

Den indledende del af opgaven er med til, at belyse omfanget af opgaven samt give læseren et overblik over, hvilke emner der er gennemgået, samt hvilke afgrænsninger og forhold konklusionen er udarbejdet efter.

### 5.2 Virksomhedsbeskrivelse

Virksomhedsbeskrivelsen er med til, at gøre læseren bekendt med Matas A/S. For at danne et overblik gennemgås opgaven Matas' historik efterfulgt af oplysninger omkring virksomhedens økonomi samt andre relevante oplysninger såsom ejerforhold og markeder, som Matas opererer på.

### 5.3 Strategisk analyse

Den første fase i værdiansættelsen er en strategisk analyse. Analysen gennemgår de interne og eksterne faktorer, der vurderes af væsentlig karakter for virksomheden. Strategianalysen har afsæt i informationer, som findes i både årsrapporten, men som også tilvejebringes fra andre kilder. Andet kildemateriale vil blive inkluderet således, at opgaven afspejler et relevant overblik på de ikke-finansielle værdikomponenter i virksomheden, som tilsammen med finansielle værdikomponenter fra årsrapporten kan være med til, at estimere fremtidig indtjening.

Til brug for gennemgang af Matas' omverden er der gjort brug af PESTLE modellen. Modellen omfatter som udgangspunkt alle tænkelige faktorer, som har indflydelse på en virksomheds værdiansættelse.

Porters Five Forces tages i brug for at analysere den branche og marked, som Matas opererer i.

Modellen giver en ramme for branchen og branchens udvikling. Den konkluderer ud fra forskellige organisatoriske og økonomiske elementer, som er bestemmende for den konkurrencemæssige intensitet og dermed tiltrækningskraften/rentabilitet på markedet.

Den strategiske analyse vil blive opsummeret i en SWOT-delkonklusion for herigennem at bidrage til yderligere struktur og overblik over Matas interne og eksterne situation, som kan overføres til vores budgettering senere i opgaven.

## 5.4 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i årsrapporten og består udelukkende af historiske data. Til analysen benyttes de seneste 4 års rapporter, hvor vi med dette udgangspunkt vil analysere virksomhedens rentabilitet, vækst og risiko. Fastlæggelse af en nuværende rentabilitet (ROCE) samt de faktorer, der yder indflydelse på rentabiliteten og vækst, vil blive gennemgået ved en udvidet rentabilitets- og vækstanalyse, som vil belyse, hvilke faktorer der har indvirkning på fremtidens overskud.

Matas er som alle andre virksomheder underlagt risici. Vi ser det derfor nødvendigt, at udarbejde et overblik over Matas' forretningsmæssige risici. Koncernens risikobillede vil derfor blive skitseret under dette afsnit.

## 5.5 Budgettering

Budgetteringen og dennes delkomponenter vil tage udgangspunkt i de delkonklusioner, som er udarbejdet i afsnit vedrørende strategi- og regnskabsanalyse.

## 5.6 Værdiansættelse<sup>1</sup>

I selve værdiansættelsen, med baggrund i budgetteringen, vil vi beregne en markedsværdi for Matas, hvor vi med udgangspunkt i dette kan give en investor anbefaling.

På overordnet niveau skelnes der imellem relative og absolutte værdiansættelsesmodeller. Det væsentligste kendetegn ved relative modeller er, at man ikke inddrager nogen form for budgettering, og at modellen kun gør brug af et begrænset omfang af informationer. Derimod er budgettering en afgørende del af de absolutte modeller, hvor modellerne er baseret på en lang række informationer til brug for budgetteringen, som herefter munder ud i selve værdiansættelsen.

## 5.7 Absolutte modeller

Som tidligere nævnt, gør de absolutte modeller brug af væsentligt mere information i budgetteringen end de relative modeller. Dette anvendes senere til at beregne værdiansættelsen. De absolutte modeller kan klassificeres efter direkte og indirekte modeller. Direkte modeller beregner værdien af egenkapitalen, som også er aktionærværdien, ved direkte at budgettere de pengestrømme, som tilfalder ejerne af virksomheden. Ved de indirekte modeller beregnes først værdien af virksomheden, hvorefter værdien af lånegivernes fordringer fratrækkes for at finde aktionærværdien.

---

<sup>1</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 25-49

Under absolutte modeller er der tre værdiansættelsesanalyser: Dividendemodellen, DCF-modellen og residualindkomstmodellen. Nedenfor gives en kort beskrivelse af de tre modeller samt kritik heraf for at finde ud af, hvilken model der skal gøres brug af i denne opgaves værdiansættelse.

#### 5.7.1 Dividende modellen

Denne model skal forstås således, at værdien af et hvilket som helst værdipapir udgøres af kapitalværdien af de fremtidige pengestrømme, med det afkast som man forventer værdipapiret i sig selv vil generere til aktionærene. For at beregne egenkapitalværdien, skal den fremtidige dividendebetaling (udbytte) først forecastes og dernæst tilbagediskontere denne til nutidsværdi med en diskonteringsrente, som bliver afspejlet af ejernes afkastkrav eller egenkapitalomkostninger. Modellen er fravalgt, da den opererer med udbytte til aktionærene, som det eneste afkast til ejerne. I vores optik er dette ikke retvisende, idet ejerne grundlæggende modtager afkast i form af såvel udbytte som værdistigninger på det underliggende værdipapir/aktie.

#### 5.7.2 Residualindkomstmodellen

Residualindkomstmodellen opgør en virksomheds værdi, som den regnskabsmæssige indre værdi med tillæg af residualoverskud. Modellen er således ikke baseret på pengestrømme. Værdien beregnes med udgangspunkt i årsregnskabet, og er anvendelig for virksomheder, som ikke udlodder udbytte til ejerne eller ikke har positive pengestrømme fra driften. Idet modellen baseres på regnskabsinformation er der en risiko for, at denne er manipuleret eller påvirket af en særlig regnskabspraksis.

Modellen vil på denne baggrund, ikke blive benyttet.

#### 5.7.3 DCF-Modellen

Modellen kræver et indgående kendskab til virksomheden før meningsfyldt anvendelse kan gøre sig gældende. Derfor udarbejdes den strategiske analyse, gennemgang af regnskab og udarbejdelse af budget i opgaven for her at bistå med relevante data til modellen.

Anvendelse af modellen har sin fordel ved, at denne ikke påvirkes af koncernens regnskabspraksis, men er en kapitalværdibaseret model med udspring i frie pengestrømme. Heri ligger samtidig modellens ulemper, da investeringer bliver betragtet som en reducere af værdi, da frie pengestrømme bindes i aktiver. Det er derfor nødvendigt med en lang budgetperiode for at udligne eventuelle investeringer, der måtte foretages. Yderligere er det ikke normal praksis at

budgettere direkte på pengestrømme. Dette nødvendiggør derfor budgettering af overskud for herigennem, at kunne udlede koncernens pengestrømme.

Til brug for værdiansættelsen gøres brug af DCF modellen (Discounted Cash Flow).

Modellen beregner selskabets værdi som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme, hvor nutidsværdien beregnes med koncernens vejede kapitalomkostninger (WACC), hvorfor denne også må konkluderes.

### 5.8 Relative modeller

Under relative modeller er den mest udbredte en multipel analyse, som gør minimal brug af informationer. Denne analyse gør brug af vigtige sammendragne informationer i årsrapporten. På grund af de sparsomme informationer er denne model forholdsvis nem og enkel at benytte til beregning. Modellen er dog mest anvendelig, hvis man har sammenlignelige virksomheder i samme branche.

Typisk anvendes multiple analyser baseret på prismultiple. Den mest kendte, og i praksis mest anvendte multipel analyse, er P/E-multiplen (price/earnings), svarende til aktiekursen delt med overskud pr. aktie. Ved denne analyse kan sammenlignelige virksomheder således sammenlignes. Modellen er dog ikke anvendelig i en række tilfælde, herunder tilfælde, hvor virksomheder har underskud eller hvor virksomheder vurderes forkert prissat i markedet.

I praksis anvendes relative modeller ofte som en 2. opinion til de absolutte modeller jf. ovenfor.

Vi vurderer, at denne model ikke er relevant i forbindelse med værdiansættelsen af Matas A/S, da vi ikke mener vi har et sammenligningsgrundlag, i form af sammenlignelige virksomheder, i samme branche.

## 6. Virksomhedspræsentation

### 6.1 Historik

Matas A/S er en dansk børsnoteret virksomhed, hvis hovedaktivitet er at eje og drive detailbutikker inden for Matas kæden, herunder aktiviteter med salg af produkter og serviceydelser, fortrinsvis indenfor skønhed, sundhed, husholdning og personlig pleje<sup>2</sup>.

Matas er Danmarks største detailkæde indenfor sundhed, skønhed og personlig pleje<sup>3</sup>

Virksomheden blev skabt i 1949, da en samling materialister besluttede sig for at slå sig sammen for at opnå fordelene ved mængderabat ved fælles indkøb. Heraf kom også navnet Matas, Materialisternes Akties Selskab.

Dette samarbejde blev en succes, og der kom hurtigt mange butikker til landet over. I 1956 blev det første logo indført. Derudover indgik koncernen et samarbejde med Steins Laboratorium om, at ingen af Matas' produkter måtte indeholde skadelige stoffer, at produkterne vægt- og rummæssigt skulle indeholde det, som var angivet på emballagen, samt at der altid skulle være samme ensartede kvalitet. Dette udgjorde grundlaget for produktserien "Striberne", som vi kender i dag.

I 1974 introducerede Matas Vital Shoppen, som består af produkter indenfor helsekost, vitaminer og naturlægemidler. Vital Shoppen udgør den dag i dag, stadig en del af firmaets fire shop-in-shops (Beauty shop, Vital Shop, MediCare og Material Shop).

I gennem 90'erne spillede miljøet en større og større rolle hos Matas og de indførte det såkaldte Matas Retursystem. Matas var dermed den første kæde i Danmark som tog emballage retur og sikrede genbrug heraf. Dette førte endvidere til at Matas oprettede "Matas Miljøfond", herunder indførelse af, i alt 90 svanemærkede egenvarer<sup>4</sup>.

Matas modtog i 2006 et tilbud fra kædens aktionærer, kapitalfonden CVC Capital Partners. Dette førte til, at man ændrede Matas' vedtægter, således der kunne etablere en ny ejer struktur, som Matas gik over til den 28. februar 2007. De associerede butikker, som ikke overgik til denne

---

<sup>2</sup> Matas A/S - Årsrapport 2012/2013, Ledelsens beretning s. 6

<sup>3</sup> Matas retail brochure 2013

<sup>4</sup> <http://www.matas.dk/historie>



struktur, samarbejder fortsat med Matas A/S om levering af Stribevarer og fælles kampagner. Samt kundeklubben Club Matas som blev indført i 2010.

I 2011 passerede Matas endnu en historisk milepæl, ved igangsættelsen af et samarbejde med et apotek i Uldum om udlevering af receptmedicin – et koncept som i dag er udvidet til 50 butikker i alt.

Matas A/S blev børsnoteret på fondsbørsen den 28. juni 2013, med omkring 12.000 aktionærer.

Ved at holde fast på sine kerneværdier og målsætningen om at tilbyde sine kunder gode produkter til rimelige priser og gennem sit fokus på at "det gode råd gør forskellen", har Matas opnået en unik position, som en af Danmarks bedst kendte og mest anerkendte detailkæder, med 295 butikker i Danmark, to i Sverige og en Webshop<sup>5</sup>.

## 6.2 Produkter

Matas har et stort produktsortiment inden for skønhed, sundhed og husholdningsprodukter. Kæden har, som tidligere nævnt, deres egne produkter ved navn "Striberne". Disse produkter har altid været meget populære og udgør en stor del af Matas' sortiment. Matas har endvidere eneforhandlingsret på kosmetik af mærket Rimmel i Danmark.

Matas' produktportefølje er, som tidligere nævnt, delt op i fire kategorier; Beauty Shop, Vital Shop, Matas MediCare og Material Shop.

Med en anslået markedsandel i 2012 på 38 % er Matas den førende detailkæde indenfor skønhedsprodukter i Danmark. Dette skyldes især deres stærke position indenfor high-end-beauty, hvor Matas samme år har en markedsandel på 62 %. Denne del er da også den største del af Matas' omsætning og var for året 2012/13 på 74 % ud af den samlede omsætning i Matas egne butikker.

De har også en stor markedsandel inden for segmentet VMS, som består af vitaminer, mineraler og kosttilskud. Den anslåede markedsandel i 2012 lå på 26 %. Vital Shop'en udgjorde for året 2012/13 10 % af Matas' samlede omsætning. Matas MediCare, som består af håndkøbsmedicin og

---

<sup>5</sup> Matas Retail brochure 2013

sygeplejeprodukter, også kaldet OTC i branchen, havde i 2012 en markedsværdi på 15 %, og udgjorde 6 % af den samlede omsætning for FY 12/13.

Den sidste del af Matas' produktportefølje er materialvarer såsom husholdningsprodukter, også kaldet MaterialShop. Denne del udgjorde 9 % af Matas' samlede omsætning på nævnte år<sup>6</sup>.

Matas opnåede i 2012/13 en samlet omsætning på mDKK 3.200, hvoraf 99,6 % vedrørte salg gennem danske detailbutikker og til associerede butikker i Danmark<sup>7</sup>.

### 6.3 Distributionskanaler

Som distributionskanaler anvender Matas fysiske butikker og en webshop.

De fysiske butikker er Matas' primære distributionskanal og består i Danmark af 295 butikker, hvoraf 266 af butikkerne er deres egne, mens 29 af dem er associerede butikker. Associerede butikker, er butikker der anvender Matas kædens logo, navn mv. men er selvstændigt ejede. Matas har placeret butikker i alle landets kommuner med mere end 20.000 indbyggere.

Omsætningen udgjorde herfor i 2012/13, som tidligere nævnt, 99,6 % eller mDKK 2.954 af den samlede omsætning. I FY 2011/12, udgjorde den også 99,6 %, og her mDKK 2.847 af den samlede omsætning.

Matas har, som nævnt ovenfor, to butikker i Sverige.

Derudover suppleres butikkerne af en webshop, hvor størstedelen af sortimentet, som man finder i butikkerne også kan købes. Salget i denne webshop er på niveau med markedet og er støt voksende, om end det udgør en begrænset del af den samlede detail-omsætning.

I maj 2013, købte Matas, Esthetique Danmark A/S, som var en detailkæde inden for luksus skønheds-segmentet med ni butikker i Danmark. Det er Matas' plan, at alle disse butikker skal laves om til butikker med navnet "Stylebox". Dette koncept beror på, at tilbyde kunderne et udvalg af selektive skønhedsprodukter inden for professionel hårpleje, neglepleje og makeup samt tilbyde behandlinger med disse produkter i butikkerne. Matas forventer, at omdanne op til syv af de ni Esthetique butikker til Stylebox i løbet af 2013/14. Der er ved opgavens udarbejdelse åbnet fem butikker, heraf to i Købehavn.

---

<sup>6</sup> Matas Retail brochure 2013 s. 5

<sup>7</sup> Årsrapport 2012/13

Matas når endvidere ud til kunderne via ClubM. Dette er en kundeklub, hvor medlemmerne opsparer point, ved køb af varer i Matas, på webshoppen eller hos en af deres partner butikker. De opsparede point kan senere benyttes ved køb af varer i "pointshoppen". ClubM havde pr. oktober 2013, ca. 1,3 mio. medlemmer<sup>8</sup>, hvilket vurderes at svare til ca. 60 % af alle kvinder mellem 18 og 65 år i Danmark.

#### 6.4 Markeder

Matas er den største aktør på markedet for skønheds- og sundhedsprodukter i Danmark. Det danske marked indenfor skønheds- og sundhed har historisk set udviklet sig mere gunstigt end den resterende del af detailmarkedet, samt den generelle økonomi.

CAGR, den årlige vækstrate, var fra 2002-2012 i gennemsnit på 3,6 %, på markedet for skønheds- og sundhedsprodukter. Dette gør markedet til det bedst præsterende segment i den danske detail sektor, målt på BNP i perioden 2002-2012), og markedet vurderes, at ville vokse med en CAGR på mellem 3 % og 5 % fra 2012 til 2017, forudsat stabil dansk økonomi<sup>9</sup>.

Det anslås at markedet har en værdi på DKK 8,5 mia., og kan opdeles i segmenterne Mass Beauty (55 %), High-End beauty (21 %), VMS (16 %) og OTC (8 %)<sup>10</sup>.

Mass Beauty er hverdagsprodukter indenfor personlig pleje- og skønhedsprodukter. Modsat High-End beauty som er dyre mærkevarer og luksusprodukter. VMS er det, der svarer til Matas' Vital Shop og OTC er betegnelsen for håndkøbsmedicin.

Hvis man ser på Matas alene, voksede deres omsætning i samme periode med en gennemsnitlig CAGR om året på 5 %, dvs. 1,4 procent point mere end branchen. Derudover har Matas tillige øget sin andel af markedet i tre ud af fire af deres produktsegmenter. VMS-segmentet oplevede som det eneste segment en nedgang, som følge af øget konkurrence fra diverse discountbutikker<sup>11</sup>.

#### 6.5 Økonomi

Der vil i det følgende afsnit blive foretaget en kort gennemgang af den økonomiske udvikling for Matas over en periode på 4 år. Perioden er fastsat til regnskabsårene 2009/10 til 2012/13. Seneste

---

<sup>8</sup> <http://politiken.dk/forbrugogliv/livsstil/ECE2095586/styrelse-kundeklubber-kan-skade-konkurrencen/>

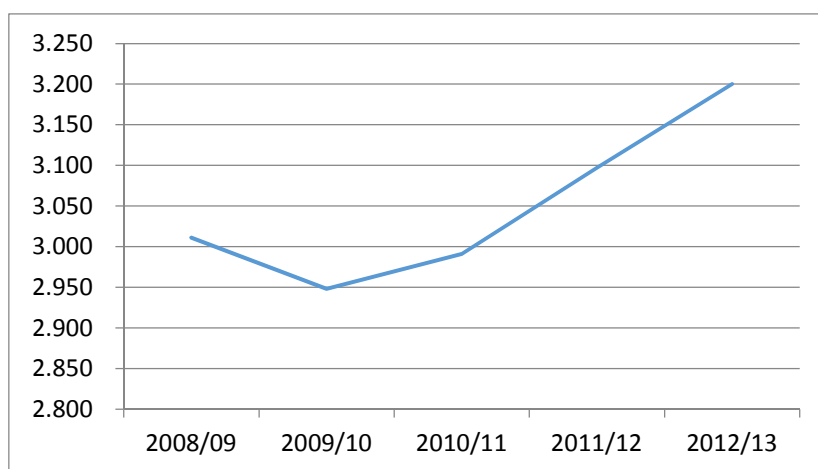
<sup>9</sup> Matas – SAS forecast

<sup>10</sup> Matas retail brochure IPO 2013

<sup>11</sup> Matas Prospekt fra s. 36

regnskabsår medtages, da dette vil blive benyttet til den endelige værdiansættelse af Matas. Gennemgangen vil blive foretaget på baggrund af udviklingen i omsætning, årets resultat før skat samt aktiekursen. Aktiekursen vil blive ikke blive gennemgået for en 5-årig periode – dog på de første syv måneder, ud fra et beregnet månedsgennemsnit i perioden, hvor Matas har været børsnoteret. I forbindelse med regnskabsanalysen vil der blive foretaget en mere detaljeret analyse af den historiske økonomiske udvikling.

