

Strategisk analyse og værdiansættelse, samt rating og kreditvurdering af Coop Danmark A/S



Copenhagen Business School - 2014
Institut for Revision og Regnskab
Studie: Cand.merc.aud
Kandidatafhandling
Vejleder: Jens Oluf Elling

Afleveringsdato: 7.11.2014
Anslag: 181.305
Sider: 79,69

Censor:

Pia Kristensen

Executive Summary

Coop Danmark A/S (Coop) is a market leader within the Danish retail industry. Nevertheless, the company has not performed well over the last couple of years, opposed to its main competitor Dansk Supermarked A/S (DS) who shows flowering results. Given the retail market, the products they both supply and their similar customer base, the two companies should not have so different results. DS was sold to Salling Fonden in January 2014 for an amount of DKK 41.000m. Both companies are unlisted.

The purpose of this thesis is to estimate the theoretical value of Coop based on a strategic analysis and a financial analysis, and then compare the result to the sales price of DS seen from an external analyst point of view. Given Coops poor performance the last couple of years the thesis will also include a credit rating seen from an external creditor's point of view. The rating will be based on the strategic analysis, the official financial statements and the reformulated statements.

The strategic analysis is based on historical data and focuses primarily on the external environment, given that only secondary data is available. Analytical tools are used to help understand the historical and current level of profitability and growth, but also to help estimate the future level. The results shows that Coop has a lot of strategic issues that should be addressed now so they can maintain their market position in the future and turn their financial results.

The financial analysis is based on consolidated financial reports from the last 5 years. The financial statements are reformulated and key figures are calculated. Key figures for the profitability are decomposed to analyse the current profitability. The results show weakened figures and a weakened company that funds activities with more and more debt. Operating costs are not restated earnings and investments are unchanged. In addition, the credit period for debtors and creditors are increased to maintain liquidity, and the depreciation horizon is adjusted to boost the result among other things. The theoretical value for Coop, after a liquidity discount, is estimated to be DKK 24.974m, which is significantly below the sales price for DS and stresses that Coop is in a difficult situation. Even though this level has been estimated to be realistic, it should be reminded that the value estimation involves a certain level of insecurity. The sensitivity analysis shows that the estimated value of Coop is very sensitive to changes in the weighted cost of capital.

The credit rating shows similar results. Coop is rated Ba, which indicates that the company may have strategic- or management problems and that the financial figures may be weakened. An existing creditor would be cautious and would probably try to reduce the risk associated with this debtor. A new creditor would most likely refuse to lend money to a company like Coop given its rating and insecure future.

Indholdsfortegnelse

1.0 Indledning	6
1.1 Problemformulering	7
1.1.1 Delspørgsmål	7
1.1.2 Afgrænsning	7
1.2 Definitioner	8
1.3 Metode	8
1.3.1 Videnskabsteori	9
1.3.2 Teori	10
1.3.3 Dataindsamling	11
1.3.4 Kildekritik	11
2.0 Strategisk analyse af COOP Danmark A/S	12
2.1 Beskrivelse af virksomheden	12
2.1.1 Vision, mission og hovedaktivitet	12
2.1.1 Virksomhedsstruktur	13
2.2 Samfundsanalyse	17
2.2.1 PEST analyse	17
2.3 Brancheanalyse	27
2.3.1 Porters Five Forces analyse	27
2.3.2 Konkurrent analyse	33
2.4 Virksomhedsanalyse	36
2.4.1. Porters konkurrencestrategier	36
2.5 SWOT opsamling	38
3.0 Regnskabsanalyse af COOP Danmark A/S	39
3.1 Regnskabskvalitet	39
3.1.1 Coop Danmark A/S' regnskabskvalitet	40
3.2 Reformulering	42
3.2.1 Reformulering af egenkapitalen	42
3.2.2 Reformulering af balancen	42
3.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen	44
3.3 Nøgletalsanalyse	45
3.3.1 Rentabilitetsanalyse	46
3.3.2 Vækstanalyse	49
3.3.3 Benchmark analyse	50
3.4 Delkonklusion	51
4.0 Budgettering for COOP Danmark A/S	52
4.1 Budgetteringsperiode og terminalværdi	52
4.2 Budgettering af finansielle værdidrivere	53
4.2.1 Budgettering af driftsaktiviteten	53
4.2.2 Budgettering af finansieringsaktiviteten	56
4.3 Opstillet budget	57
4.4 Delkonklusion	57
5.0 Værdiansættelse af COOP Danmark A/S	58
5.1 Værdiansættelsesmodel	58
5.2 Kapitalstruktur	60
5.3 Egenkapitalsomkostning	61
5.3.1 Risikofri rente	62
5.3.2 Beta	62

5.3.3 Markedsrisikopræmie	63
5.3.4 Den estimerede egenkapitalsomkostning (re)	64
5.4 Fremmedkapitalsomkostning	64
5.4.1 Den estimerede fremmedkapitalsomkostning (rg)	65
5.5 Illikviditet	65
5.6 Beregning af den vægtede kapitalomkostning (rwacc)	65
5.7 Værdiansættelse	66
5.7.2 Sammenligning med DS	66
5.7.2 Følsomhedsanalyse	67
5.8 Delkonklusion	68
6.0 Kreditvurdering af Coop Danmark A/S	69
6.1 Rating af Coop Danmark A/S	69
6.2 Kreditvurdering af Coop Danmark A/S	72
6.3 Delkonklusion	74
7.0 Konklusion	75
8.0 Litteraturliste	77
9.0 Bilagsoversigt	81

1.0 Indledning

Dagligvarebranchen i Danmark består overordnet set af 2 aktører, Coop Danmark A/S og Dansk Supermarked A/S med hhv. 37,7% og 31,9% i markedsandele, hvilket sammenlagt giver 69,6% af det danske marked.¹ Konkurrencen er hård og intens, og branchen er ikke kendt for særlig høje overskudsgrader.² Langt hen ad vejen udbyder de to konkurrenter præcis de samme varer til præcis de samme kunder, og alligevel er resultaterne markant forskellige. På mange måder minder Coop og DS om hinanden fx hvad angår produktet, størrelsen, butikstyper og e-handel.³ Men der er en verden til forskel på ledelsesstilen, præsentationen, identiteten og ikke mindst en stor forskel på de økonomiske resultater.⁴ Coop har de sidste 2 år præsteret de værste resultater i et årti efter at have toppet i 2011.⁵ Coop kæmper med fortsat negative bivirkninger ved ændringen i lukkeloven, Faktas dårlige præstationer på det voksende discount marked, en masse ledelsesrokingeringer og udskiftninger, dårlig branding af kæderne, forvirring om konkurrencestrategi og intensiv investeringer i moderniseringer i butiksnettet m.m. – for bare at nævne et par punkter. Alt imens DS resultater er stigende, stærkt grundet Nettos stærke position på discount markedet.⁶

Nutidens kunder er troløse, hvilket Coop vil forsøge at ændre på. Coops konkurrencefordel skal i fremtiden komme via kundernes loyalitet og indflydelse.⁷ Men er det noget, som tiltaler den yngre generation, som det har gjort med de ældre generationer?

A.P. Møller-Mærsk valgte i januar 2014 at sælge sin ejerandel af DS til Salling-fonden for en pris på DKK 41.000m.⁸ Da DS og Coop begge er unoterede selskaber, findes der ingen markedsværdi herpå. Forudsat, at prisen på DS derfor repræsenterer markedsværdien på DS, kunne det være interessant at værdiansætte Coop for at vurdere, hvor meget selskabet reelt er værd sammenlignet med DS – herunder analysere på den hidtidige udvikling samt vurdere den fremtidige udvikling for Coop. Fordi Coop præsterer så dårlige resultater som de har gjort de senere år, kunne det derudover også være interessant at se på selskabet fra en anden vinkel – fx en kreditor vinkel.

Dette leder frem til følgende problemformulering.

¹ Dansk dagligvarehandel 10 års prognose 2023, side 73

² Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 218

³ Er Coop-formanden den rette på slægtsgården?

⁴ Er Coop-formanden den rette på slægtsgården?

⁵ Coop fremlægger dårligste regnskab i 9 år

⁶ DS leverer særdeles stærkt 2013-regnskab

⁷ Brugsbevægelsen og de troløse kunder

⁸ Mærsk sælger DS til Salling

1.1 Problemformulering

Hvad er den teoretiske værdi af Coop Danmark A/S set fra en ekstern analytikers synsvinkel, og hvordan står Coop Danmark A/S stillet set fra en kreditor vinkel?

1.1.1 Delspørgsmål

- 1) Hvordan er Coop Danmark A/S' strategiske position på det danske dagligvaremarked?
- 2) Hvordan har Coop Danmark A/S klaret sig regnskabsmæssigt de seneste 5 år?
- 3) Hvordan påvirker ovenstående punkter en budgettering for Coop Danmark A/S?
- 4) Hvad er værdien af Coop Danmark A/S – set med en ekstern analytikers øjne?
- 5) Hvordan står Coop Danmark A/S stillet på nuværende tidspunkt set med en kreditors øjne?

1.1.2 Afgrænsning

Afhandlingen er opdelt i to områder, hvoraf det første (værdiansættelsen) ses fra en ekstern analytikers vinkel og den anden del (kreditvurderingen) ses fra en kreditors vinkel. Da værdiansættelsen og kreditvurderingen ses fra en ekstern vinkel vil der udelukkende blive anvendt sekundær data i afhandlingen. På denne baggrund er fokuset også primært lagt på den eksterne del i den strategiske analyse, da det vurderes, at de sekundære data ikke vil kunne bibringe fyldestgørende indsigt i de interne forhold i Coop.

Afhandlingen fokuserer på detailleret i Coop Amba koncernen, nærmere bestemt Coop Danmark A/S. Afhandlingen tager udgangspunkt i koncernregnskaberne for Coop Danmark A/S i perioden 2009 – 2013, som inkluderer alle Coops egne butikker, men ikke de selvstændige brugsforeninger. Der vil løbende i afhandlingen blive sammenlignet med DS for at underbygge analyserne af Coop – men fokuset er fortsat på Coop Danmark A/S. Coop tilbyder udover food kategorien også produkter indenfor non-food, men trods afhandlingen er bevidst om dette, vil det primære fokus ligge på food kategorien i analyserne. Det er ikke muligt at udskille de forskellige produktkategorier i regnskabet grundet manglende information hertil, så resultaterne reflekterer både food og non-food. Seneste data, som er anvendt under værdiansættelsen er fra juni 2014, hvorved værdien af Coop i denne afhandling er pr. 1. juli 2014. I kreditvurderingen er der dog brugt data fra Nationalbanken fra oktober 2014, hvorved kreditvurderingen og dens konklusion er pr. oktober 2014.

Da afhandlingen fokuserer overordnet på dagligvarebranchen og ikke de enkelte produktgrupper er det valgt ikke at inddrage Boston-modellen og PLC-kurven. Derudover er Ansoff's vækstmatrix fravalgt idet produktet er rimelig homogent samtidig med, at det danske marked er meget koncentreret og Coop Danmark allerede har den største markedsandel. I stedet er Michael Porters generiske strategier valgt til analyse af muligheden for fremtidig vækst på forretningsniveau.

1.2 Definitioner

- Coop Danmark A/S bliver i afhandlingen forkortet til hhv. Coop og Coop Danmark. Hvis der refereres til andre dele af koncernen vil navnet blive skrevet fuldt ud som fx Coop Amba.
- Dansk Supermarked A/S vil i afhandlingen blive forkortet til DS.
- Michael Porters generiske konkurrencestrategier vil blive refereret til som konkurrencestrategier eller som en af de specifikke strategier fx differentieringsstrategien.
- Derudover vil der blive anvendt en del forkortelser for diverse regnskabsmæssige nøgletal. Ved første anvendelse af nøgletallet vil det blive skrevet fulgt ud med en efterfølgende parentes indeholdende forkortelsen heraf, som derefter bliver brugt i resten af afhandlingen.