**Figur 2: Udvikling i nettoomsætning (mio. kr.)**



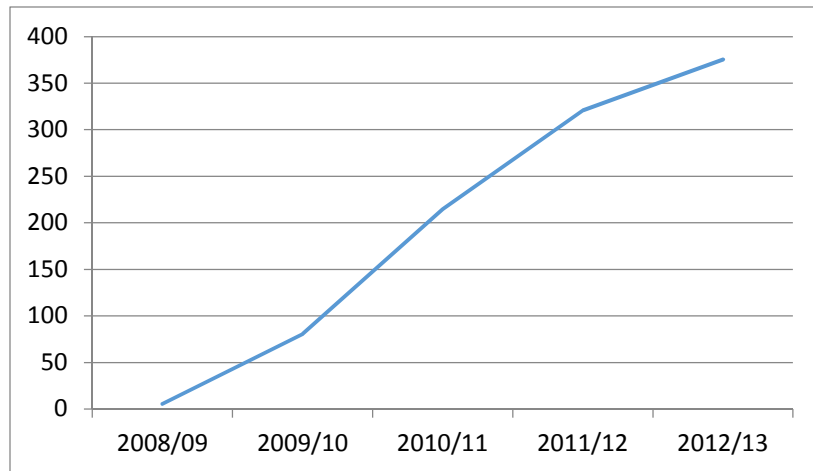
Kilde: Egen tilvirkning

Nettoomsætningen har været meget stigende i analyseperioden, på nær regnskabsåret 2009/10 hvilket kan tilskrives den globale finanskrisen. I år 2008/09 opnåede Matas en nettoomsætning på mDKK 3.011, mens omsætningen i 2009/10 blev realiseret til mDKK 2.948. Tilbagegangen i omsætningen på 2 % skyldtes primært den globale finanskrisen samt et tilkøb af ti eksisterende Matas butikker. Det var dog ledelsens holdning, jf. årsrapport 2009/10, at de på trods af den økonomiske krise havde formået at fastholde markedspositionen og ikke havde en større tilbagegang end markedet generelt<sup>12</sup>. Dette afspejles da også i de næste tre års konstante stigning i omsætningen. Omsætningen steg fra 2009/10 til 2012/13 med 8 %, til en omsætning i året 2012/13 på mDKK 3.200. Ud fra ledelsens beretning fremgår det især, at det er området inden for personlig pleje, samt indførelsen af Club Matas, der har været årsag til fremgangen de seneste år<sup>13</sup>

<sup>12</sup> Ledelsesberetning, Matas Årsrapport 2009/10

<sup>13</sup> Ledelsesberetning, Matas Årsrapport 2011/12

**Figur 3: Udvikling i resultat før skat (mio. kr.)**



Kilde: Egen tilvirkning

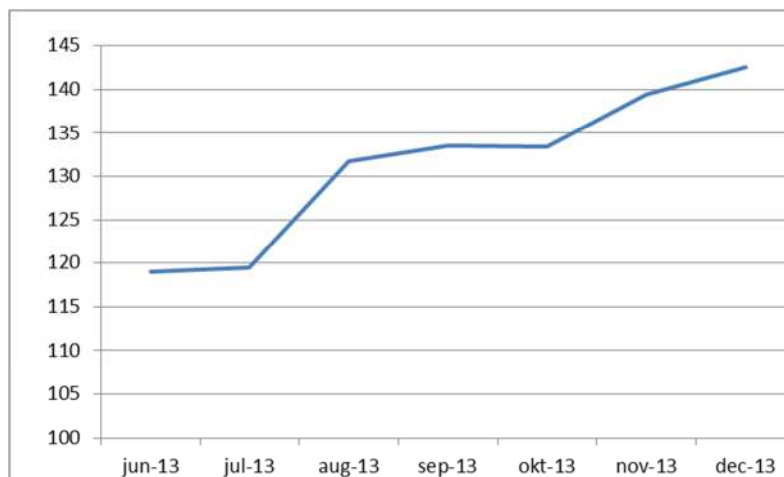
Årets resultat før skat har ligesom nettoomsætningen været støt stigende. Dog har stigningen i årets resultat haft en kraftigere stigning end nettoomsætningen.

Dette skyldes primært, at der i regnskabsåret 2008/09 blev foretaget opgraderinger af hele koncernens centrale it-systemer, samt implementeret et helt nyt layout på centrallageret. Derudover mærkede man i denne periode stadig overgangen til kapitalkædedrift, der nødvendiggjorde, at man i en periode bremsede salgsvæksten for i stedet, at fokusere på omkostningstilpasninger.

Alle disse tiltag skulle føre til besparelser og en nemmere hverdag for personalet, så fokus kunne være på kunden. Dette afspejles tydeligt i ovenstående graf, som viser stigningen og udbyttet af omkostningerne til tilpasninger. Årets resultat steg fra regnskabsåret 2008/09 fra mDKK 5,6 til mDKK 375,5 i 2012/13, en kraftig stigning på 98,5 %.

Matas forventer for regnskabsåret 2013/14 endnu en stigning, under forudsætning af justering for omkostninger i forbindelse med børsnoteringen i 2013. Dvs. en justering for ikke tilbagevendende omkostninger.

**Figur 4: Kursudvikling for Matas aktien juni 2013 – december 2013**



Kilde: Egen tilvirkning

Matas aktien har siden introduktionen den 28. juni 2013, været stabilt stigende, med en gennemsnitlig start kurs på 119 for måneden, og en udgangskurs for året på 142, en stigning på 17 % på 7 måneder.

En stor stigning ses især fra måneden juli til august 2013, hvor den gennemsnitlige kurs stiger fra 119,5 til 132, en stigning på 9 %. Dette skyldes formentlig offentliggørelsen af delårsrapporten for perioden 1. april 2014 til 30. juni 2014. Denne delårsrapport viste gode salgstal og dette vil, alt andet lige, have en positiv effekt på kursen.

Overordnet set tegner der sig en tydelig sammenhæng mellem udviklingen i aktiekursen og den økonomiske udvikling.

## 6.6 Organisation

Matas kæden blev, som tidligere nævnt, grundlagt i 1949 som en frivillig kæde. Der er 295 Matas butikker i Danmark og to i Sverige. I alt er der ansat omkring 2.500 medarbejdere i Matas' butikker og på hovedkontoret, som er beliggende i Allerød. Medarbejderstaben omfatter ca. 1.200 uddannede Materialister, som yder specialiseret salgs- og produktrådgivning, og som alle har gennemført en 2-årig uddannelse, som består af elevtid i en af Matas' egne butikker og et

uddannelsesforløb på et uddannelsescenter, der er fordelt på fem moduler og strækker sig over 11 uger.

Matas køber produkter fra mere end 250 forskellige mærkedistributører, -grossister og -producenter. Matas har langvarige og stabile relationer til mange af sine leverandører, herunder leverandøren af størstedelen af Striberne og visse af Matas' andre egne mærker, som selskabet har samarbejdet med i mere end 40 år. Selskabet driver i dag to centrallagre, der er placeret hensigtsmæssigt ved siden af selskabets hovedkontor. De to centrallagre modtager leverancer fra selskabets leverandører, konsoliderer de individuelle butiksordrer og afsender dem til egne butikker og associerede butikker med en ekstern logistikleverandør.

Bestyrelsen består af fem personer, tre personer fra CVC og to personer fra Materialisternes Invest ApS. Den daglige ledelse varetages af adm. direktør Terje List, som har det overordnede ledelses- og budgetansvar, samt ansvaret for drift og salg, og finansdirektør Anders Skole-Sørensen, som er ansvarlig for årsregnskab, likviditet, investeringer, IT samt andre administrative systemer.

**Figur 5: Oversigt over den daglige ledelse**

<b>Øvrig ledelse</b>	<b>Ansvarsområde</b>
Inkøbsdirektør Stig Nielsen	Overordnet ledelsesansvar for indkøb, marketing, logistik og lager.
HR-direktør Henrik Dybdahl Michaelsen	Personalechef i Matas A/S. Ansvarlig for udbud og udvikling af kurser og uddannelse for alle medarbejdere i kæden.
Marketingdirektør Anne Lene Hamann	Ansvarlig for Marketingafdelingen. Ansvar for udvikling af marketingstrategier og Matas Medier.
Informations- og miljøchef Henrik E. Johannsen	Ansvar for Information, Corporate Social Responsibility, Regulatory Affairs samt kædens kontakt til pressen, forbrugerorganisationer, og myndigheder på miljø- og sundhedsområdet.
Regionsdirektør Helle Darling	Ansvarlig for drift og salg i kædens butikker i region Øst.
Regionsdirektør Carsten Tribler	Ansvarlig for drift og salg i kædens butikker i region Vest.

Kilde: [www.matas.dk](http://www.matas.dk)

## 6.7 Ejerforhold

Størstedelen af butikkerne overgik i 2007 til en kapitalkæde, hvori CVC Capital Partners havde en aktiemajoritet, og hvor de gamle ejere gennem selskabet Materialisternes Invest ApS havde en betydelig minoritetspost.

Årsrapporten 2012/13 oplyser følgende vedrørende ejerforholdet: Matas koncernen indgår i koncernregnskabet for MHoldings S.à r.l., Luxemborg.

Kapitalfonden CVC Equity Partners ejer indirekte 69,4 % af Matas koncernen, mens de øvrige aktionærer består af Materialisternes Invest ApS (30,3 %), og 0,3 % ejes af ledelsen samt nøglemedarbejdere<sup>14</sup>.

Medlemmerne i Matas A/S' bestyrelse var på dette tidspunkt nomineret således:

CVC: Christoffer Helsingreen Sjøqvist, Søren Vestergaard-Poulsen og Peter Georg Ecvard Törnqvist.

Materialisternes Invest ApS: Lars Frederiksen og Mads Pilgren.

Da Matas A/S den 28. Juni 2013 blev børsnoteret, skete der samtidig en ændring i aktiekapitelen og stemmerettighederne i Matas A/S. Selskabets samlede nominelle aktiekapital udgjorde hermed kr. 101.949.510 fordelt på aktier á kr. 2,50, svarende til i alt 40.779.804 stk. aktier og 40.779.804 stemmer. Ændringen skete som et resultat af en omstrukturering af aktiekapitalstrukturen den 4. juni 2013, som et led i forberedelsen af børsintroduktionen af selskabets aktier<sup>15</sup>.

Storaktionæren efter børsintroduktionen var stadig CVC Capital Partners. Dog solgte CVC den 10. januar 2014 alle deres aktier, så de i dag ikke længere besidder minoritetsposter i selskabet<sup>16</sup>.

Materialisternes Invest er under opløsning, og de gamle butiksejere bliver derfor direkte aktionærer i selskabet.

De 266 Matas butikker i Danmark og to butikker i Sverige er i dag ejet af Matas A/S.

---

<sup>14</sup> Årsrapporten 2012/13 - ledelsesberetningen

<sup>15</sup> Selskabsmeddelelse 11/2013

<sup>16</sup> [http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/274224/kapitalfond\\_saelger\\_samtlige\\_sine\\_matas-aktier.html](http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/274224/kapitalfond_saelger_samtlige_sine_matas-aktier.html)



Derudover er der 29 privatejede Matas butikker, som er i tæt samarbejde med Matas A/S omkring levering af Stribevarer og fælles kampagner.

## 7. Strategisk analyse

Den strategiske analyse er første fase af værdiansættelsen. Her er formålet at identificere de ikke-finansielle værdidrivere. I afsnittet *Virksomhedspræsentation*, er Matas' historik gennemgået kronologisk med de væsentligste og helt overordnede træk. Alle de forhold der har formet, udviklet og påvirket koncernen er inkluderet. Denne strategiske analyse har til formål at analysere den uafhængige omverden, branchen og koncernen for, at gøre vores prognose af fremtiden i budgetteringen mere pålidelig. Det vil blive forsøgt, at afdække de forhold, der påvirker koncernens fremtidige indtjeningspotentiale ved, at gå mere i dybden med gennemgangen af de interne og eksterne strategiske forhold.

### 7.1 Ekstern analyse:

I de følgende afsnit vil de eksterne forhold, der påvirker Matas, blive gennemgået. Her vil PESTEL modellen blive anvendt til at analysere den uafhængige omverden og bestemme, og hvilke samfundsfaglige faktorer der påvirker Matas. Da Matas primært opererer på det danske marked vil den eksterne analyse blive afgrænset herfor. Senere vil Porters Five Forces blive anvendt til at analysere branchen, som Matas agerer i.

#### 7.1.1 PESTEL

Formålet med at analysere den uafhængige omverden er at identificere Matas' trusler og de muligheder koncernen har for fremtidig indtjening. Denne analyse omfatter alene de makroøkonomiske forhold, som har de største og væsentligste indflydelser på sundheds- og skønhedsbranchen - altså den branche, som Matas agerer i. Som tidligere nævnt, er denne model ikke så anvendelig, hvis der er tale om brancher med mange ændringer. Grunden til dette er, at modellen giver et statisk billede af, hvordan situationen ser ud på nuværende tidspunkt givet ved nuværende makroøkonomiske faktorer. Dette gør sig ikke gældende for den branche Matas agerer i, hvorfor modellen vurderes at være udemærket til, at give et egnet billede af de makroøkonomiske forhold. I analysen vil de mest relevante af de faktorer som påvirker Matas

blive gennemgået, herunder politik, økonomi, social og kultur, teknologi, miljø og lovgivning<sup>17</sup>. Her holdes hhv. politik og lovgivning samt teknologi og miljø op i mod hinanden<sup>18</sup>.

#### *7.1.1.1 Politik og lovgivning*

Apoteksmonopolet blev i 2001 lempet, hvad angår håndkøbsmedicin, hvilket betød, at Matas kunne sælge ikke-receptpligtig medicin. Matas har sidenhen indledt et samarbejde med et dansk apotek i Uldum, hvilket betyder, at det i 50 af Matas' butikker, nu er muligt at købe receptpligtig medicin. Andre produkter, som Matas sælger, f.eks. visse fødevarer, kosmetik og medicinsk udstyr, er også underlagt visse lovgivningsmæssige krav i forbindelse med markedsføring og indholdet af de pågældende produkter.

Matas har opstillet en række interne kontrolprocedurer i relation til både Matas' egne mærker og mærkevarer, hvor Matas bl.a. udfører regelmæssig kontrol af produkterne og selskabets leverandører med henblik på at overholde gældende lovgivning.

Regeringen vil i 2014 præsentere sine synspunkter på området for salg af lægemidler, og Matas har dog derfor allerede forberedt sig på, at apoteksmonopolet lempes. Deres plan omfatter allerede planlagte ansættelser, undervisning af medarbejdere, samt en mulighed for gennemførelse af receptpligtigt salg, butik for butik. Det vil muligvis ikke lykkes for Matas, at implementere og gennemføre sin vækststrategi, og visse vækstmuligheder vil på grund af udviklingen i lovgivningen eller andre forhold, muligvis ikke opstå i det omfang, Matas forventer. Der er på opgavens tidspunkt intet nyt vedrørende dette lovforslag.

#### *7.1.1.2 Økonomi og demografi*

Matas generer stort set alt sin omsætning på det danske marked, og vil derfor være påvirket kraftigt af konjunkturudviklingen i landet, herunder særligt det danske Skønheds- og Sundhedsmarked.

Som nævnt punkt 6.4, er det danske Skønheds- og Sundhedsmarked anslået til at være vokset 8,5 mia.kr. i perioden fra 2002 til 2012. Markedet vidner da også om en del robusthed. Dette sås især ved, at der i dette marked stadig var et lavere fald end i resten af økonomien i Danmark under recessionen. Lige efter den globale finanskrisen, som medførte et fald i markedet i 2009, var faldet i

---

<sup>17</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 83

<sup>18</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 82

det danske Skønheds- og Sundhedsmarked i perioden 2008-2009 lavere, end faldet i det Nominelle BNP, og på niveau med udviklingen i detailsalget. Det danske skønheds- og sundhedsmarked nåede hurtigt op på en anslået CAGR på 2,3 % fra 2010 til 2012, hvilket oversteg væksten i det samlede privatforbrug i samme periode.

Matas' største fokus er på de to største, og efter Selskabets opfattelse, mest attraktive segmenter af dette marked, nemlig Mass Beauty og High-End Beauty, som i 2012 udgjorde ca. 77 % af det Danske Skønheds- og Sundhedsmarked. Disse segmenter har været de primære vækstfaktorer på det samlede Danske Skønheds- og Sundhedsmarked, og CAGR-væksten i perioden fra 2002 til 2012 har været henholdsvis 3,9 % og 3,0 %, hvilket indikerer, at der er et fremtidigt detailhandelspotential<sup>19</sup>.

#### *7.1.1.3 Sociale og kulturelle forhold*

Den væsentligste tendens inden for disse markedssegmenter har siden finanskrisen i 2008 og 2009 været forbrugernes tilbøjelighed til, at vælge billigere produkter inden for Mass Beauty-segmentet på bekostning af High-End Beauty. Således voksede Mass Beauty-segmentet med en anslået CAGR på 1,4 % fra 2008 til 2012, mens High-End Beauty faldt med en anslået CAGR på 1,6 %.

Ser man tendensen fra et produktperspektiv, har den primære tendens siden 2002 været, at salg af kosmetikprodukter, der omfatter hudpleje og makeup, er vokset og nu udgør den største produktkategori. På baggrund af en dynamisk vækst inden for denne kategori, er andelen af det Danske Skønhedsmarked steget fra 31 % i 2002 til 38 % i 2012. Væksten er baseret på, at producenterne har været gode til at udvikle, denne hudplejekategori, igennem innovation og nye produkter. Denne tanke understøttes af makeupkategorien, nævnt ovenfor, da dette kan betegnes som en økonomisk overkommelig luksus. Matas har, med sit komplette produktsortiment af hudplejeprodukter og brede udvalg af makeupprodukter, en særlig stærk position inden for kosmetikprodukter.

#### *7.1.1.4 Teknologi og miljø*

Matas har et stort udbud af miljøvenlige produkter. Især de "Stribede" produkter, som er Matas' sundhedsorienterede og miljøvenlige linje, som ikke indeholder hverken parabener, phthalater

---

<sup>19</sup> Matas Retailbrochure IPO 2013

eller farlige kemikalier, og hvor indholdsstofferne er deklareret tydeligt for forbrugerne. Disse krav håndhæves ved hjælp af et strengt regelsæt, som udleveres til Matas' leverandører med instruktion om brug af indholdsstoffer og mærkning. Den høje produktstandard er hovedårsagen til, at mere end 100 produkter af Matas' egne mærker er blevet tildelt den Nordiske Miljømærkning "Svanemærket".

Matas er endvidere meget aktiv om, at værne om miljøet og bruger mange ressourcer på området. Dette ses bl.a. ved, at de er den eneste detailkæde, der indsamler og genbruger emballage fra produkter købt i kædens butikker<sup>20</sup>.

Matas har for nylig investeret i et nyt IT-system, hvor fokus har været på styring af detailsalg med henblik på, at forbedre processerne mellem butikkerne og centrallagrene. Systemet gør det også muligt, at registrere, identificere og organisere kundedata. Dette vil kunne hjælpe Matas med at forstå kundernes købsadfærd, og dermed forbedre kundernes oplevelse i butikken<sup>21</sup>.

Matas investerede i 2010 endvidere i en omfattende lagereffektivisering<sup>22</sup>. Denne modernisering har øget effektiviteten således, at der nu plukkes mange flere varer på kortere tid. Løsningen er en fuld automatisering, der er baseret på forecasting. Dette foregår ved brug af parametre som historik, kampagner, varens leveringstid og sæson, som herefter genereres til statistiske forecasts, hvorfra der foretages automatiske bestillinger. Løsningen kan endvidere foretage beregninger, hvor der tages højde for forventet salg og varians. Derudover er der programmeret lagerpolitikker i forhold til efterspørgsel på varen og ordrestørrelser, hvilket gør det muligt, at vælge den billigste løsning i forhold til næste hele kolli, og dermed indkøbe varer på den billigste måde.

Tidligere blev varebestillingen foretaget af butikspersonalet, men med en automatisk varebestilling har Matas reduceret deres lagerbinding med 40 %, og personalet har dermed mere tid til kundepleje.

---

<sup>20</sup> <http://www.matas.dk/hvad-goer-matas-for-miljoet>

<sup>21</sup> Matas prospekt side 68

<sup>22</sup> <http://www.sas.com/offices/europe/denmark/referencer/kundehistorier/matas.html>

### 7.1.2 Porters Five Forces

Michael Porters analysemodel Porters Five Forces belyser en given branches indflydelse på en given virksomheds evne til at skabe værdi for aktionærene. Ifølge modellen afhænger den konkurrencemæssige situation af fem markeds kræfter: konkurrenceintensiteten i branchen, trusler fra nye konkurrenter, leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke samt konkurrence fra substituerende produkter<sup>23</sup>.

I en given branche foregår der en konstant rivalisering blandt de eksisterende virksomheder, mens der samtidig eksisterer eksterne trusler. Jo større potentiale der forekommer i en branche, jo svagere er påvirkningen fra de fem markeds kræfter.

Modellen er brugbar til, at belyse en virksomheds konkurrencemæssige situation, via dens styrker og svagheder. Netop derfor er modellen god til at vurdere en branche. Modellen er dog af ældre dato, hvorfor den ofte kritiseres for, at være en statisk model til analysebrug i et miljø under konstant udvikling. Endvidere vurderes modellen, at være mest brugbar til analyser af produktionsvirksomheder, men knap så brugbar til nutidens mere teknologiske og videns-stærke virksomheder. Endelig kan modellen kritiseres for den antagelse, at kunder og leverandører står i et modsætningsforhold til virksomheden. I praksis vil det være en fordel, at se sine kunder og leverandører som samarbejdspartnere i et vist omfang, da der herved opnås fordele og muligheder, som ikke vil være mulige, hvis parterne modarbejder hinanden.

På trods af modellens svagheder vurderes den alligevel nyttig til, at danne et overblik over Matas konkurrencemæssige situation på sundheds- og skønhedsmarkedet. I denne branche er der flere udbydere, som Matas ikke er i direkte konkurrence med, da produkter og målgrupper er forskellige.

Branchen vil således blive afgrænset til det danske sundheds- og skønhedsmarked. I analysen vil det, hvor det findes relevant blive skelnet mellem de forskellige produktmarkeder OTC, VMS, Mass Beauty og High-End Beauty.

#### 7.1.2.1 Konkurrenceintensiteten i branchen

Det vurderes indledningsvist, at større globale spillere og brands har en fordel gennem global tilstedeværelse og et kapitalapparat som understøtter dette, og internationale koncerner som har

---

<sup>23</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 86

evnerne og villigheden til, at investere i, og opdyrke nye markeder – herunder kæder som Sephora. Hertil skal lægges de lokale aktører, som også har en tilstedeværelse i de lokale markeder.

Det Danske Skønheds- og Sundhedsmarked er konkurrencepræget. Distributionen af skønheds- og sundhedsprodukter i Danmark er meget fragmenteret, og markedet er præget af et stort antal forskellige detailforhandlere. Den væsentligste tendens på det Danske Skønheds- og Sundhedsmarked, har siden 2002, været faldet i traditionelle supermarketers markedsandel, dette forårsaget af den intense konkurrence fra discountbutikker. Matas vurderer, at skiftet fra traditionelle supermarkeder til discountbutikker har været gavnligt for Matas, idet traditionelle supermarkeder typisk udbyder et langt bredere skønheds- og sundhedssortiment end discountbutikker, og det dermed betyder, at Matas opnår de kunder der tidligere handlede i de traditionelle supermarkeder<sup>24</sup>.

De primære konkurrenter i branchen vurderes, at være danske supermarkeder, stormagasiner, apoteker, online shops samt udenlandske kæder.

Danske supermarkeder er især en konkurrent på området mass beauty, deres del af dog aftagende i forhold til udviklingen i Matas. Stormagasiner er konkurrerende på markedet for High-End Beauty, de har dog ikke samme muligheder for udvidelse som Matas, da der er begrænsede muligheder for nye butikker, grundet deres store pladsbehov. Online shops er et marked i vækst. Det er dog stadig ikke en væsentlig konkurrent til Matas. Apotekerne havde tidligere eneret til at forhandle medicin, men da Matas nu også har mulighed for det, vil det trække kunder til, som også har andre ærinder.

#### *7.1.2.2 Trusler fra nye konkurrenter*

Mange af de ovenstående konkurrenter, konkurrerer med Matas på nogle af segmenterne i markedet, men dette er ikke en sikkerhed for at de ikke udvider deres produktsortiment og begynder at konkurrere mere bredt med Matas, særligt inden for skønhedssegmentet.

---

<sup>24</sup> Matas Prospekt

Nogle af Matas' konkurrenter har i de seneste år, med henblik på at styrke deres markedsposition, investeret i udvidelse af deres produktudbud eller medarbejdernes kompetencer, og Matas kan risikere, at de vælger at udbygge denne investering.

Matas konkurrerer endvidere med internet shops, samt andre forhandlere. Disse sælger direkte til forbrugerne, hvoraf mange har investeret i, og måske fortsat vil investere aggressivt i, at øge deres markedsandel på det Danske Skønheds- og Sundhedsmarked, hvilket vil kunne presse Matas' og Matas' konkurrenters priser.

En anden mulig trussel er branchekonsolidering, gennem fusioner og/eller overtagelser, eller nye konkurrenter, der går ind på det Danske Skønheds- og Sundhedsmarked. Eller nye konkurrenter, der vælger, at gå ind på det Danske Skønheds- og Sundhedsmarked kunne bl.a. være udenlandske konkurrenter, hvoraf nogle, som nævnt under konkurrenceintensiteten, kan have større økonomiske ressourcer eller andre muligheder end Matas.

Derudover vil en yderligere liberalisering af apoteksmarkedet kunne fremme lysten hos udenlandske konkurrenter til, at starte op eller øge deres investering på dette marked i Danmark.

#### *7.1.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke*

Matas' vækst og resultater afhænger af især af selskabets og selskabets leverandørers evne til, at opfange og definere tendenser for de produkter, som Matas sælger - især inden for skønheds- og sundhedsprodukter. Det er derfor nødvendigt, at Matas' leverandører rettidigt kan forudsige, vurdere og reagere på forandringer i forbrugernes efterspørgsel og dermed omsætte tendenser i markedet til relevante og salgbare produkter, før Matas og Matas' leverandørers konkurrenter gør det

Det er derfor også essentielt, at Matas formår at udvikle og fastholde leverandørrelationer, som giver Matas adgang til de nyeste og mest populære produkter og brands på rimelige vilkår. Herunder også distribuering af produkter og markedsføringsmateriale til Matas' butiksværk på en effektiv måde, samt sikre et passende varelager.

Den styrke og det omdømme, Matas og Matas' leverandørers mærker har, er underlagt en række forskellige risici, hvoraf mange er uden for Matas kontrol. Disse risici vil bl.a. være mislykket eller

utilfredsstillende markedsføring, herunder merchandise implementeret eller udført af Matas' leverandører vedrørende netop deres mærker. Leverandøren af Matas' egne mærker "Striberne", skal også leve op til og vedholde en vis standard. Hvis ikke dette opretholdes kan det medføre negativ omtale og et evt. fald i forbrugernes efterspørgsel efter netop de produkter. Matas udfører dog ikke kontrol af sine leverandører eller deres ansættelsespraksis, og kan derfor ikke give sikkerhed for, at de hver især driver deres forretning på en etisk forsvarlig måde. Enhver negativ omtale af etiske forhold hos Matas, de Associerede Butikker eller leverandører eller producenter af de produkter, som Matas sælger, kan svække tilliden til Matas brandet, Striberne og leverandørernes mærker.

Dog ville en afbrydelse eller anden negativ begivenhed, som påvirker Matas' forhold til sine leverandører, kunne påvirke Matas' evne til, at sikre sig tilstrækkelige mængder og et tilstrækkeligt bredt sortiment af produkter.

#### *7.1.2.4 Kundernes forhandlingsstyrke*

Matas forhandler sine striber gennem egne og associerede butikker, samt gennem deres webshop. Matas har en bred og diversificeret kundebase, og i regnskabsåret 2012/13 blev der registreret ca. 25 mio. transaktioner i Matas kæden (inklusive webshoppen), hvoraf over 22 mio. transaktioner kunne henføres til Matas' egne butikker<sup>25</sup>. Matas' anerkendte brand kompletteres af en loyal og aktiv kundebase. Matas' kunder besøger hyppigt Matas' butikker. Ifølge en undersøgelse udført i november 2012 af Carat Deep Blue, Danmark, besøger ca. 40% af kunderne Matas' butikker mindst én gang om måneden, hvilket er højt sammenlignet med andre detailforhandlere inden for non-food-sektoren.

Forbrugernes efterspørgsel og trends spiller en stor rolle for Matas, da det er essentielt for deres overlevelse at følge med. Hvis de ikke gjorde dette, ville forbrugerne finde alternative indkøbsmuligheder, og Matas ville miste mange kundeandele.

Matas forventer, jf. deres prospekt følgende udvikling på markedet, dog understøttet af fortsatte ændringer inden for forbrugerdemografi og- holdninger<sup>26</sup>:

- Øget fokus på sundhed og velvære blandt forbrugerne.

---

<sup>25</sup> Matas prospekt

<sup>26</sup> Matas prospekt side 46



- Stigende købekraft blandt kvinder – de primære forbrugere af skønheds- og sundhedsprodukter.
- En positiv ændring i mænds holdning til skønhedsprodukter.
- En aldrende befolkning.

Forbrugerne har således en stor magt, når det handler om udbuddet i butikkerne. Dette er gældende for Matas, såvel som deres konkurrenter.

#### *7.1.2.5 Konkurrence fra substituerende produkter*

Helt overordnet er truslen fra substituerende produkter lav, idet Matas udbyder produkter indenfor en stor del af alle områder på markedet. Dette gør, at kunderne altid kan finde en substitut i samme butik, og dermed ikke behøver at gå til konkurrerende butikker.

Matas er i væsentligt omfang eksponeret mod konjunkturudviklingen i Danmark, hvor Matas genererer stort set hele sin omsætning. De er derfor meget påvirket af konjunkturudviklingen, da mange af de produkter, som Matas sælger, er produkter, som forbrugerne typisk køber færre af, når der er økonomisk nedgang, og forbrugertilliden og de disponible indkomster falder. Sådanne forhold kan forventes at påvirke forbrugernes købsadfærd, hvilket kan medføre et fald i det generelle salg af de produkter, som Matas udbyder, eller ændringer i det produktmix, Matas sælger. Man kan derfor tale om den risiko at high-end beauty, som er Matas' største omsætning, vil blive substitueret med billigere alternativer, som kan købes i discountbutikker.

#### *7.2 Intern analyse:*

Formålet med den interne analyse er, at undersøge Matas' egne ressourcer, for dermed at kunne identificere eventuelle konkurrencefordele, samt deres kernekompetencer.

I forbindelse med udarbejdelsen af den interne analyse, vil Prospekt for Matas samt deres Årsrapport og hjemmeside blive benyttet som primære kilder, ved brug af andre kilder vil dette fremgå.

### 7.2.1 Værdikæde

Værdikæden er udviklet af økonomen Michael E. Porter. Værdikæden kan bruges til en systematisk analyse af Matas' aktiviteter, med det formål, at identificere, hvor virksomheden opnår konkurrencemæssige fordele.

Værdikæden viser alle de aktiviteter og sammenhængen mellem aktiviteterne, der skal udføres i virksomheden – lige fra den indledende produktudvikling over produktion og markedsføring til produktet anvendes af slutbrugeren. Da Matas ikke er en produktionsvirksomhed, men derimod en detail virksomhed, vil brug af modellen dog kræve tilpasning, da de skaber værdi gennem andre aktiviteter. Vi vurderer, at Matas' primære aktiviteter er indkøb, herunder lagerstyring, salg og service, samt markedsføring. Matas sekundære aktiviteter vil være virksomhedens menneskelige – og teknologiske ressourcer, samt virksomhedens infrastruktur.

#### 7.2.1.1 Primære aktiviteter

En af Matas' store værdi skabere er deres brede og dybe sortiment, ligesom butiksinretningen i deres forretninger er indbydende. Sortimentet udbydes til konkurrencedygtige priser, som primært skyldes Matas investering i en fuldautomatiseret lagerstyring.

Matas får deres egne produkter produceret hos det familie ejede Persano Group, dette samarbejde har eksisteret siden 1952, og indgår derfor som en naturlig anlægsressource hos Matas. De benytter endvidere mere end 250 leverandører, hvormed, de med de fleste, har langvarige samarbejder. Dette skyldes primært daglig tæt dialog mellem leverandører og Matas' indkøbsafdeling, som består af en indkøbsschef og omkring 10 medarbejdere.

Matas har som tidligere nævnt, investeret i et omfattende lagerstyringssystem, som gør det muligt at indkøbe varer efter historisk kendskab og sæson svingninger. Dette betyder lavere lagerbinding og muligheden for rabatter ved indkøb af større mængder, grundet kendskab til kommende salg. Især centrallagrene spiller en stor rolle i denne proces. Matas har to centrallagre, der begge er beliggende nær deres hovedkontor i Allerød. Disse to lagre håndterer alt fra intern logistik,

leverancer, lagerføring, pakning og forsendelser af onlineordrer. Al udgående logistik til butikker mv. er dog varetaget af en ekstern leverandør.

Matas' mission er, at hjælpe deres kunder med at have det godt, se godt ud og være i godt humør – for rimelige penge. Dette har de formået igennem mange år med deres kundeservice og branchekendskab. Matas har mange loyale kunder. Dette ses især på deres meget høje medlemstal i Club Matas. De har altså formået, at skabe værdi for kunderne, således at, kunderne kommer igen. En af grundene hertil er blandt andet medarbejdernes høje uddannelsesniveau, samt deres markedsføring.

De benytter sig i deres markedsføring, af adskillige markedsføringskanaler. Heriblandt tilbudsaviser, tv-reklamer, internet, annoncer i magasiner og via egne gratis magasiner, som uddeles i butikkerne. Dette gøres for, at nå ud til hele deres brede målgruppe af kunder. Især tilbudsavisen er en vigtig faktor da denne distribueres til ca. 78 % af alle husholdninger, der ønsker reklamer i Danmark.

Der kan argumenteres for og imod hvorvidt Matas' medarbejdere er en primær eller sekundær værdi skabende aktivitet. Da hovedparten af Matas' medarbejdere er materialist uddannet, og de er Matas' ansigt udadtil og det er dem der skal levere den gode service til kunderne, for at disse forbliver loyale, vurderes medarbejderne dog at være en primær aktivitet.

Matas har omkring 2.500 medarbejdere, hvoraf 1.818 arbejder i deres butikker. Af de butiksansatte er 1.200 uddannede materialister<sup>27</sup>. Matas har et officielt godkendt uddannelsesprogram, der gør deres personale i stand til at yde specialiseret rådgivning og service.

#### *7.2.1.2 Sekundære aktiviteter*

Matas' infrastruktur er opbygget omkring et two tier board system, som betyder, at der er en separat daglig ledelse og en række bestyrelsesmedlemmer. Ledelsen står for den daglige drift i virksomheden og sørger for, at træffe beslutninger i dagligdagen. Det er bestyrelsens ansvar, at

---

<sup>27</sup> Matas Prospekt side 58

sørge for, at ledelsen tager de rigtige beslutninger, samt at træffe mere overordnede valg som påvirker Matas på længere sigt. Denne opbygning er meget normal i Danmark.

De teknologiske ressourcer som Matas benytter, omfatter primært deres nye IT system. Dette system hjælper Matas, således de har muligheden for, at have en veldokumenteret og velintegreret operationel platform bestående af et omfattende netværk af butikker, centraliseret indkøb, en for nylig opdateret distributions- og logistikstruktur, et velinvesteret IT-system, der understøtter Matas' aktiviteter, herunder selskabets online-salgskanal.

### 7.2.2 Kernekompetencer

En kernekompetence er Matas evne til at leve op til de krav, der bliver stillet. Vi finder Matas kernekompetence ved, at se udefra og ind i virksomheden for at klarlægge, hvad de er særligt gode til.

Det er altså ikke et godt produkt, med en stor markedsandel, men nærmere de bagvedliggende forhold som medfører, at de kan fremstille et succesfuldt produkt eller virksomhed, og dermed forblive konkurrencedygtige. Det var derfor nødvendigt, som foretaget ovenfor, at analysere alle deres aktiviteter for at kunne identificere netop deres kernekompetence. Dette vil oftest være en kombination af aktiviteterne.

Tre betingelser skal være opfyldt for at en kompetence kan kaldes en kernekompetence:

- Kunderne oplever kompetencen som værdifuld.
- Kompetencen skal differentiere virksomheden fra konkurrenterne.
- Kompetencen skal besidde et indbygget udviklingspotentiale.

Ud fra ovenstående gennemgang af primære og sekundære aktiviteter, vurderes det, at Matas' markedsførings-, distributions- og indkøbsnetværk er en af selskabets kernekompetencer. Ikke mange detailkæder indenfor denne branche har lignende stordriftsfordele, som primært skyldes deres netværk. Dette vil, alt andet lige, skabe værdi for kunden, da et godt netværk og muligheden for stordriftsfordele, kan give kunden varer til konkurrencedygtige priser, samt et stort udbud. Endvidere vurderes Matas' medarbejdere, grundet deres uddannelse og service, som en af

firmaets kernekompetencer, da de er værdiskabende for kunden, i det øjeblik hvor købet foretages, grundet deres uddannelse og service. Disse to kompetencer vurderes, at være årsagen til, at Matas har så stor en markedsandel og stærk markedsposition.

### 7.3 Delkonklusion

Som opsummering på ovenstående strategiske analyse er følgende muligheder for Matas identificeret. Et opkøb af de resterende associerede butikker vil give Matas en stor markeds-mæssig fordel, herunder vil også det nye koncept StyleBox kunne give dem en fordel, med henblik på øget salg af hårpleje, neglepleje og makeupprodukter. Derudover vil deres loyale og aktive kundebase, alt andet lige, give Matas en fordel i forhold til konkurrenter, set i relation til et øget forbrug af skønhedsprodukter. Nogle af de identificerede risikofaktorer vil være udenlandske konkurrenter, som bevæger sig ind på det danske marked med stor kapital i ryggen, samt deres eksponering mod konjunkturudviklingen i Danmark, hvor stort set hele deres omsætning genereres.

## 8. Regnskabsanalyse

I forlængelse af vores strategiske analyse vil vi nu indlede anden del i vores værdiansættelse. Regnskabsanalysen vil være med til bedre, at kunne vurdere Matas finansielle resultater og økonomiske stilling. Analysen vil tilvejebringe den nødvendige information til fremadrettede budgettering og værdiansættelse.

Til vores budgettering er det det nødvendigt, at forstå og identificere hvad der driver rentabilitet og vækst i virksomheden<sup>28</sup>. Med dette udgangspunkt vil der derfor blive foretaget en rentabilitets- og vækstanalyse. De to analyser vil tegne et billede af den historiske og den nuværende rentabilitet og vækst, hvor vi herigennem vil have mulighed for at kunne budgettere<sup>29</sup>.

### 8.1 Årsrapporten

Regnskabsanalysen vil udelukkende tage udgangspunkt i Matas årsrapporter for perioden 1. april 2009— 31. marts 2013, inklusiv perioderegnskabet for perioden 1. april 2013 til om med 31.

---

<sup>28</sup> Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse (en praktisk tilgang) – 4 udgave, side 209

<sup>29</sup> Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse (en praktisk tilgang) – 4 udgave, side 209

december 2013. Perioderegnskabet er inkluderet og budgetteret for hele 2013/2014 for at give en mere nuanceret økonomisk status.

De rapporterede finansielle opgørelser kommer ikke i en form, hvor der skelnes skarpt mellem koncernens driftsmæssige- og finansielle aktiviteter<sup>30</sup>. Det er derfor nødvendigt at reformulere disse opgørelser til analysebrug. Efter reformuleringen vil det blive muligt at kunne udarbejde de nævnte analyser.

Det skal vurderes om regnskabskvaliteten af underliggende årsrapporter er retvisende, da dette kan være med til, at forbedre kvaliteten af konklusioner på rentabilitets- og vækstanalysen. Dette kræver kontinuitet i regnskaberne, herunder anvendt regnskabspraksis og revisionspåtegning. En gennemgang vil blive foretaget på disse punkter for at klarlægge den nødvendige korrigerende.