1.3 Metode

Afhandlingen vil starte ud med en strategisk analyse indeholdende en beskrivelse af virksomheden samt analyser på samfunds-, branche- og virksomhedsniveau. Beskrivelsen af Coop skal kort give læseren en forståelse af og for virksomheden, samt hvilket område af virksomheden, som der vil blive fokuseret på i resten af afhandlingen. Derefter vil der via PEST modellen blive analyseret på det eksterne miljø for at få et indblik i hvilke faktorer, som kan påvirke Coop og som der bør tages højde for. Derefter vil der, ved brug af Porters 5 Forces, blive foretaget en analyse af branchen som Coop befinder sig i, herunder branchens struktur og styrkeforhold. I tilknytning til brancheanalysen vil der blive lavet en konkurrentanalyse af Coops primære konkurrent DS. Som noteret i indledningen, så er Coop og DS ikke ens, de adskiller sig signifikant fra hinanden på forskellige områder – områder som en konkurrentanalyse kunne belyse lidt grundigere, for at understøtte forståelsen af Coops position på detailmarkedet. Henset til Coops økonomiske resultater de senere år, vil der slutteligt i den strategiske analyse blive analyseret på Coops forretningsstrategi via Porters generiske konkurrencestrategier, for at undersøge om disse kan og bør optimeres. Som opsamling på den strategiske analyse anvendes en SWOT analyse. Denne opsamler de vigtigste punkter fra den strategiske analyse, som senere i afhandlingen vil blive anvendt til forståelse af de historiske regnskabstal i regnskabsanalysen, samt til understøttelse af budgetteringen og ratingen af Coop.

I den efterfølgende regnskabsanalyse foretages der en analyse af, hvordan Coop Danmark har klaret sig økonomisk de seneste 5 år. Til denne analyse skal de officielle regnskaber reformuleres til analysebrug, og herunder skal regnskabskvaliteten af de officielle regnskaber analyseres og vurderes. Egenkapitalen, balancen og resultatopgørelsen for de seneste 5 år reformuleres, og opdeles i drifts- og finansieringsaktiviteter og derudover korrigeres der for dirty surplus poster.

Efterfølgende vil der blive foretaget en analyse af rentabiliteten, med det formål at finde frem til hvad der driver den nuværende rentabilitet. Dette gøres ved at dekomponere egenkapitalens forrentning ved hjælp af den udvidet DuPont-model. Efter rentabilitetsanalysen vil der blive foretaget en vækstanalyse af de reformulerede opgørelser, for at finde svar på hvad der har drevet den nuværende vækst. Regnskabsanalyseafsnittet vil afslutte med en illustrativ tværsnitsanalyse af Coop og DS på baggrund af nøgletal fra rentabilitetsanalysen.

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen udarbejdes der proforma opgørelser for en 5årig budgetperiode samt terminalperioden. Disse opgørelser danner grundlag for den endelige værdiansættelse.

Værdiansættelsen foretages ved anvendelse af den indirekte residualoverskudsmodel (RIDO), som tilbagediskonterer de fremtidige pengestrømme med en de vægtede kapitalomkostninger som diskonteringsrente. Den beregnet værdi for Coop Danmark vil derefter blive sammenlignet med salgsprisen på DS, for at vurdere forskellen på værdien af de to. Afsnittet vil slutte med en følsomhedsanalyse af den beregnet værdi for Coop, for at belyse hvor følsom værdien er ved ændringer i salgsvækstraten og diskonteringsrenten.

Til kreditvurderingen vil der blive foretaget en rating af Coop Danmark på baggrund af informationer fra den strategiske analyse, de officielle regnskaber og de reformulerede opgørelser. Ratingen anvendes ved den efterfølgende kreditvurdering, hvor der vil blive diskuteret hvordan Coop står stillet på nuværende tidspunkt, med udgangspunkt i hhv. et allerede eksisterende forhold og et nyt (ikke eksisterende) forhold imellem kreditor og debitor.

1.3.1 Videnskabsteori

Dette projekt er udarbejdet efter det neo-positivistiske paradigme, som anerkender, at det ikke er muligt at finde den endegyldige sandhed.⁹ Det anerkendes derfor, at den fundne teoretiske værdi og kreditvurderingen af Coop ikke er endegyldig. Ontologien er begrænset realistisk som følge heraf, og epistemologien er begrænset objektiv, idet budgetteringen er baseret på en stor grad af subjektive skøn. Endvidere er metodologien modificeret eksperimentel, da analyserne foretages under naturlige forhold.¹⁰

⁹ Valg der skaber viden, side 56 – 57

¹⁰ Valg der skaber viden, side 56 – 57

1.3.2 Teori

- PEST modellen bruges til at beskrive og analysere en virksomheds eksterne miljø. Modellen er god til at få en diskussion af hvilke eksterne forhold som virksomheden påvirkes af. Modellen kommer dog ikke med hjælp til hvordan man konkret håndterer disse forhold. Derudover kritiseres modellen for at være baseret på fortiden. Det vurderes dog, at fortiden i denne sammenhæng kan være et godt estimat for fremtiden, herunder med tanke på hvordan virksomheden reagerer på forskellige ændringer i det eksterne miljø.
- Michael Porters Five Forces er udviklet til at analysere strukturen og styrkeforholdet i en given branche. Modellen er blevet kritiseret for at være statisk trods den eksisterer i et miljø under konstant udvikling. Michael Porter har forsøgt at imødekomme dette ved at foreslå, at brugeren ligger et andet syn på analysen, herunder vender de 5 punkter til fremtidige Forces. Derudover kritiseres modellen for at se på leverandører og kunder som fjender i stedet for som samarbejdspartnere.
- Konkurrentanalysen er en god måde at skabe sig et billede af hvordan virksomhedens primære konkurrence ser ud. Analysen er dog begrænset af definitionen på virksomheden selv og den deraf afledte definition på hvem, der er konkurrenter. Analysen er også begrænset af hvor mange konkurrenter, som inddrages og hvor dybdegående analyserne er.
- Michael Porters generiske strategier tager udgangspunkt i, at man enten kan forsøge at ramme hele markedet eller et bestemt segment samtidig med, at man enten konkurrerer på prisen eller på at tilbyde kunden noget anderledes. Budskabet i modellen er, at man ikke kan det hele på en gang og for at få succes må man fokusere på et af punkterne.
- SWOT analysen er et udbredt værktøj til at identificere og analysere en virksomheds stærke og svage sider, samt dens muligheder og trusler. SWOT analysen binder derved den eksterne og interne del af den strategiske analyse sammen og bygger på resultaterne herfra. Modellen bruges derfor ofte til opsamling og skaber et godt overblik over virksomhedens strategiske situation. Derfor bliver SWOT analysen heller aldrig bedre end de analyser den opsamler på. SWOT analysen kritiseres ofte for ikke at være løsningsorienteret – men det lægges der heller ikke op til at den skal være i denne afhandling.

1.3.3 Dataindsamling

I afhandlingen er der som nævnt under afgrænsningen og i problemformuleringen, udelukkende anvendt sekundære data. Sekundære data er kendetegnet ved at være udarbejdet og indsamlet af andre personer, institutioner mv. og kan opdeles i kvantitative og kvalitative data. De anvendte sekundære data i afhandlingen kan kategoriseres som procesdata, registerdata og forskningsdata.¹¹ Procesdataene i afhandlingen er af kvalitativ art og omfatter publikationer, artikler og referater. De anvendte registerdata er af kvantitativ art og omfatter diverse regnskaber for Coop Danmark A/S, Dansk Supermarked A/S og seneste regnskab for J Sainsbury PLC. Forskningsdata anvendt i afhandlingen er data fra databaser, som er brugt under værdiansættelsen til estimering af diverse variabler. Derudover er der anvendt lærebøger indenfor værdiansættelse, metode, strategi og detailhandel til at understøtte analyserne og konklusionerne.

1.3.4 Kildekritik

I afhandlingen er det forsøgt at tilstræbe så valide kilder som muligt. Med baggrund i det neo-positivistiske syn og anvendelsen af sekundære data, er det dog vigtigt at vurdere validiteten og reliabiliteten af kilderne.¹²

Brugen af publikationer, artikler, regnskaber, internettet, forskningsdata og lærebøger er anvendt i det omfang som det er vurderet relevant for afhandlingen. De fleste publikationer, artikler og databaser vurderes som værende fra mere pålidelige kilder, herunder fx Danmarks Nationalbank, Bloomberg, Moody's, evm.dk og skm.dk, og disse vurderes derfor valide. Andre artikler, publikationer og informationer fra Coop.dk, Dansk Supermarked.dk, PwC, Dansk Erhverv, business.dk, politikken.dk kan dog være farvede af subjektive holdninger, hvilket kan påvirke validiteten og reliabiliteten negativt. Regnskaberne skal overholde lovgivningen, og de er alle påtegnet uden forbehold, men dette betyder ikke nødvendigvis, at regnskabskvaliteten er høj hvilket også kan påvirke reliabiliteten. Bøgerne, som er anvendt, forudsættes at være objektive på deres respektive områder, men med et neo-positivistisk syn vides dette at være relativt. For at højne validiteten og reliabiliteten ved afhandlingen, er det valgt at drøfte værdiansættelsesafsnittet samt rating afsnittet, der begge er behæftet med stor subjektivitet og derved usikkerhed, med eksperter på de respektive områder fra hhv. Deloitte og Danske Bank, jf. de pågældende afsnit for uddybelse heraf.

¹¹ Den skinbarlige virkelighed, side 159

¹² Business Research Methods, side 162 - 168

2.0 Strategisk analyse af COOP Danmark A/S

En vigtig del af den fundamentale værdiansættelsesproces ligger i forståelsen af virksomheden og de faktorer, som driver den og dens værdi, herunder de ikke-finansielle værdidrivere og risikofaktorer, som er forbundet med virksomhedens primære aktivitet. Ved identifikation af disse og analyse heraf kan den nuværende og historiske rentabilitet forklares, samt de derpå budgetterede tal for fremtiden, herunder for rentabiliteten og værditilvæksten, skønnes mere validt.¹³ Dette afsnit vil derfor starte med en kort beskrivelse af virksomheden for at skabe et overblik. Derefter vil det eksterne såvel som det interne miljø blive analyseret for at forstå virksomhedens hhv. muligheder og trusler samt styrker og svagheder på markedet, og for at skabe et så solidt grundlag som muligt at estimere den fremtidige rentabilitet og vækst på. Afsnittet afsluttes med en SWOT opsamling hvor fokus vil være på de primære faktorer fra den strategiske analyse til brug for den senere budgettering.

2.1 Beskrivelse af virksomheden

I dette afsnit foretages en virksomhedsbeskrivelse for at give læseren et overblik og en forståelse af den valgte virksomhed. For historien bag Coop Amba se bilag 1.

2.1.1 Vision, mission og hovedaktivitet

Coop er bygget på de kooperative værdier og principper, jf. bilag 1. Coops vision er at være *”det bedste og mest ansvarlige sted at handle og arbejde”*.¹⁴

Coops mission er som følger; *”Ærlighed varer længst, siger man. I Coop-familien har vi levet af at sælge ærlige varer til attraktive priser siden 1896, så noget er der om snakken. Men godt købmandskab er andet end et sted at fylde køleskabet. Vi er en arbejdsplads, som sætter stor pris på vores medarbejderes indsats hver dag. I Coop sætter vi overliggeren højt, og vi vil strække os langt for at blive de bedste. Ikke blandt de bedste, men de bedste! Vi stiller krav og bruger store ord som nytænkning og ansvarlighed. Vi mener dem, om så det gælder miljøbeskyttelse, fattige bønders arbejdsvilkår eller vores kunders helbred. Vi er på forkant, vi ser frem, og vi vil se resultater. Og vi ved, at intet motiverer som friheden til selv at kunne handle og beslutte. I Coop måler vi succes i evnen til at gøre vores kunder og medarbejdere lidt mere end bare tilfredse”*.