#### 8.1.2 Årsrapporten til analysebrug

Koncernens seneste årsregnskab, 2012/2013, er aflagt i overensstemmelse med IFRS og danske formkrav pålagt børsnoterede selskaber<sup>31</sup>. Tidligere årsregnskaber er aflagt efter samme IFRS standard. I nærliggende periode for vores analyse, er der ingen ændringer i anvendt regnskabspraksis, som måtte have indflydelse på sammenlignelighed årene i mellem. De punkter, hvor Matas' børsnotering, herunder, danske formkrav for børsnoterede virksomheder, skulle have indflydelse på opstilling af årsrapporten til analyseformål, vil blive korrigeret i reformuleringen. Dette vil blive gjort med udgangspunkt i følgende forbehold, at de korrigerede regnskabsprincipper eller skøn vedrører væsentlige strategiske værdidrivere og væsentlige balanceforhold, hvor det tilgængelige regnskabsmateriale muliggør en nogenlunde præcis korrektion. Den anvendte regnskabspraksis for vores analysehorisont vurderes på nuværende tidspunkt ikke til, at være kompromitteret.

Tidligere års regnskaber, fra perioden 2009/2010 til 2012/2013, er alle løbende blevet implementeret med de standarder og fortolkningsbidrag, som ved aflæggelse af årsrapporten har

---

<sup>30</sup> Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse (en praktisk tilgang) – 4 udgave, side 19

<sup>31</sup> Matas årsrapport 2012/2013, anvendt regnskabspraksis, side 65

været trådt i kraft<sup>32</sup>. Hvilke af revisionen ikke har givet anledning til, at ville påvirke indregninger eller målinger.

Det vurderes, at årsrapporterne udviser kontinuitet og er derfor sammenlignelige perioderne imellem. Revisionspåtegninger uden forbehold understøtter, at alle nærværende regnskaber giver et retvisende billede af koncernens aktiver og pengestrømme.

## 8.2 Egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse til analysebrug

For at identificere virksomhedens evne til, at skabe værdi for sine aktionærer, er det nødvendigt at reformulere de finansielle opgørelser. Som tidligere nævnt skelner årsrapporten ikke på driftsaktivitet og finansieringsaktivitet, hvilket er essentielt for en fremadrettet værdiansættelse af Matas aktiver. Reformulering hjælper til med, at få identificeret driftsaktiver og finansieringsaktiver som kan aflede nøgletal der måler resultatet af virksomhedens aktiviteter. En reformuleringsproces med den anvendte værdiansættelsesmodel inkluderer behandlingen af tre økonomiske opgørelse:

- Reformulering af egenkapitalopgørelsen.
- Reformulering af balancen.
- Reformulering af resultatopgørelsen.

### 8.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Reformulering af egenkapitalopgørelsen udføres med henblik på opdeling af transaktioner med ejerne og periodens totalindkomst med opstilling af ikke-resultatførte værdireguleringer (dirty surplus poster). Reformuleringen kan ses af bilag 1.

### 8.2.2 Reformulering af balancen

At gøre balancen klar til analysebrug indebærer en reformulering af den nuværende form med aktiver og forpligtelser, opgjort på henholdsvis kort- og langfristede. Klassifikationen tilsidesættes for, at restrukturere balancen ved, at adskille drifts- og finansieringsaktiviteten med henblik på, at identificere de forskellige kilder til rentabilitet samt Matas' evne til at skabe overskud. Den reformulerede balance opgøres med totaler for anlægskapital og arbejdskapital, som samlet giver

---

<sup>32</sup> Matas årsrapporter 2008/2009 – 2012/2013, anvendt regnskabspraksis

nettodriftsaktiver (NDA) og modsat nettofinansielle forpligtelser (NFF). Reformuleringen kan ses af bilag 1

### 8.2.3 Operationel leasing

Koncernen leaser ejendomme og driftsmateriel under operationelle leasingkontrakter. Disse leasingkontrakter er typisk mellem 2 og 10 år, med mulighed for forlængelse efter periodens udløb. Hovedparten af disse leasingkontrakter indeholder ikke betingede lejeydelser. For enkelte leasingkontrakter er ydelsen variabel afhængig af omsætningen<sup>33</sup>. Ved operationel leasing indregnes hverken aktiver eller forpligtelser på balancen<sup>34</sup>. For, at kunne korrigere herfor, er det nødvendigt at kende leasingaftalernes løbetid og størrelsen af leasingydelserne. Ingen af disse informationer er til stede i de officielle rapporter, og det vil derfor ikke være muligt, at kapitalisere nutidsværdien af leasingaftalerne.

## 8.3 Reformulering af balancen

### 8.3.1 Arbejdskapital og anlægskapital

Disse poster opstiller de aktiver som vedrører driften af Matas til understøttelse af salg og levering af produkter og serviceydelser. Poster, som er afledt af driften er opstillet i bilag 1, reformulering af balancen.

### 8.3.2 Driftslikviditet

Likvide beholdninger i balancen inkluderer kontante anfordringsindsud, ultralikvide investeringer samt kassekreditter<sup>35</sup>. Daglige betalinger imødekommes ved, at Matas har en tilstedeværende driftslikviditet. Denne må estimeres, da ledelsen ikke stiller denne information til rådighed i det tilgængelige regnskabsmateriale. Det er ofte anvendt, at driftslikviditet opgøres til at være mellem 0,5 til 2 % af nettoomsætningen<sup>36</sup>. Vi anslår driftslikviditeten til at være 1 % af nettoomsætningen, hvor overskydende likvider noteres under finansielle aktiver.

### 8.3.3 Øvrige poster af driftsmæssig karakter

Af balancens noter fremgår det, at følgende aktiver har tilknytning til Matas driftsaktivitet.

- Andre værdipapirer og kapitalandele, note 17 (driftsaktivitet)

---

<sup>33</sup> Matas årsrapporter 2009-2013, note 29, side 57

<sup>34</sup> Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse (en praktisk tilgang), reformulering af balance, side 168

<sup>35</sup> Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse (en praktisk tilgang), reformulering af balance, side 161

<sup>36</sup> Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse (en praktisk tilgang), reformulering af balance, side 161



- Anden gæld, note 24 (driftsforpligtelse)

#### 8.3.4 Anden gæld, note 24

Notens langfristede forpligtelser vedrører medarbejderobligationer<sup>37</sup>, som vurderes, at stå i relation til driften. Dette punkt menes, at stå i direkte relation til øvrige lønomkostninger. Sammen med de øvrigt noterede punkter i noten, herunder moms-gæld, feriepengeforpligtelser og lønrelaterede gældsposter er de alle relateret til Matas driftsaktivitet.

#### 8.3.5 Andre værdipapirer og kapitalandele, note 17

Posten vedrører ejerandele i kontorordninger og indkøbscentre<sup>38</sup>. Disse aktiver står i direkte relation til driften. Posten anses som en strategisk investering og ikke en placering af overskydende likviditet.

### 8.4 Reformulering af resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen reformuleres med samme udgangspunkt for drifts- og finansielle aktivitet. Dette gøres for at kaste lys over overskudsskabelsen. Dette opnås ved, at bringe den reformulerede resultatopgørelse på totalindkomstbasis ved, at indregne ikke-resultatførte poster på egenkapitalen. Det samlede driftsoverskud opdeles i henholdsvis driftsoverskud fra salg og andet driftsoverskud. Alle overskuds-komponenter har skattemæssige konsekvenser, hvorfor der vil blive udarbejdet en skatteallokering. Foruden primært driftsoverskud, som er handel med kunder, er det tillige nødvendigt at få klassificeret de komponenter der har karakter af, at være permanente og ikke-permanente.

#### 8.4.1 EBIT, Core salgsoverskud fra salg før skat

Matas driver deres forretning udelukkende ved videresalg af varer direkte til forbrugerne. Core salgsoverskud før skat består således af nettoomsætning fratrukket vareforbrug, andre eksterne omkostninger, personale omkostninger og afskrivninger relateret til virksomhedens primære driftsaktivitet. Yderligere er usædvanlige driftsposter, sammen med ikke resultatførte poster, samt finansieringsaktivitet udskilt, med henblik på skatteallokering og udredning af skatteskjoldet.

#### 8.4.2 Finansieringsaktivitet, efter skat

Finansieringsaktiviteten i den reformulerede resultatopgørelse er opdelt i henholdsvis core nettofinansielle omkostninger og usædvanlige finansielle poster.

---

<sup>37</sup> Matas årsrapporter 2009-2013, note 17

<sup>38</sup> Matas årsrapporter 2009-2013, note 24

#### 8.4.3 Core nettofinansielle omkostninger

Posten indeholder permanente renteindtægter på koncernens finansielle aktiver, som renter af likvide beholdninger samt rentekomkostninger på de samlede finansielle forpligtelser.

#### 8.4.4 Usædvanlige finansielle poster, efter skat

Af identificerede udsædvanlige poster fremgår poster med og uden skattemæssige konsekvens. Poster uden skattemæssig konsekvens indeholder valutakursreguleringer og værdiregulering af sikringsinstrumenter, hvor skatteallokering ikke er nødvendig, da skat på disse poster er ført direkte på egenkapitalopgørelsen. Poster med skattekonskvens er netto dagsværdiændringer på afledte finansielle instrumenter. Kendetegnet for alle poster er, at alle vurderes til, at være ikke-permanente eller usædvanlige.

#### 8.4.5 Skatteallokering

Til brug for skatteallokering, for vores historiske opgørelse, er den officielle skatteprocent på 25 % anvendt. Som følger af den politiske vækstplan for Danmark vil selskabsskatten falde til 23,5 % i 2015 og yderligere til 22 % fra og med 2016. Dette indarbejdes i budgetteringen.

#### 8.4.6 Usædvanlige driftsposter, efter skat

Poster som indgår under usædvanlige driftsposter er som ovenstående også opgjort i poster med og uden skattemæssige konsekvenser – Poster, som ikke kræver skatteallokering er avance og tab ved salg af materielle aktiver sammen med mDKK 16 i eksterne omkostninger. Af beretningen 2012/2013, under forventninger til fremtiden, fremgår en justering af EBIT-margen på 17,1 % (mDKK 16). En justering for ikke tilbagevendende omkostninger på mDKK 16,0 og afskrivninger af immaterielle aktiver samt nedskrivning af goodwill og andre immaterielle aktiver i regnskabsåret 2012/2013.<sup>39</sup> Posten er fratrukket/taget ud af andre eksterne omkostninger og placeret under udsædvanlige poster.

#### 8.4.7 Core driftsoverskud efter skat

Skatteallokeringen af ovennævnte poster medfører, at skatteskjoldet nu kan modregnes og at efter-skat driftsoverskuddet fra salg nu fremtræder. Her er det nu er muligt, at se på det samlede billede for lønsomheden fra handel med kunder og leverandører, som er Matas kerneaktivitet.

### 8.5 Nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst

---

<sup>39</sup> Matas årsrapport 2012-2013, beretning / forventninger til fremtiden, side 8

### 8.5.1 Rentabilitetsanalyse

Afsnittet vil identificere de faktorer som driver rentabiliteten i koncernen. Til brug for dette er der gjort brug af den udvidede DuPont-model, som tager udgangspunkt i de reformulerede opgørelser.

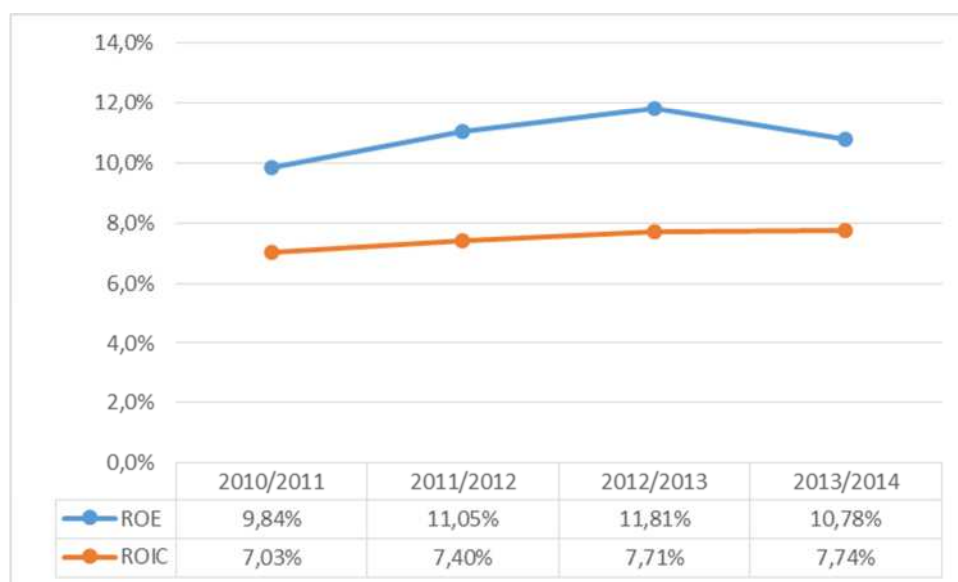
### 8.5.2 ROE, egenkapitalforrentning udredning

Egenkapitalforrentningen opsættes uden minoritetsinteresser, da ingen er til stede i analyseperioden. Det bevirker, at totalindkomsten angivet i de reformulerede opgørelser, som den eneste, tilfalder de ordinære aktionærer.

Udviklingen af ROE afhænger af afkast fra henholdsvis driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. ROE afhænger derfor af udviklingen ROIC (return on invested capital)<sup>40</sup>. ROIC gennemgås sammen med værdidriverne for denne, OG (overskudsgrad) og AOH (aktivernes omsætningshastighed) i de følgende afsnit.

ROIC måler i hvor stor grad en virksomhed udnytter sin investerede kapital til overskudsskabelse. Perioden fra 2010/2011 til perioden 2013/2014 viser en stabil ROIC for koncernen. ROIC ligger i perioden på 7,03 %, med en svag stigning over perioden. Grafen nedenfor viser udviklingen i ROE og ROIC i analyseperioden.

**Figur 6: Udvikling i ROE og ROIC i analyseperioden**



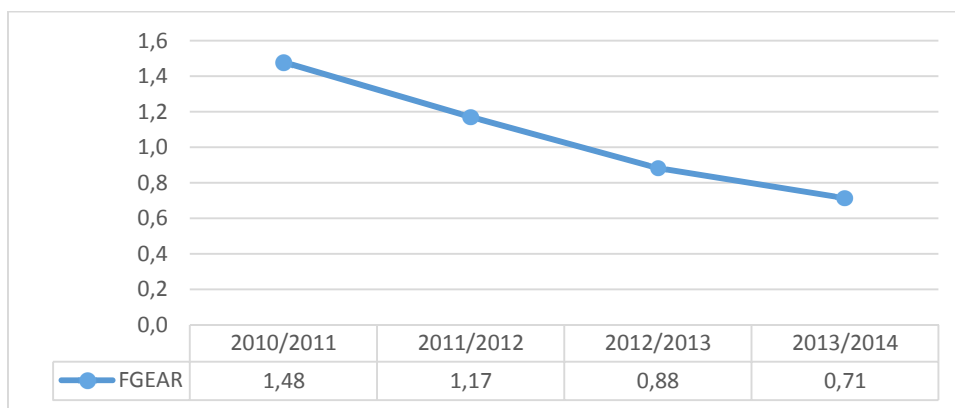
Kilde: Egen tilvirkning

<sup>40</sup> Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse (en praktisk tilgang), Analyse, side 211

### 8.5.3 ROIC og finansiel gearing

Virksomheden egenkapitalforrentning (ROE) påvirkes som nævnt både af finansieringsaktivitet som driftsaktivitet, hvorfor det derfor er nødvendigt at adskille de to. Det er hermed gjort ved reformulering af de finansielle opgørelser, som muliggør et indblik i, hvor stort et omfang finansieringsaktiviteten bidrager til den samlede rentabilitet.

**Figur 7: FGEAR**



Kilde: Egen tilvirkning

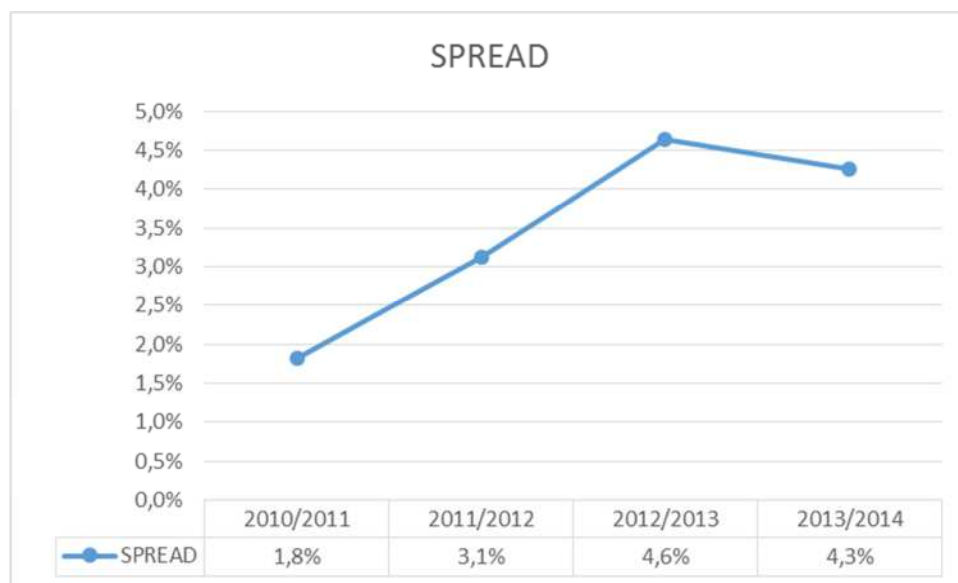
FGEAR, som måler koncernens gældsætning i forhold til den ordinære egenkapital er klart blevet forbedret over analyse perioden med et niveau på 1,48 i 2010/2011 og halveret i 2013/2014 til 0,71. Denne markante gældsafvikling, fra høj finansiel gearing til niveauet i 2013/2014, vil alt andet lige, influere koncernens risikoprofil i en positiv retning.

### 8.5.4 SPREAD

SPREAD, som er forskellen mellem ROIC og  $r$ , hvor ROIC måler rentabiliteten fra driften og  $r$  angiver den gennemsnitlige lånerente<sup>41</sup>, viser en positiv effekt fra den finansielle gearing, hvilket bidrager til et øget afkast (ROE).

<sup>41</sup> Ole Sørensen – Regnskabsanalyse og værdiansættelse (en praktisk tilgang), Analyse, side 212

**Figur 8: SPREAD**



Kilde: Egen tilvirkning

Afkastet fra den finansielle aktivitet har bevirket, at koncernens gældsaktiviteter har haft positivt indvirkning på koncernens ROE, da afkastet fra ROIC overstiger den aktuelle lånerente.

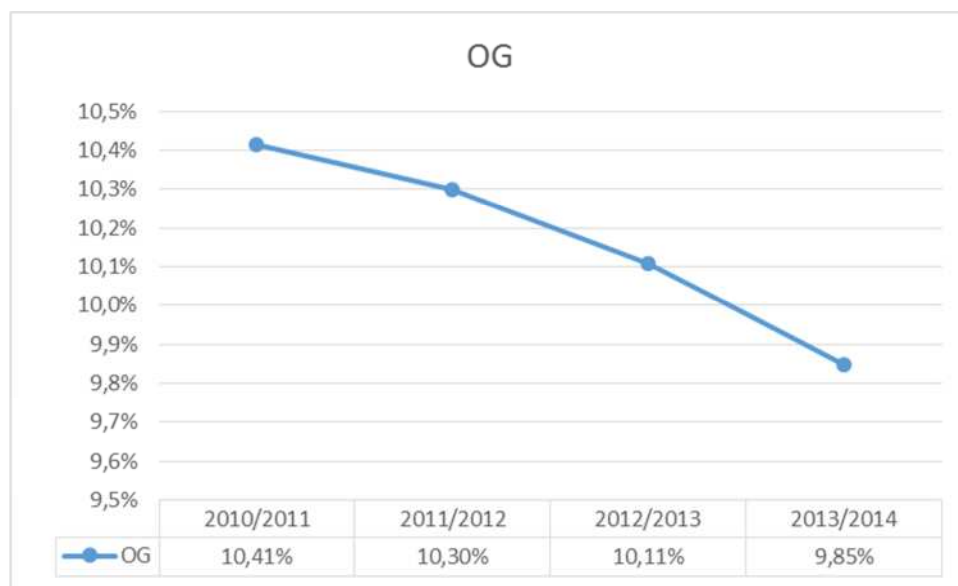
#### 8.5.5 ROIC

Afsnittet vil gennemgå koncernens evne til at implementere sine nettodriftsaktiver til overskudsskabelse med inddragelse af de to værdikomponenter, overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH), som sammenlagt udgør ROIC.

#### 8.5.6 Overskudsgrad (OG)

Det overordnede billede for analyseperioden viser en stabil overskudsgrad, med en variation på under 1 %. Total set har overskudsgraden dog været svagt faldende. Med et niveau på 10,41 % i perioden 2010/2011 til et niveau på 9,85 % i 2012/2013. Overskudsgraden har i perioden for analysen derfor ikke bidraget positivt til den stigende ROIC. En udredning af overskudsgraden følger.

Figur 9: OG



Kilde: Egen tilvirkning

### 8.5.7 Overskudsgrad udredning

EBITDA-marginen viser en forbedring af koncernens styring af kerneaktiviteter, som har direkte relationer til salget med en stigning 17,73 % i 2010/11 til 18,90 % i 2012/13. Af EBITDA-marginen kan udledes, at koncernen binder størstedelen af deres omkostninger i vareforbrug, med 55,01 % i 2010/11, faldende til 54,38 %. Faldet i vareforbruget og forbedring af koncernens EBITDA-margin, kan muligt afledes af bedre leverandøraftaler samt forbedringer og fordele ved indførelse af central lagerstyring. Vi vurderer et gennemsnitligt vareforbrug på 55 %, hvor 2013/14 derfor viser en stigning, da posten indeholder budgettering for sidste kvartal. Driftsomkostninger som koncernens anden store post, indeholdende andre eksterne omkostninger og personaleomkostninger. Posten viser et stabilt niveau med tendens til at være svagt faldende i perioden 2010/11 til 2012/13. Den forbedrede EBITDA-margin i relation til driftsomkostninger, er primært drevet af forbedret niveau i personaleomkostninger, hvilket umiddelbart kan afledes af ledelsesberetningen med fokus på tilgangen af nye medarbejdere samt stabile overenskomstmæssige forhold i perioden 2009/10 til 2012/13. Opdelingen af driftsomkostningsniveauet kan ses i nedenstående tabel efterfulgt af koncernens øvrige marginer.

**Figur 10: Opdeling af driftsomkostningsniveauet**

Driftsomkostninger	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14
Andre eksterne omkostninger	-8,68%	-8,93%	-8,96%	-8,18%
Personale omkostninger	-18,62%	-18,03%	-18,12%	-18,90%
<b>Total</b>	<b>-27,30%</b>	<b>-26,96%</b>	<b>-27,07%</b>	<b>-27,08%</b>

Kilde: Egen tilvirkning

Stigningen i personaleomkostninger i perioden 2013/14 må antages at opstå ved overtagelsen af Esthetique samt associerede butikker.

**Figur 11: Dekomponering af OG**

Dekomponering af OG	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14
Overskudsgradsdrivere				
Nettoomsætning	100%	100%	100%	100%
Vareforbrug	-54,96%	-54,35%	-54,03%	-55,00%
<b>Driftsomkostninger</b>	<b>-27,30%</b>	<b>-26,96%</b>	<b>-27,07%</b>	<b>-27,08%</b>
<b>EBITDA-margin</b>	<b>17,73%</b>	<b>18,68%</b>	<b>18,90%</b>	<b>17,92%</b>
Afskrivninger	-4,20%	-3,99%	-4,12%	-4,03%
<b>EBIT-margin</b>	<b>13,54%</b>	<b>14,70%</b>	<b>14,78%</b>	<b>13,89%</b>
Skat på EBIT	-3,96%	-4,35%	-4,28%	-4,05%
<b>NOPAT-margin</b>	<b>9,58%</b>	<b>10,35%</b>	<b>10,50%</b>	<b>9,85%</b>
Usædvanlige poster	0,83%	-0,05%	-0,40%	0,00%
<b>Samlet OG</b>	<b>10,41%</b>	<b>10,30%</b>	<b>10,11%</b>	<b>9,85%</b>

Kilde: Egen tilvirkning

NOPAT-margin, som viser koncernens samlede lønsomhed fra handel med kunder, indikerer en forbedring over analyseperioden. Fra et niveau på 9,58 % i 2010/11 til 10,50 % i 2012/13. Forbedringerne kan overordnet hentes fra forbedret EBITDA-margin, inklusiv et samtidigt fald i afskrivninger. Forbedret nettoomsætning er nået trods lave omkostningsniveauer. Det som påvirker og fordrejer billedet med faldende overskudsgrad, er tilstedeværelsen af usædvanlige poster, som i 2010/11 bidrager positivt til overskudsgraden, men for 2011/12 og 2012/13 bidrager negativt samt en stigende skatteandel af omsætningen. Sammenlignes den samlede periode, er

2010/11 misvisende, da overskudsgraden ikke indikerer en forbedring fra handel med kunder, men skyldes forekomst af usædvanlige poster som bidrager positivt til totalindkomsten og dermed den samlede overskudsgrad i perioden.

Fra gennemgangen kan udledes følgende:

Matas kerneaktivitet synes intakt med en anslået overskudsgrad på 9,85 % i 2013/14.

Overskudsgraden i 2013/14 er ca. 1 % lavere end de 2 foregående år, hvilken har sin baggrund i den højere procentandel af vareforbrug i forhold til omsætningen. Bemærk at 2013/14 indeholder budgetteret vareforbrug, hvor de 55 % er estimeret ud fra en gennemsnitsbetragtning af de foregående år.

#### 8.5.8 Vækst i nettoomsætningen

Koncernen forholder sig primært til nedenstående segmentering af nettoomsætningen.

Opstillingen er udarbejdet i årsregnskabet for 2012/2013 med tilbagevirkende kraft til og med 2010/2011<sup>42</sup>. Tidligere segmentering er derfor ikke mulig.

**Figur 12.1: Oversigt over periodens fremgang i omsætning**

År	2010/2011	2011/2012	2012/2013	Δ	Δ %
<b>Beauty shop</b>	1.992,60	2.086,70	2.195,10	202,50	10%
<b>Vital shop</b>	306,60	301,90	301,50	-5,10	-2%
<b>Material shop</b>	256,50	263,10	256,90	0,40	0%
<b>MediCare Shop</b>	157,00	167,70	173,30	16,30	10%
<b>Øvrige</b>	32,70	27,90	26,90	-5,80	-18%
<b>Engros</b>	246,20	249,90	246,30	0,10	0%
<b>Total</b>	2.991,60	3.097,20	3.200,00	208,40	7%

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 12.1 viser i perioden fremgang i omsætningen på Beautyshop og MediCare med 10 %, hvilket total svarer til en stigning i nettoomsætningen på mDKK 218,8. Begge segmenter har i analyseperioden bidraget til en forbedret margin, med Beautyshop som den primære driver og MediCare som sekundære. Seneste regnskabstal for 2013/Q3 viser sammenlignet med 3.kvt.

<sup>42</sup> Matas årsrapport 2012-2013, note 3, side 50



2012/2013 fremgang i alle segmenter, hvor MediCare synes, at have stagneret. Om denne tendens fortsætter vurderes og om denne har indflydelse, behandles afsnit 10 - Budgettering.

**Figur 12.2: Oversigt over periodens fremgang i omsætning**

År	2012/2013Q3	2013/Q3	Δ	Δ %
<b>Beauty shop</b>	1.709,40	1.839,80	130,40	8%
<b>Vital shop</b>	222,20	239,00	16,80	8%
<b>Material shop</b>	200,10	214,80	14,70	7%
<b>MediCare Shop</b>	131,70	130,70	-1,00	-1%
<b>Øvrige</b>	17,90	24,00	6,10	34%
<b>Engros</b>	190,00	152,20	-37,80	-20%
<b>Total</b>	2.471,30	2.600,50	129,20	5%

Kilde: Egen tilvirkning

#### 8.5.9 Nettoomsætningens indtjeningskilder

Ledelsen omtaler to primære indtægtsgrundlag.

Det første primære indtægtsgrundlag er butikssalg, hvor der er stor fokus på opkøb af nye eksisterende butikker samt forholdet mellem egne og associerede butikker, som afspejler sig i omsætningstallene fra 2013/Q3. Esthetique Danmark opkøbes i 2013 med overtagelse af ni butikker<sup>43</sup> inklusiv overtagelse af yderligere 6 associerede butikker<sup>44</sup>, hvor sidstnævnte afspejler sig i omrokering af omsætning, med et fald i engros på 20 % og en overordnet stigning i salg fra egen butikker med 4 %<sup>45</sup>.

Det andet indtægtsgrundlag er webshoppen som står for ca. 1 % af omsætningen<sup>46</sup>.

Det kan med stor sandsynlighed antages, ud fra koncernens nuværende handlingsmønster, at forøgelse af omsætning primært sker igennem mersalg i de fire segmenter ved opkøb eller overtagelse af associerede butikker.

<sup>43</sup> Matas årsrapport 2012-2013, beretning, side 7

<sup>44</sup> Matas kvartalregnskab 2013/Q3, ledelsesberetning, side 4

<sup>45</sup> Matas kvartalregnskab 2013/Q3, ledelsesberetning, side 4

<sup>46</sup> Matas årsrapport 2012-2013, beretning / koncernen, side 7

### 8.5.10 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed viser i analyseperioden en forbedret kapitalstyring.

Underliggende er både arbejdskapital og anlægskapital blevet forbedret i analyseperioden.

Arbejdskapitalen er blandt andet blevet forbedret på omsætningshastighed på varelager, leverandørgæld og forudbetalinger fra kunder som har bidraget positivt til den forbedrede nettodriftskapital<sup>47</sup>. Det nye varelager har dog i slutningen af året 2012/2013 bidraget til større lagerbeholdning end forventet, hvilket dog skal ses i relation til nettoomsætningen, som er steget 3,3 % fra perioden 2011/2012 på mDKK 3.097,2 til mDKK 3.200 i 2012/2013, hvorfor stigningen i varelager kan være afledt af potentielt mersalg. Anlægskapitalen påvirkes primært af Goodwill samt varemærker og navnerettigheder, som udgør langt størstedelen af den samlede kapital. Goodwill udgør ikke direkte genstand for omsætning, men bidrager som måling af koncernens almindelige omdømme, kundekreds, distribution etc. Beløbene som rapporteres, er et resultat af koncernens fortsatte nedskrivninger samt opskrivning ved opkøb af virksomheder, hvor indkøb af virksomheder bidrager positivt til virksomhedens omsætning. Overordnet set binder koncernen mindre i sin anlægskapital pr. salgskrone, sammenholdt med en forbedret omsætning bidrager dette til en forbedring af anlægsaktivernes omsætningshastighed. Aktivernes omsætningshastigheder er opstillet nedenfor.

**Figur 13: AOH**

AOH	0,67	0,72	0,76	0,79
AOH dekomponering	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/14
1/AOH arbejdskapital	0,05	0,03	0,01	0,03
1/AOH anlægskapital	1,44	1,36	1,30	1,24
1/AOH Leverandører	-0,14	-0,14	-0,16	-0,14
1/AOH Varelager	0,21	0,19	0,18	0,18

Kilde: Egen tilvirkning

Sammenholdes aktivernes omsætningshastighed for koncernen med overskudsgraden må det udledes, at forbedringerne i ROIC skyldes, som tidligere nævnt, ikke forbedret overskudsgrader, men forbedret omsætningshastighed.

<sup>47</sup> Matas årsrapport 2012-2013, beretning / koncernen, side 6

## 9. Risikoanalyse

Risikoanalysen er inkluderet for, at give en forståelse for de risici, som koncernen Matas A/S er underlagt. Ved gennemarbejdning af risici, sammen med den øvrige regnskabsanalyse, vil vi øge pålideligheden af den fremtidige teoretiske markedsværd.

Af ledelsesberetningen i årsrapporten 2012/2013<sup>48</sup> fremgår en kort opstilling af de risici som virksomheden står over for. Afsnittet indeholder to overordnede punkter.

- Driftsrisici.
- Finansielle risici, herunder valutarisici, kreditrisici og renterisici.

Ledelsen har ikke nævneværdige bemærkninger til risici nævnt i årsrapporten 2012/2013. Billedet er det samme for de foregående år.

### 9.1 Driftsrisici

Overordnet vurderes koncernen til, ikke have væsentlige driftsrisici grundet kædens stærke markedsposition<sup>49</sup>. Hertil noteres det, at koncernens leverandører vurderes til at være stabile<sup>50</sup>. De varer som Matas tilbyder kunderne er ikke produceret af Matas selv, hvilket betyder en væsentlig lavere risiko i form af bearbejdning og færdiggørelse. Et svigtende salg kan dog give anledning til store varebeholdninger. Det vurderes dog, som værende en mindre væsentlig risiko for koncernen, givet produkternes karakter sammenholdt med stabiliteten i den danske økonomi og privatforbrug. Overordnet vurderes lagerrisikoen derfor som lav. Medarbejderrisikoen vurderes at være høj på trods af ledelsens forventninger til fremtiden. Matas forventer en begrænset stigning i medarbejdere samt marginale overenskomstmæssige lønstigninger<sup>51</sup>. Yderligere vurderes det, at Matas i kommende perioder vil være i stand til, at tiltrække tilstrækkeligt med kvalificeret arbejdskraft<sup>52</sup>. Tiderne med høj arbejdsløshed, taget i betragtning, antages dette ikke for, at være urealistisk. Overenskomstmæssige lønstigninger kan dog, på baggrund af forventninger til fremtiden, vise sig at have en markant negativ indflydelse på koncernen.

---

<sup>48</sup> Matas Årsrapport 2012/2013, side 9, særlige risici

<sup>49</sup> Matas Årsrapport 2012/2013, side 9, særlige risici

<sup>50</sup> Matas Årsrapport 2012/2013, side 9, særlige risici

<sup>51</sup> Matas Årsrapport 2012/2013, side 8, forventninger til fremtiden

<sup>52</sup> Matas Årsrapport 2012/2013, side 10, medarbejderforhold

## 9.2 Finansielle risici – valutarisici

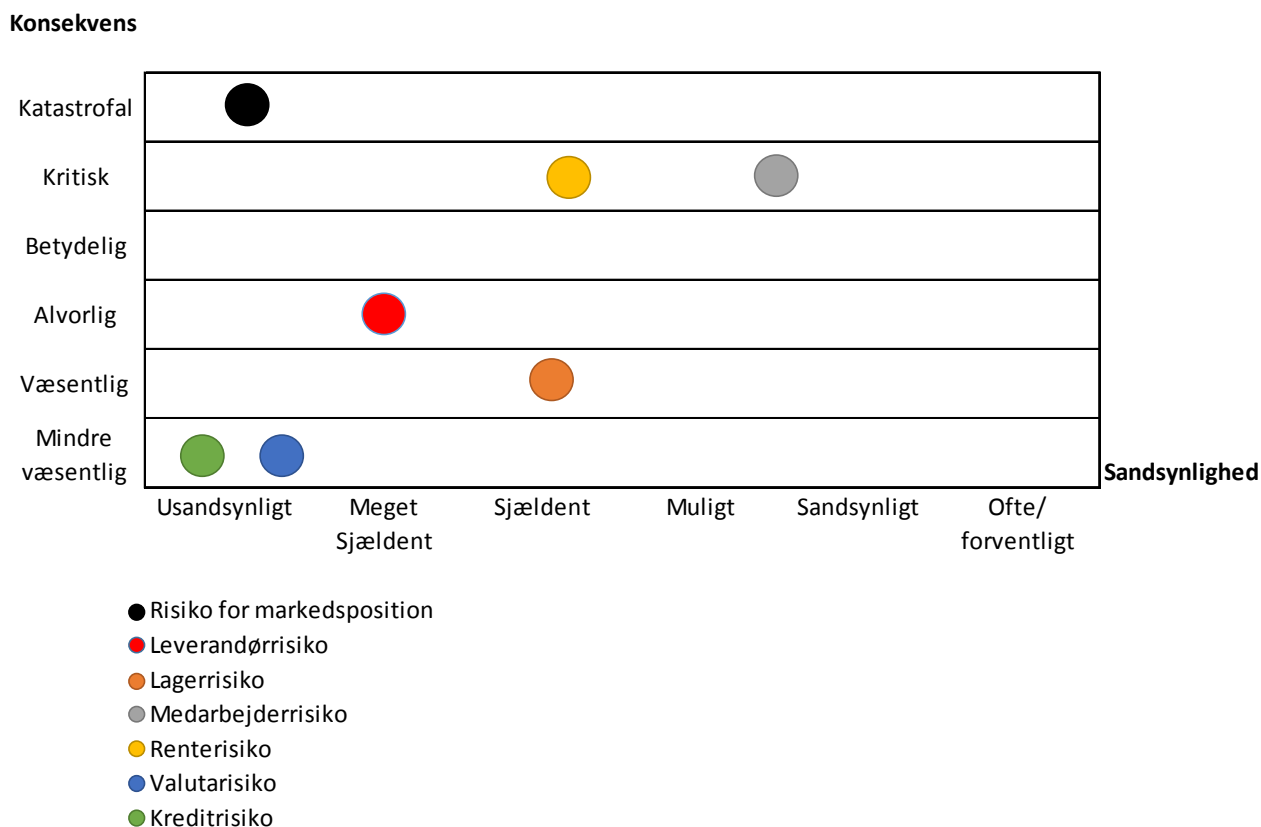
Valutarisici anses for, at være mindre væsentlig, da koncernens eksponering over for valutakursudsving er begrænset<sup>53</sup>, da koncernens salg og indkøb i primært foretages i danske kroner.

## 9.3 Finansielle risici – kreditrisici

Størstedelen af koncernens omsætning er mod kontant betaling<sup>54</sup>. Risikoen vurderes derfor mindre væsentlig, da kontant betaling minimerer risikoen for udeståender med enkeltkunder eller samarbejdspartnere<sup>55</sup>

## 9.4 Risikomatrice

Figur 14: Risikomatrice



Kilde: Egen tilvirkning

<sup>53</sup> Matas Årsrapport 2012/2013, side 28, finansielle risici og finansielle instrumenter

<sup>54</sup> Matas Årsrapport 2012/2013, side 9, særlige risici

<sup>55</sup> Matas Årsrapport 2012/2013, side 9, særlige risici

Risikomatrixen ovenfor er illustreret med de risici som har indflydelse på koncernen. Placeringen i matrixen tager udgangspunkt i værdierne, konsekvens og sandsynlighed. Med udgangspunkt i kombinationen af de to værdier kan vi konkludere at langt de fleste faktorer reelt ikke flytter koncernens risikosituation. Dog kræver de to punkter, renterisiko og medarbejderrisiko, særlig omtale.

Modellen aftegner koncernens nuværende risikobillede. De angivne risici viser et overordnet billede af rimelig ordnede forhold for Matas. Matas markedsposition står angivet som en af de lavest risikofyldte, hvor vi finder det usandsynligt, at nuværende konkurrencesituation og modtræk fra Matas selv, vil resultere i en større rokering af deres nuværende markedsposition. En ændring i markedsposition vil dog have en fatal konsekvens for Matas. Da ændrede markedsvilkår vil betyde indtog fra nogle meget aggressive aktører.

Kreditorer, leverandører, lager og valuta er angivet som faktorer af minde indflydelse på koncernens risikobillede. Dette har baggrund i koncernens handelsbetingelser, i form af kontaktafregning med kunder og en antagelse af stabile leverandører, ingen valutahandel og stabilitet i den danske forbrugerøkonomi. Sandsynligheden for, at problemer skulle opstå anses som usandsynligt eller sjældent for disse faktorer.

At ovenfornævnte risici anses for, at være mindre risikofyldte, mener vi ikke kommer som et resultat af udefra kommende faktorer, som ledelsen ikke har nogen indflydelse på. Derimod mener vi, at det er et resultat, af de betingelser koncernen operere under samt en aktiv indsats fra ledelsen for at imødekomme risici.