¹³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 65 – 67

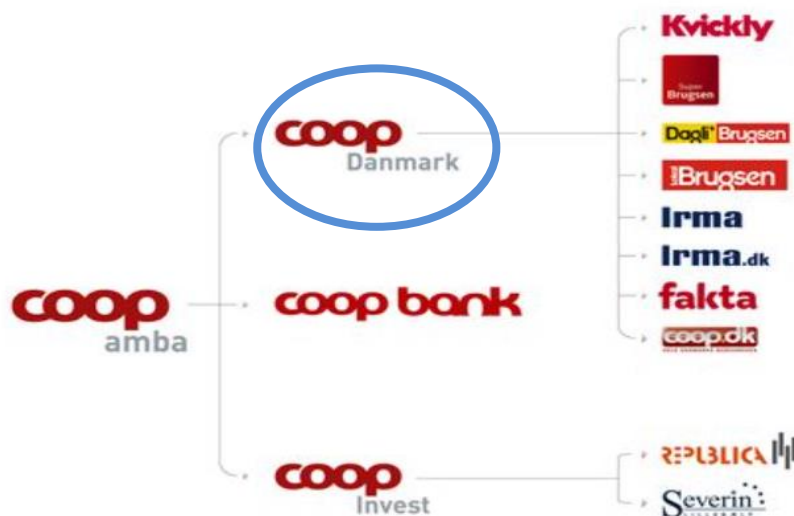
¹⁴ <https://om.coop.dk/koncern/vision+og+mission.aspx>, 25. juli 2014, kl.10.04

Coop Danmark A/S' hovedaktivitet består i "detailhandel indenfor dagligvarer og dagligvarebaseret nonfood på det danske marked. Detailhandlen varetages gennem en række kædekoncepter, hvor de enkelte dele er ejet af Coop Danmark A/S og dels af en række selvstændige brugsforeninger".¹⁵

2.1.1 Virksomhedsstruktur

Denne afhandling vil fokusere på Coop Danmark A/S, dvs. detaileddet i Coop Amba koncernen (den blå cirkel). Men for at give et bedre overblik over hele koncernen, Coop Amba, herunder diversifikationen i deres aktiver, er indsat figur 1 nedenfor.¹⁶

Figur 1: Oversigt over Coop familien



Kilde: www.coop.dk

Coop Amba, som er betegnelsen for den andelsforening som Coops medlemmer er medlem under og ejer af, består overordnet set af Coop Danmark, Coop Bank (stiftet i 2013) samt af Coop Invest.¹⁷

Coop Danmarks aktivitet er detailhandel og består af 1.200 butikker, der til dels er ejet af Coop Danmark selv og dels af selvstændige købmænd (brugsforeningerne).

2.1.3.1 Coops kæder og e-handel

Generelt for kæderne har der de sidste 5 år været mange ledelsesroklringer, mange omkostningsfulde moderniseringer, lukninger, åbninger og ændringer samt fokus på priser, idet finanskrisen har sat sine spor på markedet, men også i forbrugernes bevidsthed, hvorved forbrugerne de senere år har været mere opmærksomme på priserne – dette har Coop kunnet mærke på indtjeningen og markedsandelene.¹⁸ Og som ledelsesberetningen for 2013 noterer, så forventes der for 2014 en

¹⁵ CD årsrapport 2013, side 3

¹⁶ Bilag 1

¹⁷ CD årsrapport 2013, side 8

¹⁸ CD årsrapport 2009 – 2013, ledelsesberetningerne og hovedbegivenhederne for året

markedssituation på niveau med 2013, hvor forbrugerne fortsat vil være fokuserede på lave priser, imens konkurrencen vil fortsætte med at være intensiv og stille store krav til effektivisering i hele organisationen.¹⁹ Se bilag 2 for en oversigt over de økonomiske resultater for de seneste 5 år.

Kvickly

Kvickly er en kæde bestående af 79 varehuse, hvor konceptet er, at det skal være det foretrukne indkøbssted, der med attraktive priser inspirerer til at handle med omtanke. Denne beskrivelse har ændret sig det sidste år hvor den tidligere havde fokus på, at Kvickly skulle være det foretrukne indkøbssted for børnefamilierne.²⁰

Kvickly har de sidste 6 år haft en dagligvarebutik på Roskilde festivalen, som alle år har været en succes. Derudover har Coop i 2013 købt to danske modemærker af IC Company, Jackpot og Cottonfield, med henblik på at lancere disse i Kvickly i 2014.²¹

Ved årets udgang valgte kædedirektør Jesper Faurholdt at fratræde, hvorved der nu skal findes en ny direktør.²²

Kvickly kan karakteriseres som et dobbeltsupermarked/varehus.²³ Butikkerne har enten en trafik eller centerorienteret placering, kombineret med et stort antal p-pladser, for at imødegå den øget kundestrøm til de store butikker. I denne kategori er Kvickly i konkurrence med Føtex fra DS.²⁴

Super Brugsen

Super Brugsen er en supermarkedskæde bestående af 233 supermarkeder. Konceptet går ud på at være det lokale supermarked, hvor man kan få alle sine madvarer i god kvalitet til en god pris. Super Brugsen har i 2013 rullet et nyt koncept ud, kaldet Koncept 15²⁵, som går ud på at differentiere supermarkederne klart fra discount med nøgleordene; lækkert, enkelt og engageret. Målet med konceptet er at gøre det hurtigere, mere inspirerende og billigere at handle ind samtidig med, at supermarkedet tydeliggør sit lokale engagement – herunder bl.a. ved at tiltrække lokale leverandører.²⁶ Super Brugsen kan derfor karakteriseres som et større supermarked hvor grundideen er, at kunden skal kunne foretage alle sine dagligvareindkøb i kort afstand fra sin bopæl.²⁷ Denne kategori er i stærk konkurrence med discountbutikkerne, og der er derfor fokus på profiltilpasning og

¹⁹ CD årsrapport 2013, side 7

²⁰ CD årsrapport 2013, side 16 og Coop Danmark A/S årsrapport 2012, side 12

²¹ CD årsrapport 2013, side 8

²² CD årsrapport 2013, side 16

²³ Retailing, side 135 og <https://om.coop.dk/koncern/butiksudvikling/etableringskrav.aspx>, 25. juli 2014, kl.14.28

²⁴ Retailing, side 136 – 137

²⁵ CD årsrapport 2013, side 17: "Hovedelementerne er: Butikken er skræddersyet til det område, hvor den ligger, og de kunder den har. Den er mere overskuelig og enklere at finde rundt i, så det er lettere og hurtigere at gøre sine daglige indkøb. Og så har den øget fokus på grønt og sundt, kød, økologi, vin, delikatesser og friskbagt brød".

²⁶ CD årsrapport 2013, side 17

²⁷ Retailing, side 130- 134 og <https://om.coop.dk/koncern/butiksudvikling/etableringskrav.aspx>, 25. juli 2014, kl.14.42

kundernes forbrugsmønstre. En anden konkurrent er Føtex Food, der er kategoriseret som et eksklusivt fødevarermarked.²⁸

Dagli' Brugsen

Dagli' Brugsen er en kæde af nærbutikker bestående af 372 butikker, som primært er placeret i de mindre byer rundt om i landet. Sortimentet består af fødevarer til dagligdagen. Kæden har indført en såkaldt "Borgmesterstrategi", som handler om at styrke de lokale butikker ved afholdelse af lokale aktiviteter som samler byen.

I 2013 var der en ledelsesrokering i kæden, hvor daværende kædedirektør blev kædedirektør for Fakta i stedet, imens Dagli' Brugsens hidtidige salgsdirektør blev ny kædedirektør for Dagli' Brugsen. To gange i løbet af 2013 har Dagli' Brugsen sænket priserne, for at få kunderne til at handle lokalt i stedet for at køre til større butikker.²⁹

Dagli' Brugsen kan karakteriseres som en nærbutik. Trods deres lokale placeringer og lange åbningstider er disse i hård konkurrence med discountbutikkerne, der har nogenlunde samme placeringer, men meget lavere priser kombineret med lange åbningstider efter lukkeloven er blevet ændret. Derudover er nærbutikkerne presset fra supermarkederne, som kan tilbyde mere kvalitet, et større sortiment og shop-in-shop løsninger.³⁰

Lokal Brugsen

Lokal Brugsen minder på mange områder om Dagli' Brugsen, dog er Lokal Brugsen mindre butiks- og størrelsesmæssigt, og uden husstandsomdelt tilbudsavis.³¹

Irma

Irma er primært placeret i hovedstadsområdet og består af 83 butikker med en meget klar kvalitetsprofil indenfor fødevarer. Irma arbejder sammen med kvalitetsbrands såsom Kong Hans og Svend Michelsen Chokolade. Derudover investerer Irma meget i uddannelse til medarbejderne for at højne servicen overfor kunderne, hvilket i 2013 bar frugt og indbragte en første plads i Danmark på tilfredshed indenfor dette område.³²

Irma kan karakteriseres som små/store supermarkeder. Specielt for Irma er deres placering på hovedstrøg med høj kundestrøm, eller i boligområder i hovedstadsområdet og Nordsjælland. Irma er kraftigt profileret og med en lang historie bag sig. Irmas konkurrenter er Føtex Food og discountbutikkerne, sidstnævnte grundet kundernes fokus på priserne – selvom kunderne også er

²⁸ Retailing, side 131

²⁹ CD årsrapport 2013, side 18

³⁰ Retailing, side 128 – 129

³¹ CD årsrapport 2013, side 18

³² CD årsrapport 2013, side 19

meget kvalitetsbevidste.³³ Det skal noteres, at Irma har indført lavere priser på en række varer for at imødekomme kunderne på dette område.

Fakta

Fakta er Coops discountkæde, som er vokset utrolig meget de senere år, og som i 2013 talte 431 butikker. Butikkerne er placeret over hele landet med et sortiment, der skal dække hovedparten af forbrugernes behov indenfor dagligvarer. Under Fakta indgår også Fakta Q butikkerne, der kombinerer discount med convenience. Grundet konkurrencen på discountmarkedet og de store investeringer i Fakta kæden samt de mindre pæne resultater fra Fakta, er der igangsat et omfattende program for at øge Faktas konkurrenceevne, herunder er der fokus på at optimere butikkernes sortiment, styrke den kommercielle profil og sikre en mere lønsom drift i butiksnettet.³⁴ I 2013 fik Fakta ny kædedirektør, jf. ovenfor under Dagli' Brugsen.