#### 9.4.1 Medarbejderrisici

Som allerede nævnt har ledelsen en forventning til en begrænset tilgang af nye medarbejdere, hvilket vil sætte meromkostninger til personale i bero. Man kan i denne sammenhæng forvente, at det kan begrundes i øget aktivitet, hvis koncernen på et tidspunkt tilføjer flere ansatte. Øget aktivitet og tilgang af nye medarbejdere er et område hvor ledelsen har medbestemmelse.

Derimod har bestyrelsen ringe eller ingen indflydelse på stigende overenskomstmæssige lønninger de kommende år. Dette forhold kan have indflydelse på vores budgettering, da dette kan være en realitet afhængigt af fremtidige markedsforshold. Medarbejderlønnen anses som kritisk med et muligt sandsynlighedsudfald. Overenskomstmæssige lønstigninger er en kompleks størrelse, som

er afhængig af mange faktorer. Hvad der kort karakterisere lønstigninger er øget økonomisk aktivitet. Såfremt der opnås øget indtjening som led i højere privatforbrug og øget aktivitet i dansk økonomi, må der alt andet lige forventes prisstigninger etc., hvor øgede lønninger og øgede omkostninger for koncernen vil blive et resultat heraf.

#### 9.4.2 Renterisici

Renteniveauet de kommende år kan stige, hvilket vil påvirke Matas negativt i form af højere finansielle omkostninger. I en tid med historisk lav rente, er det usandsynligt at renten skulle stige markant. Dog må vi konkludere, at renteændringer har en betydelig indflydelse på koncernens resultat og investorernes forventninger. Niveauet af finansielle omkostninger kan ikke negligeres, da posten kan have en betydelig indflydelse på vores budgettering - Derfor karakteriseres faktoren som kritisk dog med et sjældent sandsynlighedsudfald. En 1 % rentestigning vil for koncernen aflede en merstigning i renteomkostninger på mDKK 21.

#### 9.5 Delkonklusion

Ud fra ovenstående gennemgang af koncernens værdidrivere kan en stigning i ROE udledes for analyseperioden. Med et udgangspunkt i ROE på 9,84 % til et niveau som ligger på 11,81 % i 2012/2013, og et niveau på 10,78 % i 2013/2014 viser et henholdsvis forbedret, men også stabil egenkapitalforrentning. Koncernens risikoprofil beretter yderligere om stabile betingelser, hvor fremtidige resultatpåvirkende forhold, ikke giver anledning til kraftigt faldende egenkapitalens forrentning.

## 10. Budgettering

Budgetteringen er tredje fase af værdiansættelsen. For at kunne foretage en værdiansættelse af Matas, skal den fremtidige værdiskabelse skønnes ud fra drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteterne, således at der kan udarbejdes et proforma-regnskab<sup>56</sup>. Estimatet foretages på baggrund af en kombination af regnskabsanalysen af de historiske nøgletal og de forventninger til fremtiden, som den strategiske analyse har belyst. Herudover vil ledelsens forventninger til fremtiden blive inkluderet. Budgetteringen vil blive foretaget ud fra en sandsynlighedsbetragtning på baggrund af de udarbejdede analyser. Der er valgt, at lave et scenarie, ud fra forudsætninger opstillet af Matas selv omkring fremtidige forventninger. I

---

<sup>56</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 313

forbindelse med forudsætningerne for budgetteringen, vil der oplyses grundforudsætninger, hvilket vil blive brugt i vores scenarie.

Følgende finansielle værdidriver vil blive budgetteret:

- Salgets vækstrate
- Omsætningshastigheden for netto driftsaktiver
- Overskudsgrad
- Effektiv skatteprocent

I forbindelse med opstillingen af proforma opgørelsen vil det være nødvendigt, at fastsætte en budgetperiode samt en terminalperiode. Til budgetteringen anvendes der en budgetperiode på 5 år. Vores valg af budgetperiode er foretaget på baggrund af, at Matas befinder sig i en moden branche, hvilket er kendetegnet ved; høj konkurrenceintensitet, begrænset vækstmulighederne, fokus på effektivisering på den operationelle platform, horisontal og vertikalt integration samt diversifikation<sup>57</sup>. Perioden skal desuden kunne rumme selskabets ekspansionsstrategier.

Hvis ovenstående fastsatte budgetperiode er korrekt, vil det, alt andet lige, teoretisk udmunde i et konstant steady-state niveau, for salget, OG og AOH i den efterfølgende terminalperiode. Det vil sige at salgets vækstrate er lig med den langsigtede vækstrate for økonomien.

Vi vil som fundament til budgetteringen benytte regnskabsanalysen og den strategiske analyse, af de historiske og nuværende finansielle og ikke-finansielle værdidrivere, som hidtil har drevet Matas, og som vil drive koncernen fremadrettet. Ved udarbejdelsen af proforma opgørelsen vil vi tage hensyn til selskabets strategier samt omverdens faktorer, som vurderes at have indflydelse på selskabets fremtidige indtjening.

Det skal dog nævnes, at budgetteringen udarbejdes på baggrund af mange forudsætninger og en del vurderinger, som vil betyde en andel af usikkerhed forbundet med budgetteringen. Budgettet tager udgangspunkt i omsætningen, som for budgetperioden er estimeret i forbindelse med den strategiske analyse. Øvrige delelementer er udledt ud fra den strategiske analyse og den historiske regnskabsanalyse. Da budgettet oftest er forbundet med stor usikkerhed, vil det ikke skabe

---

<sup>57</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 318

merværdi, at lave et særligt kompliceret budget. Der vil i det følgende afsnit blive lavet en opsummering af vores valg og grundlaget herfor.

## **Scenario**

Opkøb af resterende associerede butikker.

### 10.1 Fastlæggelse af budgetperiode

Budgethorisontens længde er en væsentlig faktor. Teoretisk set baseres DCF modellen på tilbagediskontering af uendelige pengestrømme. Dette er dog ikke realistisk i praksis. I stedet bør budgetperioden dække indeværende regnskabsår samt en periode frem til det tidspunkt, hvor det ikke længere er muligt at udarbejde et bedre forecast end den forudsætning, at alle poster i budgettet følger samme vækstrate som væksten i salget. Længden af budgetperioden afhænger derfor af, hvor lang tid ud i fremtiden man med rimelighed kan forudsige variationer i de underliggende variabler, før de når *steady state*. Perioden skal dog være tilstrækkelig lang for at sikre, at enhver overnormal salgsvækst og overnormale overskud forsvinder<sup>58</sup>. Budgetperioden fastlægges i en eksplicit budgetperiode og en terminal periode.

#### *Eksplicit budgetperiode*

Den samlede budgetperiode er fastsat til 5 år, hvorfor den eksplicitte budgetperiode er fastsat til år 2013/14 til 2017/18. Matas befinder sig i en moden branche, der har eksisteret i mange år og kun har relativt lave vækstrater. Herudover kan den overvejende hovedpart af de brands, som Matas sælger, ligeledes betegnes som forholdsvis modne, da størstedelen af brandene for længst er veletablerede. En budgetperiode på 5 år vil gøre det muligt at inddrage alle identificerede forhold fra analyserne, mens en budgetperiode, der strækker sig over en længere årrække, ikke længere med rimelighed kan forecastes bedre frem for en forudsætning om en konstant vækstrate.

#### *Terminalperioden*

Terminalperioden starter, når den eksplicitte periode slutter. Terminalperioden dækker således år 2017/18 og fremefter. Det er en forudsætning, at den eksplicitte budgetperiode har opnået *steady state* vækstrater. I modsat fald vil terminalværdien have for stor effekt på den samlede værdi.

---

<sup>58</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 315-316



Væksten i terminalperioden er fastsat til 3,5 %, da det anses for at være bedste bud på en langsigtet forventning ud fra branchekendskab.

### 10.2 Budgettering af kernerdriftsaktiviteten

Til brug for budgetteringen anvendes følgende referenceramme:

**Figur 15: Budgettering af kernerdriftsaktiviteten**



Kilde: Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 321

Fastlæggelse af kapitalomkostninger for kernerdriftsaktiviteten sker i værdiansættelsen.

### 10.3 Budgettering af salgsvækst i branchen

Det oplyses ovenfor, at man forventer en branchevækst med en CAGR 3-4 % fra 2012-2017. Den har historisk set ligget på 3,6 %, og vi mener derfor, at det vil være realistisk at lægge branchetilvæksten på 3,5 %. Dette begrundes i, at vi ikke har mulighed for at opstille en forventning for perioden der ligger udover år 2017, og at branchetilvæksten tidligere lå på 3,6 %. I tilfælde af et fald efter år 2017, vil der derfor ved fastsættelsen af branchetilvæksten på 3,5 % være taget højde for dette. Dette er endvidere med forbehold for, førømtalte forbruger tillid.

#### **Opkøbenes hastighed**

I vores budgettering har det været nødvendigt, at foretage en vurdering af hvorledes opkøbene foretages ud fra et tidshorizontalt perspektiv.

I 2013/14, blev der opkøbt syv associerede butikker, og afslutningen af forhandlingerne om yderligere seks butikker forventes afsluttet ultimo FY13/14 – primo FY 14/15. Dette vil, alt andet lige, betyde at der i 2014/15 sker opkøb af seks associerede butikker. Der var ultimo 2013/14 29 associerede butikker tilbage, og med et opkøb af yderligere 6 butikker, giver dette en rest af

associerede butikker ultimo FY14/15 på 22 butikker. Opkøbet heraf antager vi tager tre år, fordelt således:

**Figur 16: Opkøb af associerede butikker**

	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
Ass.butikker, primo	35	29	22	15	8
Køb	6	7	7	7	8
Ass.butikker, ultimo	29	22	15	8	-

Kilde: Egen tilvirkning

Med udgangspunkt i vores antagelse om opkøbshastighed, vil der på baggrund af ovenstående, i år 2017/18 ikke være flere associerede butikker tilbage. Dette vurderes plausibelt, taget historiske opkøb i betragtning. Som eksempel kan nævnes at der i 2007/08 blev opkøbt 24 butikker, i 2008/09 blev opkøbt syv butikker og endeligt i 2009/10, 10 butikker<sup>59</sup>.

### **Omsætning**

Vi vurderer, at væksten i omsætningen afhænger af en lang række eksterne faktorer, hvoraf det mest relevante i forhold til estimering af salgsvæksten, vurderes at være den økonomiske udvikling og konkurrencen. Vi så tidligere i den strategiske analyse, at Matas befinder sig i en moden branche, der dog er eksponeret for konjunktursvingninger.

Matas har selv en forventning til branchen på en stigning i CAGR på 3- 4 % i perioden 2012 til 2017, under forudsætning af, at prognoserne for dansk økonomi holder stik. Herunder menes, at er der udsigt til stigende forbrugertillid, privatforbrug samt BNP i starten af budgetperioden<sup>60</sup>. Dette stemmer fint overens med tidligere periodes stigning på 3,6 % fra 2002 til 2012 i branchen. Selskabet forventer, jf. prospekt, en omsætningsvækst for regnskabsåret 2013/14 på 3,3 %, hvilket er i tråd med ovenstående markedsudvikling.

Konkurrencen i branchen vurderes, at blive intensiveret i fremtiden. Der ses lige nu en beskeden vækst i en moden branche og den øgede konkurrence forventes især, at komme fra de store detailkæder, såsom COOP og Dansk Supermarked, samt stormagasiner som Magasin. Derudover er der de udenlandske spiller med stor kapital i ryggen såsom Sephora, samt internethandel. Sephora konkurrerer især på high-end beauty.

<sup>59</sup> Prospekt side 62

<sup>60</sup> Bilag 2

Især OTC vil spille en stor rolle i konkurrenceintensiteten. Der er tale om på sigt af salg af apoteker varer, skal udbydes af andre end apotekerne, dette vil, alt andet lige, betyde flere spillere på markedet, men vil også være en mulighed for Matas, for at få nye kunder i butikken. I vores budgettering har vi dog begrænset os for at tage højde for denne eventuelle konkurrence situation og vækstmulighed, da opgavens størrelse og omfang, ikke tillader den nødvendige plads til gennemgang af lovforslag mv.

Ved budgetteringen tages ligeledes højde for interne faktorer, herunder virksomhedens strategiske tiltag. Disse omtales i prospektet. Et led i Matas' strategi er at udvide og konsolidere det nuværende butiksnetwork af Matas butikker, gennem selektive opkøb af associerede butikker samt åbning af egne butikker. Vi anser det derfor, som en nødvendighed at undersøge nettoeffekten af diverse åbninger og lukninger af egne butikker i perioden. Med egne butikker menes, butikker hvor Matas er ejer. For at kunne vurdere dette, ses der på de historiske tal oplyst i prospektet. Her ses det, at selskabet i gennemsnit har åbnet én butik om året siden 2007, hvor Matas foretog akquisitionen..

I forhold til opkøb af associerede butikker så har Matas allerede i pr. Q3 FY14 seks butikker. Det fremgår endvidere af denne delårsrapport, at de er i sidste fase af de individuelle forhandlinger med syv associerede butikker, vedr. opkøb heraf. Det oplyses at disse forhandlinger forventes afsluttet ultimo marts 2014. Da der ifølge oplyst regnskabspraksis ikke kan indregnes indtægter herfra, før end butikken endeligt tilhører Matas, antages det, at de nye butikker ikke når at have påvirkning på regnskabet 2013/14. Dette bakkes endvidere op af, at en evt. omsætning fra disse butikker ikke vil kunne påvirke omsætningen, da indregningen sker så sent i regnskabsåret, at en evt. effekt ikke vil være synlig. Opkøbet af de seks butikker i 2013/14 har kostet Matas mDKK 72. Matas har jf. principaftalen, som omtales i prospektet forkøbsret til alle associerede butikker. Associerede butikker, er butikker som ikke overgik til Matas i forbindelse med akquisitionen i 2007. Matas fungerer i stedet som grossist for disse butikker og har retten til at fakturere dem, for evt. marketingsomkostninger mv.

Vi vil i vores budgettering ikke medtage nettoeffekten af tidligere års åbninger af butikker, beregnet ovenfor. Beregningen viser, at der gennemsnitligt åbnes én om året, og da vi mener der fokus, ud fra oplysninger i prospekt samt delårsrapport, ligger på overtagelsen af de associerede

butikker samt ombygningen af Esthetique butikker, afgrænser vi os fra at medtage evt. nyåbninger af egne butikker da det vil have begrænset effekt.

Som nævnt ovenfor, er en af Matas' vækststrategier, at lancere det nye koncept StyleBox (ombygning af Esthetique butikker). Dette vil, alt andet lige, påvirke regnskabsåret 2013/14, da de allerede har åbnet fem StyleBox butikker, lukket én Esthetique og lavet en om til en Matas butik<sup>61</sup>. Der vil endvidere være en påvirkning på butiksantallet fremadrettet, da de købte ni Esthetique butikker og derfor har to tilbage, som endnu ikke er lavet om. Vi antager, at disse vil blive lavet til StyleBox butikker i løbet af regnskabsåret 2014/15.

Da vi ikke kender de endelig tal for regnskabsåret 2013/14, har vi lavet en estimering for FY13/14. Denne estimering er lavet ud fra Matas' egne forventninger til regnskabsåret, som de oplyser i delregnskabet, samt oplysninger fra Bloomberg. Oplysninger fra Bloomberg er baseret på rapport, udarbejdet af MajInvest. Der er ved kontakt hertil oplyst, at de fleste aktieanalytikere, som følger Matas aktien, indrapporterer deres estimater for omsætning, driftsindtjening, resultat efter skat o.s.v. til Bloomberg, og MajInvest viser herefter gennemsnittet af disse tal i deres materiale<sup>62</sup>. Det vurderes på baggrund af samtale med senior analytiker fra MajInvest, at vi ligesom analytikere bør se primært på hvad et selskab forventer at kunne generere af organisk vækst. F.eks. nævner Matas i deres prospekt, at de forventer væksten de næste par år vil ligge i niveauet 3-4 %, og man kan derfra bygge en holdning på, om man tror de vokser hurtigere eller langsommere end markedsvæksten. Historisk har Matas vokset hurtigere end markedet. Yderligere ser man på indtjeningsmarginen, korrigeret for ekstraordinære forhold og vurderer, om de kan forbedre den yderligere, eller om de har nået det maksimale. Ud fra dette, mener vi, at vi med stor tiltro, kan estimere omsætningen til mDKK 3.351, da dette er baseret på branchens holdning.

Ud fra ovenstående har vi lavet en forholdsmæssig beregning af henholdsvis egne butikkers- og associerede butikkers andel af omsætningen, pr. Q3 FY13/14. Det ses her, at egne butikkers andel ligger på 94 % af den samlede omsætning og associerede butikkers andel ligger på 6 % af den samlede omsætning. Dette stemmer fint overens med historiske oplysninger, samt at der i året er foretaget opkøb af seks associerede butikker. Derfor vil de seks associerede butikkers andel af den

---

<sup>61</sup> Delårsrapport Q3 2013/14

<sup>62</sup> Danske Aktier – Maj Invest januar 2014 – Bilag 7

samlede omsætning, alt andet lige, være faldende. Beregning og sammenholdelse med historiske tal se nedenfor.

**Figur 17: Beregning af omsætning fordelt på andele**

Forventninger	Historisk			
	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
<b>Budget</b>	<b>2010/2011</b>	<b>2011/2012</b>	<b>2012/2013</b>	<b>2013/2014</b>
Omsætning egne butikker	2.745,40	2.847,30	2.953,70	3.149,94
Omsætning ass. butikker	246,20	249,90	246,30	201,06
<b>Total</b>	<b>2.991,60</b>	<b>3.097,20</b>	<b>3.200,00</b>	<b>3.351,00</b>
<b>Indeks på total</b>	<b>100,00</b>	<b>103,53</b>	<b>106,97</b>	<b>112,01</b>
Antal egne butikker	256,00	258,00	259,00	271,00
Antal Ass.butikker	38,00	36,00	33,00	29,00

Kilde: Egen tilvirkning

Vi har ud fra kendskab til tidligere års omsætning, for henholdsvis egne og associerede butikker beregnet et historisk gennemsnit, for omsætning i mDKK pr. år, pr. butik. Dette har vi gjort for, at kunne beregne effekten af opkøb af associerede butikker. Vi har her medtaget vores beregnede værdi for året 2013/14, da vi mener dette er nødvendigt, for at kunne vurdere effekten, da der i dette år er foretaget opkøb.

Vores beregninger viser følgende udvikling i omsætningen pr. butik i de kommende år, baseret på ovenstående antagelser:

**Figur 18: Beregning af omsætning pr. butik**

	<b>2013/2014</b>	<b>2014/2015</b>	<b>2015/2016</b>	<b>2016/2017</b>	<b>2017/2018</b>	<b>2018/2019</b>
Egne	11,20	11,59	11,99	12,41	12,85	13,30
Ass.	6,80	7,04	7,29	7,54	7,80	8,08
<b>Meroms.</b>	<b>4,40</b>	<b>4,55</b>	<b>4,71</b>	<b>4,87</b>	<b>5,04</b>	<b>5,22</b>

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tal og parametre, vil sammen med forventningen til branchen danne grundlag for vores budgettering af den fremtidige omsætning, som følger nedenfor.

**Figur 19: Beregning af fremtidig omsætning**

Salgsvækst	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
	<b>2014/2015 E</b>	<b>2015/2016 E</b>	<b>2016/2017 E</b>	<b>2017/2018 E</b>	<b>2018/2019 T</b>
Egne butikker	3.221,71	3.418,43	3.624,97	3.854,64	3.989,55
Ass. butikker	154,85	109,28	60,32	0	0
<b>Total</b>	<b>3.376,56</b>	<b>3.527,71</b>	<b>3.685,29</b>	<b>3.854,64</b>	<b>3.989,55</b>

Kilde: Egen tilvirkning

## 10.4 Andre budgetforudsætninger

### 10.4.1 Anlægskapital

Det ses ud fra årsregnskaberne i tidligere perioder, at virksomhedens anlægskapital har været større end omsætningen. Dette forhold er i perioden faldet. Dette fald mellem anlægskapitalen og omsætning er et resultat af nedskrivninger på goodwill samt et udtryk for bedre kapitaltilpasning. Det fremgår af prospektet at der i den foregående periode har været nedskrevet goodwill på butikkerne i Sverige, og den regnskabsmæssige værdi er DKK 0. Det fremgår endvidere, at der ikke forventes yderligere nedskrivninger i den kommende tid. Nedskrivninger vil derfor i budgetperioden være DKK 0.

Da vi i forbindelse med udarbejdelsen af budgettet er nødsaget til, at fastsætte af den fremtidige anlægskapital, som indeholder både materielle og immaterielle aktiver, vil det være nødvendigt, at estimere hvorledes ekstraordinære investeringer, såsom opkøb af butikker, påvirker denne.

I prospektet fremgår det at virksomhedens materielle anlægsinvesteringer i perioden 2010/2011 til 2012/13 har ligget på mDKK 40,6 til mDKK 48,9. Det ses endvidere, at det forventes at den kommende anlægsinvestering vil ligge på samme niveau som 2011/12 og 2012/13. Et gennemsnit af disse to år, giver en investering på mDKK 51,55, vi antager derfor, at dette vil forblive konstant i hele vores budgetperiode. Da vi ikke kender fordelingen af disse materielle investeringer, vil materielle anlægsaktiver blive behandlet samlet.

Matas oplyser endvidere i delregnskabet for Q3 2013/14, at der i forbindelse med opkøb af seks associerede butikker, har været anlægsinvesteringer for i alt mDKK 72. Da vi i vores scenarie antager, at de opkøber de resterende butikker, vil en sådan anlægsinvestering skulle medtages i de mDKK 51,55. Den enkelte associerede butiks værdi kendes ikke, og et gennemsnit for de seks

butikker på mDKK 6 pr. butik vil blive benyttet i vores budgettering. Ved indregningen af opkøbte butikker ved vi, at de opgøres til dagsværdi på overtagelsestidspunktet samt at det samlede vederlag indregnes efter identificerbare aktiver og forpligtelser. Da vi ikke har mulighed for, at kunne forudsige denne fordeling for de kommende opkøbte butikker, vil hele anskaffelsessummen indregnes som goodwill. Denne antagelse sker på baggrund af, at goodwill historisk set har udgjort næsten 100 % af anskaffelsessummen. Vi afgrænser os således fra, at fordele de resterende nettoaktiver ud på de respektive poster.

Andre immaterielle anlægsaktiver, har i gennemsnit ligget på mDKK 4,6 de tidligere år, hvorfor dette vil være gældende i vores budget. Posten er i 2013/14 på mDKK 15,8, hvilket skyldes opkøbet af StyleBox. Da dette ikke er en gentagende handling, medtages dette år dog ikke i beregningen, da dette vil give et skævt billede. Ligeledes vil andelsbeviser ligge på mDKK 3,9 ligesom tidligere år.

Der forventes ingen tilgang på varemærker og rettigheder. Denne vil derfor være faldende med mDKK 73,9 årligt, som er afskrivningen.

Med hensyn til afskrivningen af de materielle aktiver, bør afskrivninger estimeres. Da alle ekstraordinære anlægsinvesteringer er opkøb af associerede butikker, afskrives disse dog ikke da de indregnes som goodwill, og der i henhold til regnskabspraksis ikke afskrives herpå. Der skal i stedet, jf. IFRS (IAS 36) foretages værdiforringelsestest.

I henhold til Matas' årsrapport afskrives materielle aktiver lineært og over 7 år, samme forhold vil blive benyttet i budgetteringen. Afskrivninger på de eksisterende aktiver, budgetteres med en afskrivning baseret på et gennemsnit, af afskrivninger foretaget de tre foregående regnskabsår. Dette giver en budgetteret afskrivning på mDKK 51,7.

#### [10.5 Budgettering aktivernes omsætningshastighed og beregning af nettodriftsaktiver](#)

Budgetteringen af aktivernes omsætningshastighed foretages, da denne anvendes til beregning af størrelsen på nettodriftsaktiver, som er en central del i DCF modellen.

Af regnskabsanalysen fremgår det, at omsætningen generelt har generelt ligget stabilt. Aktivernes omsætningshastighed er svagt faldende i analyseperioden. Når omsætningen er budgetteret til at stige, vil dette ligeledes påvirke aktivernes omsætningshastighed positivt. Dog må det antages, at en stigning i nettoomsætningen også vil lede til en mindre stigning af nettodriftsaktiver, da en

stigende nettoomsætning i et vist omfang vil føre til større varebeholdning og dermed flere debitorer. Dette vil derfor påvirke aktivernes omsætningshastighed negativt.

Niveauet for AOH og NDA i år 2013/14 afviger ikke signifikant fra niveauet i analyseperioden, hvorfor det vurderes, at tallene kan anvendes til budgetteringsgrundlag.

**Figur 20: Budgettering af AOH og beregning af NDA**

	2014/2015E	2015/2016E	2016/2017E	2017/2018E	2018/2019T
<b>AOH</b>	<b>1,33</b>	<b>1,32</b>	<b>1,30</b>	<b>1,30</b>	<b>1,30</b>
<b>NDA</b>	<b>4.478,11</b>	<b>4.643,50</b>	<b>4.781,54</b>	<b>5.011,94</b>	<b>5.205,00</b>

Kilde: Egen tilvirkning

#### 10.6 Budgettering OGsalg før skat og beregning af driftsoverskuddet fra salg før skat

Budgetteringen af overskudsgraden fra salg før skat anvendes til, at beregne størrelsen af driftsoverskuddet fra salg før skat.

Ved budgettering af overskudsgraden inddrages observationer fra den strategiske analyse, regnskabsanalysen samt ledelsens forventninger. Regnskabsanalysen viser en historisk bruttoavance, der fluktuerer mellem 45 % og 46 %. I regnskabsåret 2012/13 er bruttoavancen 46 %. Grundet de økonomiske markedsforhold vurderes det, at regnskabsåret kan anvendes til beregningsgrundlag. Omkostningerne for perioden 2013/14 er estimeret tidligere i opgaven, under afsnittet vedrørende reformuleringen. Den kommende budgettering vil derfor primært vedrøre perioden herefter.

Matas' vareforbrug har i de tidligere perioder ligget på ca. 55 % af omsætningen. Det forventes derfor, at denne andel vil være gældende i budgetperioden. Det må dog forventes at de i fremtiden kan opnå større rabatter, da der i forbindelse med opkøb af flere butikker, skal indkøbe flere varer. Dette er dog en usikker faktor, hvorfor, vi ikke vil kunne indregne sådan en rabat, men udelukkende et vareforbrug på 55 % af omsætningen i budgettet.

De eksterne omkostninger har i perioden 2010/2011 til 2012/13, ligget mellem 8 % og 9 % af den samlede omsætning. De eksterne omkostninger forventes at stige i budgetperioden, som følge af opkøb af associerede virksomheder. Dette vil, alt andet lige, betyde øgede omkostninger for forhold såsom husleje, markedsføring mv. Niveauet antages, at ligge på 10 %, i budgetperioden.



Personaleomkostningerne har i perioden 2010/2011 til 2012/13, ligget på ca. 18 % af den samlede omsætning. Det antages naturligt, at der ved opkøb af flere butikker også vil være flere medarbejdere og dermed også flere udgifter hertil. Dog vil det, alt andet lige, afspejles i den øgede omsætning og følges ad.

**Figur 21: Budgettering af OG**

	2014/2015E	2015/2016E	2016/2017E	2017/2018E	2018/2019T
Omsætning	3.377	3.528	3.685	3.855	3.990
Vareforbrug	1.857	1.940	2.027	2.120	2.194
<b>Bruttoomsætning</b>	<b>1.519</b>	<b>1.587</b>	<b>1.658</b>	<b>1.735</b>	<b>1.795</b>
Andre eksterne omkostninger	-338	-353	-369	-385	-399
Personaleomkostninger	-608	-635	-663	-694	-718
Af- og nedskrivninger	-127	-127	-127	-127	-127
<b>Resultat af primær drift</b>	<b>447</b>	<b>473</b>	<b>499</b>	<b>528</b>	<b>551</b>
<b>Overskudsgrad</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>

Kilde: Egen tilvirkning

#### 10.7 Budgettering effektiv skatteprocent og beregning af driftsoverskuddet fra salg efter skat

Den effektive skatteprocent beregnes som årets skat (såvel betalbar skat som ændring af udskudt skat) sat i forhold til resultat før skat.

Udgangspunktet for den effektive skatteprocent er den gældende danske selskabsskatteprocent på 25 %. Forskelle i beskatning af udenlandske selskaber vil betyde, at den effektive skatteprocent afviger fra selskabsskatteprocenten, samt at der er en række permanente forskelle (dvs. ikke skattemæssigt fradragsberettigede omkostninger). Ved beregning ses det, at den effektive skatteprocent ligger mellem 30-33,7 %. Den effektive skatteprocent, er dermed højere end den danske skatteprocent på 25 % i den pågældende periode. Dette skyldes jf. prospektet de danske regler for fradragsret på renter for finansielle omkostninger. Dog forventes det, at de finansielle omkostninger fremadrettet ikke vil være fradragsberettigede. Dette bunder i vores nøgletalsberegninger, hvor det ses at Matas har en høj gearing. Med dette i mente, samt redueringen af den danske selskabsskat fra 2014 til 2016 (24,5 pct. i 2014, 23,5 pct. i 2015 og 22 pct. i 2016), og vores estimerede skat for 2013/14, forventes vores effektive skatteprocent i budgettering, at ligge på 29 % og gradvist falde med samme procentpoint som den danske selskabsskat. Det vil sige at skatten i

2014 faldet fra 29 % til 28,5 %, altså et fald med 0,5 % point i lighed med den danske skattesats. I 2015 falder den med 1,5 %-point til 27,5 % osv.

**Figur 22: Budgettering af effektiv skatteprocent**

	2013/2014	2014/2015E	2015/2016E	2016/2017E	2017/2018E	2018/2019T
Effektiv skatteprocent	28,5%	27,5%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Driftsoverskud salg efter skat (mio. kr.)	268	274	300	322	345	363

Kilde: Egen tilvirkning

### 10.8 Budgettering usædvanlige poster efter skat

Der er ikke budgetteret med usædvanlige poster i budgetperioden.

### 10.9 Delkonklusion budgettering

Budgetteringen er foretaget på baggrund af det kendskab, der er opbygget til Matas, indeholdende de identificerede forhold i den strategiske analyse, samt de identificerede tendenser i regnskabsanalysen. Den eksplicite budgetperiode er fastsat til 5 år. Det vurderes, at denne budgetperiode er tilstrækkelig til at afspejle de identificerede forhold og tendenser. Efter de 5 år forventes Matas at have normal vækst. Terminalvæksten er fastsat til 3,5 %.

## 11. Værdiansættelse

Når markedsværdien af en virksomhed skal findes, skal virksomhedens fremtidige indtjeningspotentiale estimeres. Med dette menes at fremtiden er afgørende for markedsværdien af en virksomhed. Derfor handler værdiansættelse af en virksomhed om, at indsamle, strukturere og klargøre de informationer, der er afgørende for virksomhedens fremtidige indtjeningspotentiale. Dette er gjort i den strategiske analyse samt regnskabsanalyse af Matas. På baggrund af det udarbejdede budget og de tilhørende forudsætninger vil Matas' værdiansættelse blive udarbejdet.

Vi har valgt at benytte den frie cash flow model, DCF modellen, til at estimere værdien af Matas.

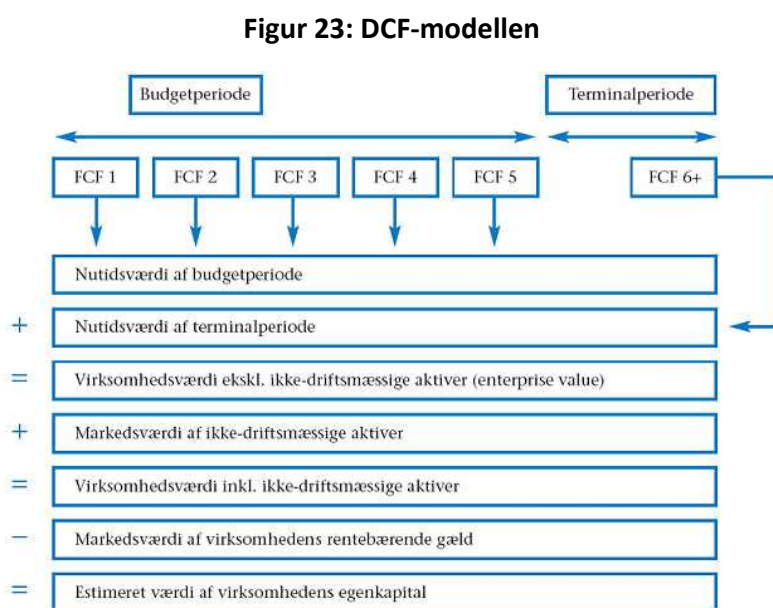
### 11.1 Den frie cash flow model

Den frie cash flow model, er en traditionel investeringskalkule, som summerer Matas' pengestrømme tilbagediskonteret til nutidsværdi. Ved beregningen anvender vi en diskonteringsats, også kaldet en WACC, som tager højde for den risiko, der, alt andet lige, vil være forbundet med investeringen. DCF modellen vil ikke være påvirket af de valgte

indregningskriterier, samt virksomhedens regnskabsprincipper, hvilket, for os betyder, at den er praktisk anvendelig.

Primo værdierne i DCF-modellen vil være regnskabstallene fra årsrapporten for 2012/13, og primo terminalperioden vil være årsrapporten for 2018/19. Terminalværdien beregnes som nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme fra halvårsrapporten 2018/19 og frem.

Nedenstående model illustrerer værdiansættelsen ved brug af DCF-modellen.



Kilde: <http://www.skat.dk/getFile.aspx?id=57020>

Den frie cash flow model er ikke direkte baseret på det regnskabsmæssige resultat, i modsætning til de fleste værdiansættelsesmodeller. Dette skyldes, at den frie cash flow defineres som NOPAT, tillagt likviditetsvirkningen fra investeringerne og arbejdskapitalen.

Den største ulempe ved modellen er, at terminalleddet har store betydning for værdiansættelsen. Terminalleddet bidrager ofte med over halvdelen af den samlede værdiansættelse, og dermed er terminalværdien meget følsomhed overfor valget af vækstrate<sup>63</sup>. Terminalleddet er defineret som

<sup>63</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 38

værdien af virksomhedens cash flow efter budgetperiodens udløb. Vi har anvendt 3,5 %, som vækstrate (g) ved beregning af terminalværdien.

I afsnit 10 redegjorde vi for den forventede fremtidige udvikling i værdidriverne til driftsaktiviteten. På baggrund af disse, er driftsoverskud efter skat samt beskrevne ændringer i nettodriftsaktiverne, estimeret for budgetperioden og terminalperioden, dermed kan FCF findes. Dette betyder således, at størstedelen af komponenterne til beregning af markedsværdien af Matas' egenkapital er fundet. Det er nu kun estimering af WACC, der resterer, før selve værdiansættelsen kan foretages. I de efterfølgende afsnit vil tilbagediskonteringsfaktoren (WACC'en) blive fastlagt. Herefter vil de enkelte led, som fremgår af figur 23, blive fastlagt.

### 11.2 Estimering af kapitalomkostninger

Kapitalomkostningerne for en virksomhed afspejler det afkast, som en investor kan opnå ved en investering med samme kapitalstruktur, som det pågældende selskab. En virksomhed skaber som tidligere omtalt kun værdi for ejerne, når afkastet på den investerede kapital overstiger kapitalomkostningerne.

De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) udtrykker det gennemsnitlige minimumsafkast, som en kapitalindskyder (investor eller långiver) kræver, for at investere i virksomheden.

Kapitalomkostningerne kan udregnes ved hjælp af følgende formel:

$$WACC = \frac{MV_{gæld}}{(MV_{gæld} + MV_{ek})} \times r \times \frac{(1 - s) + MV_{ek}}{(MV_{gæld} + MV_{ek}) \times k_e}$$

hvor	$MV_{gæld}$	Markedsværdi af gælden
	$MV_{ek}$	Markedsværdi af egenkapitalen
	$r$	Afkastkravet til fremmedkapitalen
	$s$	Selskabsskattesatsen
	$k_e$	Afkastkravet til egenkapitalen

På baggrund af formlen mener vi, at der er to varierende steps i estimeringen af WACC, de er:

1. Vægtene for kapitalstrukturen.
2. Afkastkravet til egenkapitalen

Ovenstående punkter vil blive beskrevet i de kommende afsnit.

### 11.3 Kapitalstruktur

Når der tales kapitalstruktur, menes der forholdet mellem et selskabs gæld og deres egenkapital i markedsværdier.

Dette bliver brugt som udgangspunkt for vores beregning, og er således et udtryk for den reelle værdi Matas har. Ved en estimering af kapitalstrukturen, tager man normalt udgangspunkt i aktiekursen for det pågældende selskab, for herved at kunne fastsætte markedsværdien af egenkapitalen. Men da Matas' børsnotering er forholdsvis ny, vil disse komponenter ikke give os tilstrækkelig komfort til, at kunne beregne WACC'en uden stor usikkerhed. Der foretages derfor en følsomhedsanalyse for, at udbedre denne usikkerhed.

Vægtene som indgår i beregningen af WACC er markedsværdier og ikke-bogførte værdier. Dette er, som nævnt ovenfor et problem, da selskabets markedsværdi ikke har megen historie og dermed vil markedsværdien af egenkapitalen for Matas, alt andet lige, være usikker. For at løse denne problemstilling er det valgt, at foretage et skøn over den langsigtede kapitalstruktur<sup>64</sup>

Det oplyses i prospektet side 10, at selskabet fremadrettet vil skabe en kapitalstruktur, så selskabets nettogæld fremadrettet vil svare til 2 x justeret EBITDA og højst på 4,0:1. Da vi benytter beregnede tal, for FY13/14, benyttes selskabets nettogæld pr. 31. marts 2013 da disse tal er kendte, den var her i forhold til justeret EBITDA på 2,9:1<sup>65</sup>.

Vi har på denne baggrund valgt en kapitalstruktur, hvor vægten på markedsværdien af egenkapitalen udgør 75 %. Vi vurderer, at en sådan vægtning vil afspejle ledelsens målsætning i prospektet om en langsigtet kapitalstruktur, med nettogælden i forhold til justeret EBITDA på 2:1.

---

<sup>64</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup

<sup>65</sup> Prospekt side 38

#### 11.4 Afkastkrav

Afkastkravet til egenkapitalen, kan også defineres som egenkapitalomkostninger, og er det afkast, som en investor kan opnå ved andre investeringer med samme risiko. I en perfekt investerings verden er al information gratis, og vil være tilgængelig for alle investorer på samme tid. Der er ingen imperfektioner på markedet, såsom reguleringer og restriktioner eller skat. Alle aktier er lige delelige og salgsbare, hvilket, alt andet lige vil sige, at alle investorer er i stand til, at have en portefølje af aktier, der komplet afspejler deres ønskede risikoprofil. Det forhold, at omkostningerne ved egenkapitalen ikke er mulig, at observere direkte på markedet, gør det dog utroligt svært at estimere egenkapitalomkostninger. Afkastkravet udgøres af afkastet på en risikofri investering samt en risikopræmie,<sup>66</sup> som skal gøre det ud for den eventuelle usikkerhed en investor løber ved, at investere i et selskab. Det vil, alt andet lige sige, at jo større risiko jo større risikopræmie, da det forudsættes at investor er risikoavers, og vælger den med mindst mulig spredning.

Ovenstående beskrivelse vil ikke være virkelighed, men de ligger til grund for den mest udbredte model til prisfastsættelse af aktier, Capital Asset Pricing Model (CAPM).<sup>67</sup>

CAPM beskriver forholdet mellem risiko og forventet afkast, for en aktie eller en portefølje. Ifølge CAPM er det forventede afkast for en aktie eller portefølje, lig med renten på et risikofrit aktiv (en statsobligation) tillagt en risikopræmie. Risikopræmien defineres som betaværdien for aktien ganget, med forskellen mellem markedsafkastet og den risikofrie rente.