Derudover har Fakta også åbnet 2 grænsehandelsbutikker i Tyskland hvor målet, under den tidligere adm. direktør Jesper Lien, var at åbne flere i fremtiden for at tage del i omsætningen syd for grænsen. De tyske Fakta butikker skulle adskille sig fra de danske ved, at de trods det normale dagligvaresortiment, havde ca. 20% lavere priser på varerne samt, at de også skulle tilbyde de typiske grænsehandelsvarer.³⁵ Den nye adm. direktør har dog sat foden på bremsen vedr. det tyske marked, og vil i stedet fokusere mere på Coops kernemarked i Danmark fremadrettet.³⁶

Fakta kan karakteriseres som, ovenfor nævnt, en discountbutik. Grundet de få og mindre markedskrav til bl.a. markedsområdet, ligger discountbutikkerne i de fleste byer, herunder også i de små byer hvilket betyder, at discountbutikkerne får status som nærbutikker. Fakta er en mere blød discountbutik i stil med Netto og modsat Aldi (hård discount). Butikkerne er lidt større, der er et lidt større varesortiment, som er udvidet med en række kendte mærker og ikke kun bestående af Private Labels. Butikslayoutet er forbedret og mindre skrabet, imens markedsføringen og kundeservicen er forøget ift. fx Aldis koncept.³⁷

Irma.dk og Coop.dk

Siden 2010 har Irma.dk leveret dagligvarer til kundernes dør. Sortimentet er det samme som i en stor Irma butik, herunder med egen slagter, frugt og grønt samt vinafdeling. Udbringningen koster et mindre gebyr (49 kr.), med mindre man handler for mere end 500 kr., hvor udbringningen så er gratis. Derudover har Coop lanceret deres egen online nonfood butik, kaldet Coop.dk. Varerne, som kan købes her, kan ikke nødvendigvis købes i de fysiske butikker, og sortimentet spænder bredt lige fra cykler til

³³ Retailing, side 128 – 131

³⁴ CD årsrapport 2013, side 20

³⁵ CD årsrapport 2013, side 20

³⁶ Coop bremser op i Tyskland

³⁷ Retailing, side 143 – 148

havemøbler og kendte mærkevarer. Der er tilknyttet onlinebetaling, hjemme eller butikslevering efter eget valg samt mulighed for at blive tilmeldt en af Coops fordelsprogrammer – her kan man samle point ind når man handler, som i sidste ende kan veksles til køb af varer. I 2013 blev der lanceret en række gamle og populære FDB møbel klassikere, som sælges på Coop.dk.³⁸

2.2 Samfundsanalyse

En omverdenanalyse omfatter alle de tænkelige makroøkonomiske faktorer, der kan øve indflydelse på virksomhedens værdiskabelse. Dog skal analysen afgrænses til at dække nøglefaktorer hvor ændringer vurderes at ville have størst indflydelse på virksomhedens fremtidige værdiskabende evne, for at minimere information overload.³⁹

2.2.1 PEST analyse

PEST modellen bruges til at analysere forhold i det eksterne miljø, som kan have indflydelse på den pågældende virksomhed. Analysen tager udgangspunkt i 4 områder, hhv. politiske forhold, økonomiske forhold, socio- og kulturelle forhold samt teknologiske forhold.⁴⁰

2.2.1.1 Politiske forhold

Fokusset for politikkerne ændres hele tiden. De senere år har der været særlig opmærksomhed på miljøet, forbrugerne og sundheden. Rigtig mange love og politiske forhold har indflydelse på detailbranchen i denne relation, men i dette afsnit er der valgt at fokusere og analysere på hhv. afgifter, grænsehandel, lukkeloven og planloven, herunder med fokus på deres indvirkning på Coop.

Afgifter

Sukker og fedtafgifter påvirker/påvirkede detailhandlen væsentligt. Afgifter betyder højere priser, som trods gode tanker om at ville gavne folkesundheden, i stedet har højnet grænsehandlen og derved skabt tab i statskassen.⁴¹ Regeringen har med finansloven for 2013 besluttet at fjerne fedtafgiften igen samt den planlagte udvidelse af sukkerafgiften, fordi deres tiltænkte virkning ikke har slået fuldstændig igennem. Fedtafgiften skabte grænsehandel og tab af arbejdspladser, hvilket ikke var tiltænkt.⁴² I stedet vil regeringen fokusere på at udvikle fødevareerhverv, hvilket er i tråd med Coops strategi om at være et ansvarligt sted at handle.⁴³ Dog fortsætter man med den gamle sukker og

³⁸ CD årsrapport 2013, side 21

³⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 67

⁴⁰ International markedsføring, side 137 – 146

⁴¹ Afgifter sender butikker i døden

⁴² Sukker, fedt og fødevareerhvervet

⁴³ CD årsrapport 2013, side 9 – 14

chokoladeafgift, som vil stige frem mod 2020 – ved årsskiftet 2013 steg den med 3,5%.⁴⁴ Afgifterne vil højne priserne på varerne og mindske efterspørgslen herpå, imens fjernelse heraf skaber modsat effekt alt andet lige.

Grænsehandel

Diverse afgifter, hvoraf nogle nu er fjernet igen, har udløst mange butikslukninger tæt ved grænsen, idet forbrugerne er yderst prisbevidste og derfor er taget over grænsen for at spare penge.

Skatteministeriets grænsehandelsrapport for 2012 viste, at den samlede grænsehandel i 2011 udgjorde ikke mindre end DKK 12,1 mia., hvilket svarer til en tabt momsindtægt på ca. DKK 2,4 mia.

Dertil skal lægges tabte arbejdspladser i Danmark og der tilknyttede tabte penge i statskassen.

Grundet nedsættelse af afgiften på øl og sodavand, faldt grænsehandlen dog herfor i 2013. Imens gik salget af begge vare frem i Danmark, viser en undersøgelse fra Deloitte.⁴⁵ Grænsehandlen er dog ikke kun fokuseret på øl og sodavand, flere og flere tager også syd for grænsen for at handle almindelige fødevarer. *"De danske butikker tjener for meget på fødevarer, lyder det fra Fleggaard, mens De Samvirkende Købmænd afviser"*.⁴⁶ Alligevel er andelen af danskere, som tager til Tyskland for at handle fødevarer, fordoblet på 2 år til 56% i 2012. Prisforskellen skyldes afgifter, en højere moms og løn, forklarer underdirektør i De Samvirkende Købmænd, Claus Bøgelund.⁴⁷

For at få del i kagen, som umiddelbart er svær at gøre mindre uden politisk indblanding, har Coop forsøgt at åbne Fakta butikker i Tyskland (ved grænsen). Det var den tidligere direktør Jesper Liens ide, at Coop kunne øge indtjeningen ved at udvide butiksnettet til syd for grænsen. Den nye direktør Peter Høgsted har dog sat foden på bremsen for dette projekt, idet der har været flere komplikationer ved projektet såsom forsinkede åbninger, skænderier om byggeret og råderet over grunde, samt en mindre indtjening end budgetteret med inden igangsættelsen.⁴⁸ Det er på nuværende tidspunkt uvist hvad der skal ske med Coops grænsehandelseventyr i fremtiden. Uden diverse omkostninger og problemer ville eventyret alt andet lige have været en mulighed for Coop til at øge indtjeningen – om ikke andet så på sigt. Grænsehandel isoleret set, er skidt for de danske butikker, fordi de taber kunder og dermed indtjening.

⁴⁴ Sukkerafgiften er ikke forsvundet

⁴⁵ Grænsehandlen med øl og sodavand dykkede sidste år

⁴⁶ Grænsehandel med fødevarer skaber uenighed

⁴⁷ Grænsehandel med fødevarer skaber uenighed

⁴⁸ Coop bremser op i Tyskland

Lukkeloven

"Formålet med lukkeloven er at regulere, hvornår der må ske detailsalg (dvs. salg til forbrugere) fra butikker"⁴⁹.⁵⁰ Fra 1. oktober 2012 trådte en ændring til den daværende lukkelov i kraft som medførte, at der ikke længere er regler for hvornår butikker med en omsætning på under DKK 32,2 mio. inkl. moms årligt må foretage detailsalg – udover på helligdage, grundlovsdag, juleaften og nytårsaften, svarende til ca. 13-14 dage om året.⁵¹ Formålet med ændringen var at skabe bedre og mere fleksible rammer for forbrugerne, samt fri konkurrence på markedet ved at give butikkerne mulighed for at øge deres afsætningsmuligheder og omsætning.⁵² Før 1. oktober 2012 var lukkeloven mere restriktiv og regulerede, at visse butikker med en hvis omsætning og beliggenhed kun måtte holde søndagsåbent et vist antal gange om året.⁵³ Denne ændring i lukkeloven har ramt mange af Coops mindre butikker, herunder nærbutikkerne og Fakta på deres omsætning, og en del nærbutikker og mindre supermarkeder har måtte lukke, idet de ikke har kunnet konkurrere med de større butikker.⁵⁴ Nedenstående tabel 1 viser fordelingen i detailomsætningen for de forskellige butikstyper, herunder udviklingen for de sidste 5 år.

Tabel 1: Fordeling i detailomsætning de sidste 5 år

Fordeling af omsætning %	2013	2012	2011	2010	2009	Udvikling i perioden	Udvikling det sidste år
Hypermarkeder	17,20%	17,20%	17,90%	18,30%	19,20%	-2,00%	0,00%
Store supermarkeder	25,90%	26,90%	27,90%	27,10%	27,10%	-1,20%	-1,00%
Små supermarkeder	12,50%	13,70%	14,60%	15,20%	16,10%	-3,60%	-1,20%
Nærbutikker	5,10%	5,20%	5,70%	6,30%	6,50%	-1,40%	-0,10%
Discount	39,40%	37,00%	33,80%	33,10%	31,20%	8,20%	2,40%

Kilde: Dansk Dagligvarehandel 10 års statistik 2003 – 2013

Det ses i tabel 1, at discountbutikkerne har vundet indpas hos forbrugerne de sidste 5 år, hvilket stemmer overens med Coops observationer på markedet.⁵⁵ For alle de andre butikstyper har omsætningen været svagt dalende siden 2008, stærkt grundet forbrugernes prisbevidsthed. Coop har måtte sænke sine varepriser flere gange, for at kunne holde markedsandelen oppe og få kunderne til at handle i deres butikker.⁵⁶ Det kan også ses i tabel 1, at lukkeloven har haft en negativ indvirkning på de mindre nærbutikker og supermarkeder jf. punktet "Udvikling det sidste år", imens discountbutikkerne har været positivt påvirket. Dette stemmer overens med, at discountbutikkerne får status som nærbutikker og overtager de gamle nærbutikkens position. Kvickly, Super Brugsen og

⁴⁹ Lov om detailsalg fra butikker m.v., lov nr. 606 af 24. juni 2005 med senere ændringer

⁵⁰ Detailhandlen i Danmark – gode rammer for indkøb indenfor rimelig afstand, side 25

⁵¹ Detailhandlen i Danmark – gode rammer for indkøb indenfor rimelig afstand, side 26 og Ny omsætningsgrænse i lukkeloven

⁵² Liberalisering af lukkeloven

⁵³ Detailhandlen i Danmark – gode rammer for indkøb indenfor rimelig afstand, side 25 – 26

⁵⁴ CD årsrapport 2013, side 7

⁵⁵ CD årsrapport 2013, side 7

⁵⁶ CD årsrapport 2009 – 2013

Irma har dog klaret sig bedre end markedet, imens Fakta grundet sine massive og omkostningsfulde investeringer har klaret sig væsentlig dårligere end markedet.⁵⁷ Lukkeloven har således været en medvirkende faktor i ændring af indtjeningen ift. butikstype.

Planloven

Planloven har en vis betydning for detailhandlen, idet loven omhandler bestemmelser om udnyttelse af arealer og naturressourcer, herunder bl.a. placering og størrelse på butikker. Regeringen har for nylig strammet planloven således, at udvalgswarebutikker som IKEA og Elgiganten på over 2.000 kvm nu ikke er muligt at opføre uden for bymidten. Det betyder, at disse varehuse bliver tvunget ind i de mindre byer.⁵⁸ *"Loven risikerer at gøre det modsatte af, hvad der er tiltænkt med den. Gennemgående træk er, at det er vigtigt med en levende bymidte, men det kræver et varieret udbud af specialbutikker",* siger detailhandelsekspert Bruno Christensen og uddyber; *"Hvis den nye lov tilsiger, at alle varehuse over 2.000 kvm skal placeres i midten, får vi på sigt en udvikling hvor IKEA og andre varehusgiganter placeres midt i byen. Det vil smadre miljøet og atmosfæren".*⁵⁹ Denne ændring vil kunne give varehusene monopol, hvilket ville kunne resultere i færre butikker og færre jobs, herunder også til byggeri. Men som kontorchef i Konkurrence og Forbrugerstyrelsen, Søren Bo Rasmussen fortsætter; *"Det er nok ikke nogen hemmelighed, at vi mener, planloven ikke er god for konkurrencen helt generelt. Vi mener, når man begrænser størrelse og beliggenhed, så vil man kunne bremse produktiviteten. Og begrænse konkurrencen. (...) Hvis konkurrencen hæmmes vil det typisk komme forbrugerne til skade, da de vil få et ringere vareudvalg og højere priser".*⁶⁰

Ændringen i planloven vil alt andet lige påvirke Coops mindre butikker negativt, idet de så skal konkurrere med større butikker med større sortiment, mulighed for stordriftsfordele og dermed tilknyttede lavere priser.

Det har indtil nu ikke været muligt at opføre nye hypermarkeder i Danmark, hvilket har givet Coop en mindre fordel, idet Coop kategorisk afviser opførelse af hypermarkeder og lever af mindre butikstyper. DS har samtidig haft den anden fordel, at de har siddet på de få hypermarkeder, som der var, og derved grundet planloven har kunnet holde udenlandske konkurrenter på afstand. Men nu ser det ud til, at DS såvel som andre får mulighed for at udvide indenfor denne butikstype.

Coops informationsdirektør, Jens Juul Nielsen, udtaler sig således omkring om Coop vil opføre hypermarkeder, hvis ændringen til planloven træder i kraft; *"Det kommer ikke til at ske. (...) Hver gang man åbner et hypermarked, så lukker der små butikker, så det vil være at skyde os selv i foden, hvis vi*

⁵⁷ CD årsrapport 2013, side 7

⁵⁸ De største butikker skal ind i centrum

⁵⁹ De største butikker skal ind i centrum

⁶⁰ De største butikker skal ind i centrum

åbner hypermarkeder. Det er helt utænkeligt (...). Vi ønsker at have et bredt butiksnæ, fordi vi er ejet af 1,4 mio. medlemmer over hele landet. Dem skal vi gøre noget for, og det gør vi ved at være rundt omkring i landet".⁶¹ Derudover mener han heller ikke, at ændringen vil medføre øget produktivitet eller lavere priser – derimod vil der bare komme flere Bilka butikker og flere lukninger af små butikker rundt i landet.⁶²

Imens så jubler DS; "Flere hypermarkeder vil betyde øget produktivitet og konkurrence. Det vil betyde bedre udbud og priser til forbrugerne, og derfor byder vi regelændringen velkommen"⁶³, siger Mads Hvitved Grand, pressechef i DS.

Ændringerne vil alt andet lige betyde lukninger for Coop butikker og en lavere omsætning, hvis flere og større varehuse flytter til de små byers midte, samt hvis der åbnes op for hypermarkeder igen, idet Coops virksomhedsstruktur er som den er. Samtidig vil muligheden for hypermarkeder give DS mulighed for at udvide og erobre markedsandele, hvilket heller ikke er positivt for Coop.⁶⁴

2.2.1.2 Økonomiske og demografiske forhold

De økonomiske og demografiske forhold er ofte afledt af politiske og lovgivningsmæssige forhold. Regeringen fastlægger forskellige politikker, som bl.a. kan påvirke den økonomiske udvikling.⁶⁵ For detailhandlen er økonomiske og demografiske forhold såsom den disponible indkomst, husstandsforbruget, forbrugerprisindekset, forbrugertilliden og befolkningsudviklingen vigtige, idet de fortæller noget om den nuværende og fremtidige indtjening.

Disponibel indkomst

Den disponible indkomst omfatter den samlede familieindkomst minus indkomst- og formueskat, arbejdsmarkedsbidrag og tvungne underholdsbidrag.⁶⁶ For detailhandlen er den disponible indkomst vigtig, fordi den fortæller noget om kundernes rådighedsbeløb. En større indkomst må alt andet lige betyde større forbrugsmulighed, hvilket bl.a. kan gavne detailhandlen. Det antages, at tider med lavkonjunktur og/eller en lavere indkomst hos forbrugerne vil påvirke kundernes prisbevidsthed således, at kunderne søger mod de billigere varer og alternativer. Da Coops sortiment spænder vidt dvs., at de både forhandler fødevarer og nonfood, eksterne mærker og Private Labels, og samtidig har et bredt butiksnæ med både varehuse, supermarkeder og discountbutikker, har kunderne mulighed

⁶¹ Coop afviser kategorisk hypermarkeder

⁶² Coop afviser kategorisk hypermarkeder

⁶³ Coop afviser kategorisk hypermarkeder

⁶⁴ DS bakker op om hypermarkeder

⁶⁵ International markedsføring, side 139

⁶⁶ <http://www.dst.dk/da/Statistik/dokumentation/kvalitetsdeklarationer/familieindkomster.aspx>, 31. juli 2014, kl.9.16

for at få dækket stort set alle deres behov – hvad enten det er kvaliteten eller prisen, som tæller.⁶⁷ For at Coop hele tiden kan have optimeret sin indtjening, må de derfor være ekstra opmærksomme på kundernes behov, og hvor de skal ligge deres fokus ift. sortiment, priser, kampagner, butikslukninger og åbninger. Det fremgår af tabel 2 nedenfor, der viser den gennemsnitlige disponible indkomst for familier i hele Danmark i perioden 2009 – 2012, at indkomsten gennemsnitlig har været svagt stigende, og en smule over niveauet for inflationen.⁶⁸ Inflationsudviklingen kan ses i tabel 4, under afsnit *Forbrugerprisindekset* nedenfor.

Tabel 2: Disponibel indkomst

Disponibel indkomst	2012	2011	2010	2009
Gennemsnit for familier i hele landet	329.564,00	321.912,00	316.805,00	294.369,00
Vækst	2,38%	1,61%	7,62%	

Kilde: www.dst.dk

Der er et lidt større positivt udsving i 2010 hvilket kan henføres til, at skatteloftet med skattereformen fra 2009 (Forårspakken 2.0) blev sænket og, at der kom ændringer til diverse fradrag.⁶⁹ Den disponible indkomst har i 2013 og 2014 været nogenlunde stabil, om end med en svagt faldende tendens bl.a. grundet en omlægning af kapitalpensionsordningen.⁷⁰

Husstandsforbruget

Husstandsforbruget og andelene heraf for hhv. fødevarer, drikkevarer og tobak samt beklædning og sko er relevant for detailhandlen for at fokuset på sortimentssammensætning og udvalgsstørrelse hele tiden matcher forbrugernes ønsker og behov således, at fx Coop hele tiden kan optimere sin indtjening. Samtidig kan den historiske udviklingstendens give et indblik i hvordan den fremtidige udvikling med en vis sandsynlighed vil blive. Tabel 3 viser en stabil udvikling i andelene af de førnævnte produktgrupper. Sammenholdes dette med førnævnte relativt stabile udvikling (med mindre udsving) i den disponible indkomst, må det forventes, at husstandsforbruget vil forblive på nogenlunde samme niveau fremadrettet uagtet mindre svingninger i indkomsten.

⁶⁷ CD årsrapport 2013

⁶⁸ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440>, 30. juli 2014, kl.22.12

⁶⁹ Skattereform 2009

⁷⁰ Fald i disponible indkomst

Tabel 3: Husstandsforbruget i løbende priser

Husstandsforbrug, løbende priser	2012	2011	2010	2009
FORBRUG I ALT	309.943,00	305.647,30	289.487,40	308.093,60
FØDEVARER	32.248,90	31.205,80	30.529,90	32.151,40
DRIKKEVARER OG TOBAK	10.896,90	10.812,20	11.066,00	10.665,20
BEKLÆDNING OG FODTØJ	13.818,40	14.850,60	14.733,40	16.697,30
FORBRUG I ANDEL				
FØDEVARER, andel	10,40%	10,21%	10,55%	10,44%
DRIKKEVARER OG TOBAK, andel	3,52%	3,54%	3,82%	3,46%
BEKLÆDNING OG FODTØJ, andel	4,46%	4,86%	5,09%	5,42%
ÆNDRING I FORBRUG I ALT				
ÆNDRING I %	1,41%	5,58%	-6,04%	

Kilde: www.dst.dk

Den stabile udvikling i andelen af det samlede forbrug for fødevarer skal ses i sammenhæng med, at produktet anses for at være mindre indkomstelastisk. Det følger nogenlunde samme udvikling som den overordnede økonomi, og har ikke voldsomme udsving som mere luksusbetonede varer har. Derfor påvirkes Coop i en mindre grad end fx en bilfabrikant når der forekommer en lavkonjunktur, men dermed ikke sagt, at de ikke påvirkes overhovedet, for som tidligere nævnt har Coop Amba, der er moderselskab til Coop Danmark, spredt sine aktiver til også at omfatte en bank og investeringsselskab. Isoleret set påvirkes Coop af forbrugernes købelyst- og evne, som igen er påvirket af konjunktoren. Men da Coops produkter (food) repræsenterer varer som forbrugerne i grove træk ikke kan leve uden (nødvendighedsvarer), vil de derfor ikke påvirkes i så udtalt en grad. Dog vil forbrugerne sandsynligvis finde billigere alternativer, fx bytte Arla mælk ud med Egelykke, for at spare penge selvom der er tale om samme produkt – men igen er dette afhængig af forbrugernes købmønster, behov, disponible indkomst, forbrugslust m.m.⁷¹

Forbrugerprisindekset

Forbrugerprisindekset anvendes som et mål for inflationen og er derfor et centralt økonomisk nøgletal. Formålet med forbrugerprisindekset er at belyse prisudviklingen for varer og tjenester, som indgår i husholdningernes forbrug.⁷² Tallene er opgjort med basisåret 2000, men idet der er tale om indekstal⁷³ og at afhandlingens tidsmæssige fokus er indenfor dette interval (2009 – 2014), vurderes tallene at være anvendelige for denne afhandling. Forbrugerprisindekset er bruttotal, dvs. de inkluderer indirekte skatter (fx moms, afgifter, tilskud).⁷⁴

⁷¹ Microeconomics, kapitel 2 -3

⁷² <http://www.dst.dk/da/Statistik/dokumentation/kvalitetsdeklarationer/forbrugerprisindeks.aspx>, 31. juli 2014, kl.10.54

⁷³ Indekstal kommer af, at man indekserer en talrække. Ved hjælp af procentberegninger kan man vise den procentuelle udvikling i en talrække. Indekstal benyttes oftest til at overskueliggøre en udvikling i talrækker over tid.

⁷⁴ Bilag 3

Tabel 4: Forbrugerprisindeks

Inflationen	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Forbrugerprisindeks i alt	130,57	129,85	128,84	125,81	122,43	119,68
Ændring i %	0,55%	0,78%	2,35%	2,68%	2,25%	
Gennemsnitlig ændring	1,72%					

Kilde: www.dst.dk

Tabel 4 viser, at inflationen de sidste 5 år har ligget på gennemsnitlig 1,72%, hvilket er en smule under udviklingen i den disponible indkomst, jf. afsnit *Disponibel indkomst*. Sammenholdes inflationen med den stigende disponible indkomst og det stabile husstandsforbrug understøtter dette, at der er tale om produkter som forbrugerne køber uagtet hvad men også, at kunderne ikke nødvendigvis køber og forbruger mere af produkterne bare fordi rådighedsbeløbet stiger.