CAPM's udgangspunkt er, at investorer prøver at maksimere udnyttelsen. Dette gør de ved at sammensætte en optimal portefølje med hensyntagen til deres risikoaversion og den risiko der er ved de forskellige aktier. CAPM kan skrives op på følgende formel:<sup>68</sup>

$$k_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

$k_e$	Ejernes afkastkrav
$r_f$	Risikofri rente
$\beta$	Beta (systematiske risiko)

<sup>66</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 50

<sup>67</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 50

<sup>68</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 51

$E(r_m)$	Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen
$E(r_m) - r_f$	Markeds risikopræmien

Som det ses af formlen, vil ejernes afkastkrav være lig med afkastkravet ved en risikofri investering, antaget den systematiske risiko er nul. Endvidere ses det, at risikopræmien er proportional med aktiens beta, hvilket betyder, at jo større risiko des større afkastkrav.

### 11.5 Den risikofrie rente

Som tidligere nævnt er den risikofrie rente ensbetydende med, at afkastet på et givent aktiv er helt uden risiko. Den risikofrie rente er altså en form for compensation, som investorerne modtager, for den forrentning, som de kunne have modtaget, ved en risikofri investering. Ofte nævnes den 10-årige statsobligation som en risikofri rente,<sup>69</sup> hvorfor vi anvender denne risikofrie rente som toneangivende.

Ifølge Danmarks statistisk var den effektive rente ultimo marts 2014 på 1,62 %<sup>70</sup>. Dette anser vi for meget lavt sammenlignet med gennemsnittet for de seneste 120 måneder (10 år), som ligger på 3,16 %, jf. bilag 3. Flere analyser fra forskellige banker, herunder også National Banken, hentyder til at renten igen vil stige i fremtiden. Renten på 1,62 % vurderes derfor meget lav, og den gennemsnitlige rente på 3,16 % benyttes i stedet.

### 11.6 Estimering af Beta

Beta er betegnelsen for den systematiske risiko for en aktie. Beta koefficienten for markedet er lig med 1. Hvis en aktie har en beta mellem 0 og 1 betyder det, at der er tale om en investering med mindre risiko end markedet. Hvis beta er større end 1 betyder det, at investeringen har en risiko større end markedet. Endelig betyder en beta lig nul, at der er tale om en risikofri investering.<sup>71</sup>

Betaværdien for Matas kan vi estimeres ud fra en analyse af den historiske samvariation mellem Matas aktien og en valgt markedsportefølje. Det er dog vores vurdering at børsnoteringen er meget ny, og der derfor ikke er historisk grundlag for en analyse af denne samvariation. Et alternativ kunne være en værdiansættelse, fastsat som hvis virksomheden var unoteret, hvor en sammenligning med lignende virksomheder danner udgangspunkt for betaværdien. Da der på det

<sup>69</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 51

<sup>70</sup> <http://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>

<sup>71</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 53

danske marked, ikke er tilsvarende virksomheder der ligner Matas, vurderes det dog ikke som en relevant fremgangsmåde. Vi har i stedet valgt, at benytte "common-sense" metoden til estimering af selskabets betaværdi. Her vurderes den samlede risiko, herunder summen af driftsmæssige og finansielle risici, som herefter konverteres til et beta estimat.

**Figur 24: Betaværdier**

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

Kilde: FSR Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, 2002

Vi vurderer at Matas' driftsmæssige risiko ligger neutralt, da de har en vedvarende konkurrencefordel, i kraft af deres stærke brand, samt kunde portefølje. Deres finansielle risiko vurderer vi værende høj. Dette skyldes at Matas har en høj finansiell gearing, og deres nettodriftsaktiver består af goodwill. Derudover er deres lån, jf. Årsrapport 2012/2013, variabelt forrentet. Som følge heraf estimerer vi Matas til, at ligge med en beta værdi mellem 1,15-1,4. Ved en betaværdi i dette interval vil det betyde et afkastkrav mellem 8,7-9,94 %.

Vi har valgt at tage medianen af disse to værdier, som lander på 1,27, afrundet til 1,3.

#### 11.7 Estimering af risikopræmien

Risikopræmien skal forstås som en form for tillæg, som investor kræver for, at investere i den pågældende aktie. Risikopræmien, der skal estimeres, er forskellen på afkastet i porteføljen og den risikofri rente. I praksis findes der en række metoder til at estimere risikopræmien.

En af metoderne er en undersøgelse, hvor et antal investorer spørges om deres skøn over risikopræmien, og gennemsnittet af deres vurderinger. PwC foretager ofte sådanne vurderinger,



og ifølge en undersøgelse foretaget pr. januar 2014, ligger den på 5,0 %<sup>72</sup>. Ved en anden metode estimeres risikopræmien ud fra historisk data, og en tredje metode går ud på at beregne den implicite MRP<sup>73</sup>.

Vi har ud fra ovenstående valgt, at benytte PwC's vurdering på 5 %. Dette stemmer endvidere overens med anbefalingen på 4-6 %<sup>74</sup>. Dette giver et beregnet afkastkrav på 9,66 %.

### 11.8 Fremmedkapitalomkostninger

Ved fremmedkapitalomkostninger forstås långivernes afkastkrav. Hermed menes et risikotillæg som långiverne kræver, for at kompensere for den risiko at selskabet ikke kan tilbagebetale lånet. Denne beregnes ved brug af følgende formel<sup>75</sup>:

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

Der er foretaget kreditrating ved brug af Standard & Poors rating, og Matas' tal fra prospektet. Dette klassificerer Matas med en kreditrating på A og jf. tal fra Reuters et risikotillæg på 0,81 % (2013 tal)<sup>76</sup>. Sammenholdt med den risikofrie præmie på 3,16 %, og et risikotillæg på 0,81 %, giver dette 3,97 %. Til brug for udregning af skatteskjoldet anvendes en skatteprocent på 22 %<sup>77</sup>.

Dette giver en procentsats på 3,09%.

### 11.9 WACC

Alle variable er nu fastsat og en beregning af WACC til brug for tilbagediskontering af Matas' fremtidig cash flow kan foretages. Der antages at være en langsigtet kapitalstruktur med en egenkapitalvægt på 75 %, et ejerafkastkrav på 9,66 % og långivers afkastkrav på 3,09 %, samt en gældsandel på 25 %.

Til værdiansættelsen anvendes således en WACC på 8,02 %

## 12. Værdiansættelse af Matas A/S

Med udgangspunkt i budgetteringen og den netop fastlagte WACC kan værdiansættelsen foretages af aktien pr. 31. marts 2014.

---

<sup>72</sup> PwC vejledning i forbindelse med nedskrivning

<sup>73</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 52

<sup>74</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 52

<sup>75</sup> Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup side 56

<sup>76</sup> PwC vejledning i forbindelse med nedskrivning – bilag 4

<sup>77</sup> PwC vejledning i forbindelse med nedskrivning – bilag 4

## Værdiansættelse af Matas A/S

### Centrale forudsætninger:

WACC: 8,02 %

Vækst i T: 3,5 %

Nutidsværdi af frit cashflow i budgetperioden (medio diskontering):

**Figur 25: Nutidsværdi af frit cashflow i budgetperioden**

Mio. kr.	2013/2014	2014/2015E	2015/2016E	2016/2017E	2017/2018E	2018/2019T
Driftsoverskud fra salg før skat	383	378	406	435	466	491
Skat	115	104	106	113	121	128
Driftsoverskud fra salg efter skat	268	274	300	322	345	363
Tidskoefficient	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
Diskonteringsfaktor	0,96	0,89	0,82	0,76	0,71	
NPV af DCF	258	244	248	246	244	

Kilde: Egen tilvirkning

Nutidsværdi af frit cashflow i terminalperioden (medio diskontering):

**Figur 26: Nutidsværdi af frit cashflow i terminalperioden**

Periode	Terminal periode
Værdi	8.030,97
Diskontering	0,68
NPV	5.460,69

Kilde: Egen tilvirkning

Virksomhedsværdi eksklusiv ikke driftsmæssige aktiver (Enterprise value):

**Figur 27: Virksomhedsværdi**

NPV af budgetperiode	1.239
NPV af terminalperiode	5.461
Enterprise værdi	6.700

Kilde: Egen tilvirkning

Værdi af egenkapital:

**Figur 27: Værdi af egenkapital**

NPV af budgetperiode	1.239
NPV af terminalperiode	5.461
Enterprise værdi	6.700
Dagsværdi af netto finansielle forpligtelser	1.965,90
Værdi af egenkapital	4.734,07

Kilde: Egen tilvirkning

Beregning af værdi pr. aktie (40,8 mio.):

Værdi af egenkapital:  $4.734,07 / 40,8 = \underline{\underline{116,03 \text{ kr.}}}$

Som det fremgår ovenfor er den teoretiske aktiekurs pr. 31. marts 2014 BV pr. aktie 2013/14E på DKK 116,03, svarende til en estimeret markedsværdi af koncernen på mDKK 4.734,07.

I værdiansættelsen er antagelsen om opkøb af associerede butikker indarbejdet.

Kursværdien ligger i scenariet et godt stykke under den reelle lukkekurs pr. 31. marts 2014, som var på DKK 152<sup>78</sup>. Den foretagne værdiansættelse indikerer således, at aktien pt. er overvurderet.

### 12.1 Følsomhedsanalyse

De variable som anvendes, dels som input i regnskabsanalysen og dels som input til fastlæggelse af WACC'en, er behæftet med skøn. Derfor giver det mening, at vurdere følsomheden af det mest centrale input til værdiansættelsen, som supplement for forståelse af værdiansættelsen. I det efterfølgende afsnit, vil der være en følsomhedsanalyse, af de mest centrale forudsætninger til modellen.

De variable, som vurderes at være forbundet med det største skøn og dermed usikkerhed, er:

- WACC
- Væksten i terminalperioden

<sup>78</sup> <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/matias-a-s/15735621>

### 12.1.1 Følsomhedsanalyse af WACC

WACC'en ovenfor er fastlagt til 8,02 %. En række af de input, som indgår i beregningen af WACC, er ikke behæftet med væsentlige usikkerheder/skøn som f.eks. den risikofrie rente. Betaværdien og afkastkravet er derimod forbundet med et større skøn

I tabellen nedenfor er vist følsomheden i aktiekursens værdi set i forhold til variationer i WACC'en. Beregninger herfor findes i bilag 5.

**Figur 28: Følsomhedsanalyse af WACC**

WACC	Aktiekurs (kr/aktie)
6%	249,59
7%	164,17
<u>8,02%</u>	<u>116,03</u>
9%	86,64
10%	65,86

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses ovenfor, vil selv små ændringer i WACC'en have en helt afgørende betydning for den teoretisk beregnede værdi, af aktiekursen for Matas A/S.

### 12.1.2 Følsomhedsanalyse af væksten i terminalperioden

Væksten i terminalperioden er jf. regnskabsanalysen fastlagt til 3,5 % pr. år. Væksten i terminalperioden blev bl.a. fastlagt ud fra forventninger til konjunkturerne. Det er i sagens natur forbundet med usikkerhed, at udtale sig om den fremtidige vækst, som ligger 5 år ude i fremtiden, givet de markedskonditioner som koncernen er underlagt.

I tabellen nedenfor fremgår følsomheden på aktiekursens værdi, set i forhold til variationer i væksten i terminalperioden. Beregninger herfor findes i bilag 6.

**Figur 29: Følsomhedsanalyse af vækst i T**

Vækst i T	Aktiekurs (kr/aktie)
1,50%	74,98
2,50%	91,77
<u>3,50%</u>	<u>116,03</u>
4,50%	154,05
5,50%	222,26

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående figur, vil selv små ændringer i den forudsatte vækst i terminalperioden, have en helt afgørende betydning på den teoretisk beregnede værdi af aktiekursen for Matas.

## 13. Konklusion

Formålet med denne opgave har været, at udarbejde en strategisk regnskabsanalyse samt værdiansættelse af Matas, og på baggrund heraf vurdere Matas som investeringsobjekt, samt vurdere om børskursen pr. 31. marts 2014 er overvurderet, undervurderet eller korrekt prisfastsat.

For at kunne konkludere på dette, er der foretaget en strategisk analyse og en regnskabsanalyse af Matas, som ligger til grund for budgetteringen, der herefter er anvendt som input i værdiansættelsen.

### 13.1 Sammenfatning af strategisk analyse

I den strategiske analyse blev det konkluderet, at Matas i høj grad er påvirket af konjunkturerne i samfundet. En lavkonjunktur som koncernen befinder sig i på nuværende tidspunkt gør det svært, at drive vækst i koncernens brands. Koncernen er derfor afhængig af forbrugertillid, for at kunne fortsætte sin vækst. Der er ligeledes en risiko for, at de nuværende kunder, som foretrækker virksomhedens produkter, kan skifte til andre virksomheder og måske endda billigere produkter.

Det ses ydermere ud fra den strategiske analyse, at Matas står solidt på det danske skønheds- og sundhedsmarked. Matas' differentieringsstrategi har, under forudsætning af selskabets markedsførings og distributionsnetværk, givet Matas en stærk position i skønheds- og sundhedsbranchen. Dette ses da også tydeligt, i og med, at selskabet igennem de sidste ti år har klaret sig bedre end branchen, og gennem finanskrisen har præsteret, at levere gode resultater.

### 13.2 Sammenfatning af regnskabsanalysen

I regnskabsanalysen blev det konkluderet, at Matas igennem de sidste tre regnskabsår har forbedret sin rentabilitet, ROIC har i perioden været stigende, hvilket til dels skyldes et bedre AOH. OG har også ligget relativt stabilt mellem 8,45 % og 10,30 %, dette vurderes at være en afledt effekt af Matas' fokus på omkostningsstyring. Matas har dog en stor gældsandel, grundet akquisitionen i 2007. Denne gæld har Matas dog formået, at nedbringe igennem perioden, og der er planer om at den skal nedbringes yderligere.

### 13.3 Vurdering af nuværende børskurs

Den teoretiske markedsværdi af Matas aktien, estimeret på baggrund af DCF analysen, er beregnet til 116,03 kr. pr. aktie. pr. 31. marts 2014. Den faktiske aktiekurs pr. 31. marts 2014 var 152 kr. pr. aktie. Den foretagne værdiansættelse indikerer således, at aktien på nuværende tidspunkt er overvurderet. Historisk har kursen siden børsnoteringen ligget med sin laveste værdi på DKK 115 og sin højeste værdi på DKK 163<sup>79</sup>.

Fastlæggelse af den teoretiske aktiekurs, blev foretaget på baggrund af en række estimerede og dermed skønsmæssigt fastlagte variabler. Det blev i følsomhedsanalysen afdækket, at værdiansættelsen var særdeles kritisk over for ændringer, i såvel væksten i terminalperioden, som ændringer i WACC'en. Analysen viste, at selv mindre ændringer i forudsætninger for væksten i terminalperioden og WACC'en havde en markant betydning, for den estimerede værdi af Matas aktien.

Ud fra de foretagne analyser og underliggende beregninger, kan vi dermed besvare den stillede problemformulering med, at Matas aktien pr. 31. marts 2014 teoretisk burde have været prissat i niveauet cirka 116 kr. pr. aktie. Da Matas' børskurs pr. 31. marts 2014 var 152 kr. pr. aktie, mener vi, at børskursen er let overvurderet, hvorfor vi på baggrund af dette, ikke kan anbefale et køb af aktien i det nuværende prisniveau på NASDAQ OMX København. Dog bør der i denne anbefaling tages højde for, at aktien i hele børsnoteringsperioden, har ligget forholdsvist stabilt, og der er gode udsigter for selskabets organiske vækst i fremtiden.

---

<sup>79</sup> <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/matas-a-s/15735621>

## 14. Figurliste

Figur 1: Struktur for udarbejdelse af teoretisk markedsværdi/investor anbefaling

Figur 2: Udvikling i nettoomsætning (mio. kr.)

Figur 3: Udvikling i resultat før skat (mio. kr.)

Figur 4: Kursudvikling for Matas aktien juni 2013 – december 2013

Figur 5: Oversigt over den daglige ledelse

Figur 6: Udvikling i ROE og ROIC i analyseperioden

Figur 7: FGEAR

Figur 8: SPREAD

Figur 9: OG

Figur 10: Opdeling af driftsomkostningsniveauet

Figur 11: Dekomponering af OG

Figur 12.1: Oversigt over periodens fremgang i omsætning

Figur 12.2: Oversigt over periodens fremgang i omsætning

Figur 13: AOH

Figur 14: Risikomatrice

Figur 15: Budgettering af kernerdriftsaktiviteten

Figur 16: Opkøb af associerede butikker

Figur 17: Beregning af omsætning fordelt på andele

Figur 18: Beregning af omsætning pr. butik

Figur 19: Beregning af fremtidig omsætning

Figur 20: Budgettering af AOH og beregning af NDA

Figur 21: Budgettering af OG

Figur 22: Budgettering af effektiv skatteprocent

Figur 23: DCF-modellen

Figur 24: Betaværdier

Figur 25: Nutidsværdi af frit cashflow i budgetperioden

Figur 26: Nutidsværdi af frit cashflow i terminalperioden

Figur 27: Virksomhedsværdi

Figur 27: Værdi af egenkapital

Figur 28: Følsomhedsanalyse af WACC

Figur 29: Følsomhedsanalyse af vækst i T

## 15. Bilagsliste

Bilag 1: Reformulering og nøgletal

Bilag 2: Forbrugertillid

Bilag 3: Rentegennemsnit de sidste 120 måneder

Bilag 4: PwC vejledning i forbindelse med nedskrivning

Bilag 5: Beregning af følsomhed i WACC'en

Bilag 6: Beregning af følsomhed i vækst i T

Bilag 7: Danske Aktier – Maj Invest side 91-93



## 16. Litteraturliste

### 16.1 Bøger:

- Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup
- Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 4. udgave 2012, Gjellerup

### 16.2 Rapporter og notater:

- Matas årsrapport 2009/2010
- Matas årsrapport 2010/2011
- Matas årsrapport 2011/2012
- Matas årsrapport 2012/2013
- Matas perioderegnskab 2013/2013 - Q3
- Matas perioderegnskab 2013/2013 - Q3
- Danske Aktier – januar 2014 (MajInvest)
- Prospekt Matas
- Matas Retailbrochure – IPO 2013
- PwC Vejledning I forbindelse med nedskrivningstest januar 2014
- FSR – fagligt notat: Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele (2002)
- Matas – sas forecasting seminar
- Selskabsmeddelelse 11/2013 (fra investor.matas.dk)

### 16.3 Korrespondance

- Samtale med senior analytiker Erik Bak fra MajInvest, den 8.4.2014

### 16.4 Generelle internetsider:

- [www.matas.dk](http://www.matas.dk)
- [www.investor.matas.dk](http://www.investor.matas.dk)
- [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)
- [www.euroinvestor.dk](http://www.euroinvestor.dk)

- [www.dst.dk](http://www.dst.dk)

#### 16.5 Artikler mv. fra internettet

- <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/matas-a-s/15735621>
- <http://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>
- <http://www.sas.com/offices/europe/denmark/referencer/kundehistorier/matas.html>
- <http://www.matas.dk/hvad-goer-matas-for-miljoet>
- <http://politiken.dk/forbrugogliv/livsstil/ECE2095586/styrelse-kundeklubber-kan-skade-konkurrencen/>
- <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813207>
- <https://www.danskerhverv.dk/OmDanskErhverv/Nyhedsbreve/Dansk-Erhvervs-Perspektiv/Documents/2014/DEP-2014-01.pdf>
- <http://www.danskerhverv.dk/Nyheder/Documents/detailhandlen-efter-krisen.pdf>
- <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>
- <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=143806>
- [http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813217&chk=208529&tree=expand&\\_suid=138515194461207496846266154558](http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813217&chk=208529&tree=expand&_suid=138515194461207496846266154558)
- [http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813218&chk=208529&tree=expand&\\_suid=138515351581202709257094731331](http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813218&chk=208529&tree=expand&_suid=138515351581202709257094731331)
- [http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813219&chk=208529&tree=expand&\\_suid=1385160316998016738792008163622](http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813219&chk=208529&tree=expand&_suid=1385160316998016738792008163622)
- [http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/274224/kapitalfond\\_saelger\\_samtlige\\_sine\\_matas-aktier.html](http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/274224/kapitalfond_saelger_samtlige_sine_matas-aktier.html)