Der skal derfor en ekstra indsats til for at få kunderne til at handle og komme tilbage til samme butik, hvilket Coop forsøger ved fx at blive aktive i lokalsamfundet.⁷⁵

Forbrugertilliden

Forbrugertillidsindikatoren kan være god at følge, idet denne belyser befolkningens syn på økonomien på et givet tidspunkt - både hvad angår dem selv og for landet som helhed.⁷⁶ Indikatoren har indvirkning på det fremtidige forbrug, idet en positiv indikator alt andet lige vil betyde, at befolkningen er mere villig til at forbruge end hvis indikatoren var negativ. Dette kan påvirke detailhandlens omsætning og derved Coops indtjening positivt. Forbrugertillidsindikatoren har været stigende det sidste års tid, jf. bilag 4, hvilket alt andet lige er positivt for Coop.

Befolkningsudviklingen

Befolkningsudviklingen i Danmark vil være svagt stigende med omkring 2% for hvert tiende år frem til 2050, hvilket alt andet lige betyder flere forbrugere på sigt, jf. bilag 5. Flere forbruger kan betyde flere kunder, og derved en stigning i indtjeningen.

2.2.1.3 Sociale- og kulturelle forhold

De sociale og kulturelle forhold nu og i fremtiden spiller også en rolle for detailhandlen idet fx nye trends, sammensætning af klasserne i samfundet, værdier og holdninger samt velfærd, alle har en vis indvirkning på den mulige indtjening. Livsfaserne ændres således, at teenage årrækken starter tidligere og slutter senere, imens førstegangs fødende bliver ældre og ældre, og seniorernes årrække også forlænges og bliver en form for "den anden ungdom", imens alderdommen næsten udviskes.⁷⁷ Generation Y (født 1978 – 1989) er i disse år dem, som kommer i forældrefasen, imens den

⁷⁵ CD årsrapport 2013

⁷⁶ <http://www.dst.dk/da/Statistik/dokumentation/kvalitetsdeklarationer/forbrugerforventningsundersogelser.aspx>, 31. juli 2014, kl.16.16

⁷⁷ 2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden, side 34 – 42

demografiske udvikling er præget af en mindre generation X (1966 – 1977). Generation Y er veluddannede, og ser shopping som noget sjovt og underholdende. De er vilde med ideen om at kunne bruge deres mobil eller pc og gøre deres køb på internettet. De er situationsbestemte forbrugere, hvilket detailvirksomhederne skal ligge vægt på.⁷⁸ De yngre generationer Z (1990 – 2001) og New Millenium (>2001) er multitaskere, og anvender internettet til det meste. De har endnu flere penge til rådighed og holder af at shoppe, hvilket også gør dem meget bevidste om hvad de vil have. Samtidig er det også naturligt for dem at lade omverdenen vide, hvis de er blevet dårligt behandlet i en butik eller har oplevet andet, som bør rapporteres videre, hvilket bør få de enkelte butikker og kæder endnu mere op på mærkerne, idet information spredes hurtigt og i værste fald kan ødelægge en butik. De unge generationer går ikke så meget op i brands mere, men forsøger at skabe deres egen stil – hvilket gør, at individet skal sættes i fokus fremover når kæderne skal markedsføre deres varer.

Samtidig udviskes samfundsklasserne idet middelklassen vokser og bliver mere velhavende, imens underklassen i dag har flere midler at forbruge.⁷⁹ Det betyder, at flere har og får råd til de såkaldte luksusvarer, hvilket er positivt for fx Irma kæden og Coop.dk.

Kunderne er i øjeblikket meget fokuseret på "høj kvalitet til lav pris eller noget unikt – noget særligt".⁸⁰ Dette forsøger Coop at imødekomme i fx Irma, hvor der både findes de særlige specialiteter, men også pasta til discount pris. Man skal dog passe på ikke at gøre kunderne forvirrede omkring kæde og butikskoncept således, at de vælger at handle andetsteds hvor de ved hvad de får og, at de kan få deres specifikke ønske opfyldt. Derudover vil discountområdet fortsat vokse, hvor de unge allerede i dag har svært ved at skelne mellem et supermarked og en discountbutik, hvilket er og vil være en udfordring for Coop.⁸¹ Herudover vil der i fremtiden være fokus på det rigtige, sunde og samvittighedsfulde valg hvad angår fødevarer – på dette område er Coop foran og i gang med deres måltidspartnerskab og GoCook initiativer.⁸² Der vil også være en tendens for verdensborgeren til at søge ud til det mere lokale, købe og nyde lokale fødevarer, hvilket kan blive et stort fokusområde for at erhverve markedsandele og indtjening.⁸³ Coop har bemærket dette og forsøger igennem nærbutikkerne at blive mere lokale.⁸⁴ Et virkemiddel i denne sammenhæng er storytelling for at lokke forbrugeren til. Coop har fx deres fairtrade bananer fra den Dominikanske Republik samt deres Savannah produkter, der stammer fra Afrika, som begge har oplevet stigende omsætning bl.a. via storytelling.⁸⁵

⁷⁸ 2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden, side 23 – 31

⁷⁹ 2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden, side 54 – 55

⁸⁰ 2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden, side 74

⁸¹ 2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden, side 76

⁸² CD årsrapport 2013, side 14

⁸³ 2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden, side 80

⁸⁴ CD årsrapport 2012 – 2013

⁸⁵ CD årsrapport 2013, side 12

2.2.1.4 Teknologiske og miljømæssige forhold

Som nævnt ovenfor har generation Y, Z og New Millinium taget internettet til sig og e-handlen stiger derved støt. For at de fysiske butikker skal kunne konkurrere med dette, skal de i fremtiden være mere specialiserede i bestemte produkter, herunder med dyb viden og indsigt i disse varer, samt have hurtige tilbud eller specielle varer, der kun sælges i kort tid – og samtidig være miljøbevidste.⁸⁶

Coop har allerede satset på e-handel med Irma.dk (food) og Coop.dk (nonfood). Trods voksende salg er resultaterne dog fortsat ikke tilfredsstillende, men dette skal ses i sammenhæng med deres korte levetid samt, at Irma fysisk er placeret i hovedstadsområdet hvor deres primære kunder er og kunderne derfor i stedet vælger at gå ned i deres lokale butik end at handle i den over nettet.⁸⁷ Irma forsøgte at åbne butikker i Jylland og på Fyn, men valgte at lukke dem igen da butikkerne ikke var rentable hvilket bevidner om, at deres primære kundeklientel fortsat er omkring hovedstadsområdet.⁸⁸ DS har også satset på e-handel via bilka.dk (nonfood), men har endnu ikke oplevet voldsomt positive resultater.⁸⁹ Stadig yderligere investeringer og udvidelse af sortimentet må forventes at kunne øge indtjeningen. Det kan dog diskuteres, om manglen på salg af food kategorien hos coop.dk er grunden til at omsætningen og resultaterne ikke blomstrer mere end de gør. Både Nemlig.com og Aarstiderne nyder nemlig godt af deres salg med denne kategori.⁹⁰

Derudover investerer og udvikler flere kæder mere og mere i software for at imødekomme kundernes ønske om forenkling i hverdagen, herunder er det bl.a. muligt at læse tilbudsavisen på nettet, og finde mere information om diverse produkter hjemmefra.⁹¹

Dagligvarebranchen har de senere år ligeledes investeret i en del forskellige teknologiske løsninger til butikkerne. Flere steder er der indført selvbetjeningskasser, hvor medarbejderne i stedet overvåger processen, og derved kan kontrollere dobbelt så mange kasser som hvis personen selv skulle gøre alt arbejdet i en enkelt kasse. Dette giver mulighed for, at medarbejderen kan lave andet arbejde i eller omkring kasserne, som fx samling af kurve, opfyldning af poser m.m. – herved spares servicemedarbejderen. Det er dog kun DS som har gjort brug af dette indtil videre, Coop vil derimod bibeholde deres "kundekontakt" lidt endnu.⁹²

Muligheden for at betale sine varer via fx mobilepay eller andre mobile betalingssystemer vokser også. Allerede nu oplever man mange steder, at der er kasser i forskellige butikker, hvor man kun kan betale med kort. Måske vil vi om nogle år opleve fuldstændige pengeløse butikker, hvor al betaling skal

⁸⁶ 2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden, side 98

⁸⁷ CD årsrapport 2013, side 21

⁸⁸ Irma lukker alle butikker i Jylland og på Fyn

⁸⁹ Bilkas netsalg skal sekstendobles på fire år

⁹⁰ Konkurrencen på dagligvaremarkedet flytter ind om søndagen og Aarstiderne når økonomisk højdepunkt

⁹¹ Bilkas netsalg skal sekstendobles på fire år

⁹² Selvbetjeningskasser har ikke kostet medarbejdere

foregå via kreditkort eller mobile betalingssystemer.⁹³ Man må formode, at dette bl.a. vil bevirke en kortere betjeningstid pr. kunde, og derved et forbedret kundeflow. Og som et notat på baggrund af PwC's årlige Global CEO Survey viser, hvor 344 CEO'er i spidsen for detail- og dagligvarehandlen har deltaget, så ser de den teknologiske udvikling som en gylden mulighed for at vinde nye kunder.⁹⁴ *Et stort flertal af toplederne fra detailhandel lister desuden "teknologisk fremskridt" som en af de globale tendenser, der vil forvandle deres virksomheder mest over de næste fem år.* Og som partner i PwC Henrik Trangeled Kristensen, der er ekspert i detail- og dagligvarehandlen, udtaler; *"Det er positivt, at toplederne inden for såvel detailhandlen som dagligvarehandlen omfavner teknologien, for det nytter ikke ret meget at kæmpe imod. Jeg tror, den positive tilgang skyldes, at mange allerede har oplevet, at de kan få flere produkter ud til deres kunder ved hjælp af ny teknologi".*⁹⁵

Alt i alt er Coop rimelig godt med på den teknologiske front, men de har ikke førertrøjen og holder sig helst til det de kender, hvilket kan gøre at de ikke får optimeret deres indtjening.

Som tidligere nævnt er en af de store tendenser i øjeblikket miljørigtige og bæredygtige produkter vægtet op imod prisen. Dette forsøger Coop at gøre til sit varemærke bl.a. via kampagner med fokus på madspild, udvikling af grøn emballage, stort økologisk sortiment og fjernelse af buræg i Kvickly, m.m.⁹⁶

2.3 Brancheanalyse

For at vurdere en virksomheds fremtidige evne til at skabe værdi er man nødt til også at vurdere indtjeningsmulighederne indenfor den givne branche, som virksomheden befinder sig på. Dette skal bl.a. ses i lyset af, at rentabiliteten varierer indenfor forskellige brancher.⁹⁷

2.3.1 Porters Five Forces analyse

Michael Porter udviklede Porters Five Forces modellen til at belyse 5 elementer, som har indflydelse på strukturen og styrkeforholdet i en given branche. Givet branchen og virksomhedens position heri kan analysen give indblik i nuværende og fremtidig indtjeningsmuligheder. De 5 områder er hhv. leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke, truslen fra nye indtrængere, truslen fra substituerende produkter samt rivaliseringen i branchen.⁹⁸

Branchen, der fokuseres på i denne afhandling, er det danske detailmarked for food med evt. tilknyttet nonfood afdelinger.

⁹³ Mobileplay åbner for mobilbetaling i butikker

⁹⁴ Detail og dagligvarehandlen satser på teknologien

⁹⁵ Detail og dagligvarehandlen satser på teknologien

⁹⁶ CD årsrapport 2013, side 10 – 12

⁹⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 68 – 69

⁹⁸ International markedsføring, side 224 – 232 og <http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-five-forces.html>, 26. Juli 2014, kl. 11.33

2.3.1.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Varesortimentet i butikkerne tilpasses løbende forbrugernes præferencer og handlemønstre så vidt muligt, og giver derigennem kæderne den størst mulige indtjening – forudsat optimalt varesortiment. Dagligvarekædernes indtjening er bl.a. bestemt af forhandlingerne med leverandørerne.⁹⁹ Samspillet imellem kæderne og leverandørerne har betydning for priserne og varesortimentet i butikkerne, og derved på driftsresultatet i sidste ende. *"Den danske dagligvarehandel består af få store dagligvarekæder, der sidder på størstedelen af markedet og en række aktører med små markedsandele. De tre største dagligvarekæder har en samlet markedsandel på over 85% og indtager derfor en nøgleposition i leverandørernes bestræbelser på at nå ud til de danske forbrugere. I leverandørleddet er der ligeledes en høj koncentration i mange af produktkategorierne"*, viser analyse af fremtidens detailhandel foretaget af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen i 2013.¹⁰⁰ Som tabel 5 viser, så er det hhv. Coop, DS og Dagrofa, der sidder på størstedelen af markedet i Danmark.

Tabel 5: Oversigt over detailmarkedet i Danmark fordelt på hhv. kæder og markeder i 2012

	Coop	Dansk Supermarked	Dagrofa	Reitan	Aldi	Lidl	Øvrige	Markedsandel i %
Hypermarked		Bilka						6,1
Supermarked	Kvickly	Føtex	SuperBest				Løvbjerg	48,8
	Super Brugsen		Eurospar				ABC Lavpris	
	Irma		SuerSpar					
Discount	Fakta	Netto	Kiwi	Rema1000	Aldi	Lidl		37,0
Minimarked/Nærbutik	Dagli Brugsen		Spar				Øvrige	8,1
	Lokal Brugsen		KwikSpar					
Markedsandel i %	37,4	32,5	15,6	6,8	3,3	2,4	2,0	100,0

Kilde: Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 15

Den høje koncentration på markedet samt kædernes brug af Private Label produkter og udenlandske produkter betyder, at dagligvarekæderne får en hvis forhandlingsstyrke over for leverandørerne.¹⁰¹ Bivirkningerne ved en svag leverandørforhandlingsevne kommer kunderne til gode ved, at kæderne kan forhandle sig til lavere priser, bedre betalingsbetingelser og leveringsbetingelser m.m.

Leverandørerne oplever, ifølge analysen fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, at de skrappe krav medfører, at kun de største leverandører kan forblive på markedet. Dette kan betyde et begrænset vareudvalg til forbrugerne mener de. Samtidig presser det leverandørernes indtjening og gør det dermed sværere at afsætte penge til produktinnovation.¹⁰² *"En sammenslutning af flere leverandører (DLF – Dagligvareleverandørerne) har derfor givet udtryk for, at de ønsker retningslinjer for samhandlen mellem leverandører og dagligvarekæder, ligesom det er blevet indført i visse andre europæiske lande"*.¹⁰³ Men som analysen fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen argumenterer, så kan en regulering af samhandlen skade dagligvarekædernes forhandlingsstyrke, og resultere i begrænset mulighed for at

⁹⁹ Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 5

¹⁰⁰ Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 5

¹⁰¹ Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 6 og Retailing, side 70

¹⁰² Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 6

¹⁰³ Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 6

opnå lavere priser under forhandlingerne med leverandørerne. Dette vil i sidste ende skade forbrugerne trods, at det vil gøre det lettere for mindre leverandører at komme i spil. Flere dagligvarekæder, herunder bl.a. Coops kæder, arbejder for at indgå yderligere samarbejde med mindre lokale leverandører, hvilket også skal ses i sammenhæng med trenden om at blive mere lokale, jf. afsnit 2.2.1.3 *Sociale- og kulturelle forhold*. Det skal også nævnes, at analysen viser, at antallet af leverandører stort set er uændret i perioden 2001 – 2010, og det samme er deres overskudsgrader. Dvs. kravene fra dagligvarekæderne hverken resulterer i, at der er kommet færre leverandører eller, at deres indtjening er faldet, som ellers argumenteret for.¹⁰⁴

Ovenstående vidner om, at markedet for dagligvarehandel er koncentreret og, at leverandørernes forhandlingsevne ikke er stor når det kommer til de store kæder. Dette er en fordel for Coop ift. forhandling af pris, levering, betingelser m.m.

Et godt eksempel på styrkeforholdet, kan findes i sagen mellem Kellogg's og Coop fra 2004, hvor Coop ikke mente, at Kellogg's efterkom deres betingelser, og derfor besluttede at udelukke Kellogg's og deres varer fra butikkerne.¹⁰⁵ Kellogg's endte med at bukke under for Coops forretningsbetingelser efter 9 måneder, og som John Buckles, adm. direktør for Nordisk Kellogg's sagde; *"Jeg kan ikke sige, hvor meget vi har tabt, men det har selvfølgelig haft betydning for os. Vi har overlevet de sidste ni måneder uden Coop, men på længere sigt vil det ikke være sundt for os, hvis vi ikke kan levere til Coops butikker."*¹⁰⁶

2.3.1.2 Købernes forhandlingsstyrke

Købernes forhandlingsstyrke har stor indvirkning på detailhandlen og dens omsætning. Kombineres denne med konkurrencen på markedet, fremkommer forklaringen på driftsresultatets størrelse. Offeromkostningerne for kunderne ved at skifte imellem butikker og kæder er relativ lav, og derved forhøjes købernes forhandlingsstyrke alt andet lige. Kundernes loyalitet er nærmest ikke-eksisterende, så der skal kæmpes om enten at opbygge et loyalitetsforhold eller på priser og kvalitet – hvor sidstnævnte er i fokus hos forbrugerne, jf. afsnit 2.2.1.3 *Sociale- og kulturelle forhold*.¹⁰⁷

Lasse Bolander, bestyrelsesformand for Coop, siger; *"Dagligvarekæderne skal tilbyde forbrugerne et væsentligt bedre udvalg af varer, fordele og kontante rabatter, hvis forbrugerne anno 2013 skal ændre adfærd. (...). Det vil Coop levere, og man har derfor investeret massivt i sit loyalitetsprogram, CoopPlus. Når kunderne melder sig ind, går Coops computere i gang med at indsamle enorme mængder data om kundernes indkøb og interesser. Kundernes data og e-mail adresser bruges til at dirigere målrettede og*

¹⁰⁴ Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 10

¹⁰⁵ Coops krig mod kelloggs

¹⁰⁶ Kelloggs bukker under for Coop

¹⁰⁷ Brugsbevægelsen og de troløse kunder

relevante tilbud frem til kunderne”.¹⁰⁸ DS kan ikke spille på medejerskabet som Coop kan. Dette ser Lasse Bolander, som en unik konkurrencefordel for Coop, ift. deres kunder. Og som han også siger; ”Kølige kontante fordele er en af de mest oplagte veje til at få loyale kunder. En anden er at give kunderne demokratisk indflydelse. Og det får de netop hos Coop. (...) men det skal være nemt, overskueligt og uforpligtende”.¹⁰⁹

En undersøgelse foretaget af Megafon på vegne af Konkurrence og Forbrugerstyrelsen bekræfter ovenstående. Her blev respondenterne (forbrugerne) bl.a. spurgt om hvorfor de valgte den pågældende butik sidst de købte dagligvarer. Størstedelen af respondenterne svarede pga. beliggenheden, udvalget og de lave priser. Ingen svarede, at de handlede der pga. loyalitet.¹¹⁰

2.3.1.3 Truslen fra nye indtrængere

Som tidligere nævnt er dagligvarehandlen i Danmark præget af 3 store kæder (Coop, DS og Dagrofa).¹¹¹ Tages deres markedsandele og reglerne i planloven med i betragtning, omkring hypermarkeder og størrelsen på butikker samt beliggenhed, er truslen fra de store kæder i udlandet og andre nye indtrængere relativt begrænset.¹¹² Samtidig ligger de 3 danske kæder så hårdt på markedet, at nye indtrængere skal kunne tilbyde noget specielt for at kunne være en decideret trussel ift. kunderne. Det fremgår desuden, at de 3 største dagligvarekæder har imellem 3 – 6 butikskæder hver hvorunder diverse butikstyper er dækket. En fordel for en ny indtrænger ville da være hvis denne havde en helt ny butikstype eller koncept at tilbyde kunderne. Samtidig går den prisbevidste forbruger op i beliggenhed, sortimentsstørrelse og hurtighed hvilket en ny indtrænger også ville skulle kunne tilbyde.¹¹³ Derudover ligger de danske dagligvarepriser et stykke over fx de europæiske. ”Tages der skønsæssig højde for forskelle i velstand samt for forskelle i andelen af varer, der sælges til kampagnepriser i Danmark, er de danske dagligvarepriser ca. 4-6 pct. højere. De 4-6 pct. svarer til en merbetaling for en gennemsnitlig husholdning på ca. 2-3.000 kr. årligt på deres dagligvareindkøb (opgjort i 2010-priser)”.¹¹⁴ Trods leverandørernes lave forhandlingsstyrke er der dog ikke tegn på, at dagligvarekæderne igennem deres øgede forhandlingsstyrke har øget deres overskudsgrad. Overskudsgraderne for Coop og DS lå i 2012 på hhv. 0,7 og 3,0, hvor Coop sammenlignet med den samlet overskudsgrad for dagligvarehandlen ligger i den lave ende.¹¹⁵ Dog skal kædernes lave

¹⁰⁸ Brugsbevægelsen og de troløse kunder

¹⁰⁹ Brugsbevægelsen og de troløse kunder

¹¹⁰ Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 19

¹¹¹ Tabel 5

¹¹² Fremtidens Detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 65 – 66

¹¹³ Fremtidens Detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 18 – 19

¹¹⁴ Fremtidens Detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 17

¹¹⁵ Bilag 7

overskudsgrad ses i lyset af en høj omsætningshastighed.¹¹⁶ Den lave overskudsgrad skal her ses som mindre attraktivt for nye indtrængere. Derudover kræver det tålmodighed og ressourcer for nye indtrængere, for overskuddet kan lade vente på sig, hvilket også taler imod at gå ind i denne branche.¹¹⁷ Alt i alt er truslen fra nye indtrængere på nuværende tidspunkt lav, men med mulig ændring i planloven og nye tiltag som franchising aftaler, vil truslen stige.

2.3.1.4 Truslen fra substituerende produkter

Ved denne trussel skal man ind og vurdere om hvorvidt kunderne kan og vil substituere de produkter, der produceres og/eller sælges med andre lignende produkter. Dvs. man skal vurdere om kunderne kan få opfyldt deres behov ved at købe et substituerende produkt hos en anden virksomhed. Som noteret i afsnit 2.1.2 *Vision, mission og hovedaktivitet* består Coop Danmarks hovedaktivitet i detailhandel indenfor dagligvarer og dagligvarebaseret nonfood på det danske marked.¹¹⁸

Substituerende produkter til dagligvarer kunne derfor være restaurantbesøg, take away food og evt. udenlandske dagligvarebutikker. Førstnævnte vil udgøre en stigende trussel i fremtiden mener Retail Institute Scandinavia, imens husstandsforbruget ved dagligvareindkøb vil være svagt faldende.¹¹⁹ Ved sidstnævnte tænkes der fx på grænsebutikker, hvor varerne ikke nødvendigvis er fuldstændige ens, men alligevel dækker over det samme behov. Som tidligere nævnt er forbrugerne meget pris- og kvalitetsbevidste, så substitutterne skulle vejes op imod kriterierne herfor for hver kunde samt op imod skifteomkostningerne. Men da skifteomkostninger oftest ikke er høje og kundernes loyalitet er meget lav, hvis overhovedet eksisterende, er truslen fra substitutter reel. Men da Coop ligger så tungt på markedet som de gør, jf. tabel 5, og der er tale om såkaldte nødvendighedsvarer, vurderes truslen ikke voldsom stor for Coop.

Hvad angår de dagligvarebaserede nonfood produkter ville man skulle gå ind og vurdere hvert enkelt produkt – fx kunne en cykel substitueres med offentlig transport. Dog er nonfood kategorien også bestående af mere længerevarende forbrugsgoder, hvorved anskaffelse af disse også vil afhænge af forbrugernes rådighedsbeløb, herunder udviklingen i den overordnede økonomi.

2.3.1.5 Rivaliseringen i branchen

Rivaliseringen i branchen imellem de eksisterende virksomheder er ofte hovedårsagen til reduktion i profitabiliteten. Intensiteten for rivalisering på markedet er bl.a. påvirket af antallet af aktører, men

¹¹⁶ Fremtidens Detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 40

¹¹⁷ Discount er kun for de kapitalstærke

¹¹⁸ CD årsrapport 2013, side 3

¹¹⁹ Dansk Dagligvarehandel Prognose 2023, side 28 – 29

også af deres størrelse ift. hinanden. Derudover er en anden vigtig faktor den fremtidige forventning til vækst på markedet.

Tabel 5 viser en oversigt over aktørerne på det danske detailmarked. Det ses, at hovedaktørerne er Coop og DS, imens de andre aktører har lavere markedsandele – den tætteste er Dagrofa med halvdelen af DS markedsandel. Coop har flere kæder under sig end DS, men trods dette også et faldende resultat.¹²⁰ Konkurrencesituationen indenfor en branche kan illustreres ved benyttelse af Concentration ratio og Herfindahl-Hirschman Indekset (HHI).¹²¹ Konkurrencestyrelsen anvender CR4 som Concentration ratio hvilket betyder, at man ser på de 4 største selskabers markedsandel i branchen, og overstiger de akkumuleret set 80%, er der muligvis et konkurrenceproblem på markedet som bør undersøges.¹²² Som tabel 5 viser, så overstiger de 4 største aktører på det danske detailmarked denne grænse. Derudover tilsiger teorien, at hvis de 4 største selskaber overstiger 40% af det totale marked er der muligvis tale om et oligopol. I vores tilfælde ligger CR4 på 92,3%.¹²³ HHI bekræfter konkurrencesituationen, idet indekset ligger på 0,277. HHI er beregnet via CR4 i bilag 8 på baggrund af markedsdata fra Konkurrence og Forbrugerstyrelsen. Kendetegnet ved oligopol er netop få store udbydere. Det er svært at styre et oligopol selskab idet alt lige fra priser, sortiment, markedsføring m.m. kræver store strategiske beslutninger ift. de få reelle konkurrenter, der er på markedet. Ved en dybere analyse heraf ville spilteori skulle tages i betragtning, men da denne afhandlings fokus er en værdiansættelse, rating og kreditvurdering af Coop vil der ikke blive gået mere i detaljer med dette emne.¹²⁴ Det er dog vigtigt at være opmærksom på den store interaktivitet der er imellem de få selskaber på markedet, hvor alle hele tiden er på vagt over for hinandens tiltag og reaktioner.

Denne form for konkurrence er især præget af den fremtidige vækst på markedet. Danmarks Statistik har netop i juli 2014 udgivet konjunkturindikatoren for detailhandel, som viser en svagt positiv stigning i forventningerne til detailhandlen. Det er især de faktiske og forventede omsætninger, som holder indikatoren oppe. Disse er dog boostet af positive forventninger til den fremtidige beskæftigelse i Danmark.¹²⁵ Samme trend viser detailomsætningen korregeret som mængdeindeks for detailhandlen (sæsonjusteret), herunder for fødevarer og andre dagligvarer, jf. figur 2, hvor indekset har været svagt stigende siden primo 2013.

¹²⁰ CD årsrapport 2013

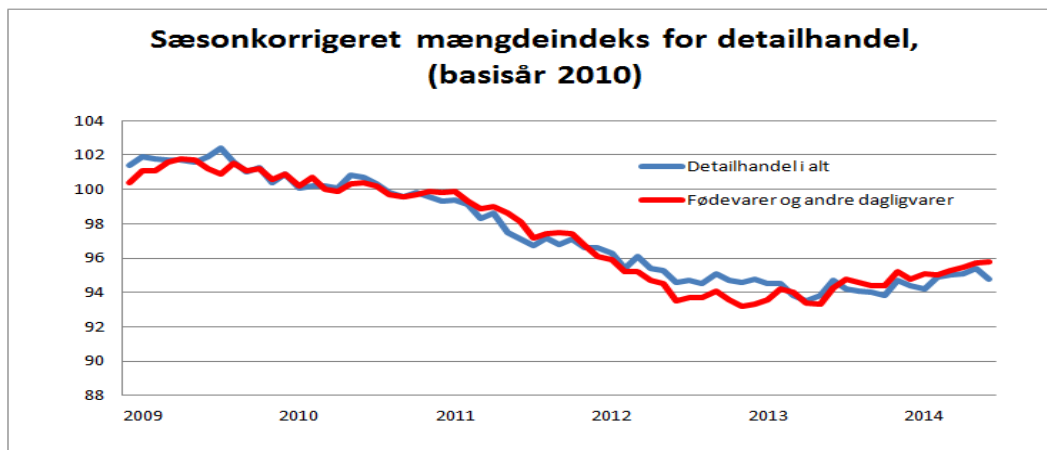
¹²¹ Economics, side 224 – 225

¹²² Udpegning af brancher med konkurrenceproblemer

¹²³ Economics, side 224 – 225

¹²⁴ Microeconomics, side 449

¹²⁵ Positive forventninger i detailhandlen

Figur 2: Mængdeindeks for detailhandel (sæsonkorrigeret)

Kilde: www.dst.dk

Det ses dog, at væksten er begrænset (y-aksen), og før primo 2013 har haft en negativ udvikling hvilket betyder, at konkurrencen er intensiveret i forsøget på at vinde markedsandele.¹²⁶

Samlet set, ud fra ovenstående analyse, er rivaliseringen høj blandt de få store udbydere, idet vi befinder os på et oligopol marked. Konkurrencen forstærkes derudover grundet begrænset vækst på markedet.

2.3.2 Konkurrent analyse

Formålet med at lave en konkurrentanalyse er at analysere konkurrenternes nuværende og fremtidige konkurrenceevne og derved deres strategiske konkurrenceposition. Igennem dette bliver man i stand til at kunne forbedre ens egen virksomheds konkurrenceevne og strategisk konkurrenceposition. Idet afhandlingen omhandler Coop (danskejet), herunder alle dens kæder, vurderes den primære konkurrent at være DS.¹²⁷ Coop havde en markedsandel på 37,7% og DS havde en markedsandel på 31,9% i 2013, hvilket samlet set udgjorde 69,6% af det totale marked for dagligvare i Danmark, og 82,4% af markedet for de danskejede dagligvarebutikker (Coop, DS og Dagrofa) i Danmark.¹²⁸ Den tredje danske spiller på dagligvaremarkedet er Dagrofa, men grundet størrelsen på deres markedsandel og antallet af butikker er det valgt at afgrænse konkurrentanalysen til kun at omhandle DS.¹²⁹

¹²⁶ Microeconomics, side 449

¹²⁷ Coop banker konkurrenterne

¹²⁸ Dansk Dagligvarehandel Prognose 2023, side 73

¹²⁹ Dansk Dagligvarehandel Prognose 2023, side 73

2.3.2.1 DS

Som nævnt ovenfor anses DS for at være Coops primære konkurrent taget branche definitionen i betragtning, jf. afsnit 2.3.1 *Porters Five Forces analyse*, samt deres virksomhedsstruktur, markedsandel og produktkategorier.

DS ånder Coop lige i nakken hvad angår markedsandele, men har til gengæld noget flottere økonomiske resultater.¹³⁰ Grundet markedet som selskaberne befinder sig på, er varerne rimelig ens. For at "differentiere" sig fra hinanden og imødegå det konkurrencemæssige pres, har begge selskaber valgt at få udviklet og sælge Private Labels produkter.¹³¹ Coop er bl.a. kendt for "'änglamark", der markedsføres som økologiske, miljø -og allergivenlige produkter¹³² samt "x-tra", som er Coops lavprisserie med fokus på pris og kvalitet.¹³³ Imens DS er kendt på hhv. "budget" (basisvarer til fast lav pris), "princip" (bedre madoplevelse og fortælling om varens oprindelse) samt "levevis" (gør det nemt og trygt at vælge et sundere alternativ i en travl hverdag).¹³⁴ Det bemærkes, at en del af Private Labels koncepterne overlapper hinanden, hvilket vidner om sværhedsgraden for differentiering på dette marked.¹³⁵

Som der vil blive belyst i nedenstående afsnit 2.4.1. *Porters konkurrencestrategier*, fører DS en omkostningslederstrategi, imens Coop balancerer imellem omkostningsleder- og differentieringsstrategien i grove træk. Dette giver iflg. Michael Porter DS en konkurrencemæssig fordel, idet man ved en blandingsstrategi som Coops, risikerer at opnå et undergennemsnitligt resultat, imens man ved fokus på én strategi kan opnå et overgennemsnitligt resultat i visse tilfælde.¹³⁶ Samtidig er kunderne ikke loyale, hvilket presser konkurrence endnu mere. DS har i 2013 haft et flot og tilfredsstillende resultat samtidig med, at de har forøget deres markedsandel¹³⁷, imens Coop har haft sit værste resultat i et årti.¹³⁸ DS forventes at vokse frem mod 2023 imens det forventes, at Coop vil tabe markedsandele – dog er forventningen også, at Coop trods dette vil fortsætte med at have førertrøjen på.¹³⁹

¹³⁰ Fremtidens Detailhandel 2014, side 15 og DS leverer særdeles stærkt 2013-regnskab

¹³¹ Retailing, side 70

¹³² <https://om.coop.dk/vores+varer/egne+maerker/anglamark.aspx>, 3. august 2014, kl.15.49

¹³³ <https://om.coop.dk/vores+varer/egne+maerker/x-tra.aspx>, 3. august 2014, kl.15.51

¹³⁴ Vores egne mærker

¹³⁵ Dansk Dagligvarehandel 10 års prognose 2023, side 28

¹³⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 87

¹³⁷ DS leverer særdeles stærkt 2013-regnskab

¹³⁸ Coop fremlægger dårligste regnskab i 9 år

¹³⁹ Dansk Dagligvarehandel 10 års prognose 2023, side 73

DS stærke side ift. til Coop er deres hypermarkeder. Muligheden for ændring i planloven vil kunne styrke DS på hypermarkedområdet, idet de regner med at åbne flere af disse butikstyper hvis de får muligheden. Hvorimod Coop kategorisk afviser at ville bevæge sig ind på hypermarkedet igen.¹⁴⁰ DS mål, som udtrykt af den adm. direktør Per Bank, er at blive "*den ledende retailer indenfor alle vores koncepter målt på kundetilfredshed, finansielle resultater og medarbejdertilfredshed*".¹⁴¹ Herunder skal der fokuseres meget på omsætningen indenfor discountområdet, og man forventer at udvide franchisepartnerskabet med bl.a. flere Starbucks butikker og Carl Jr. fastfood restauranter. Større strategiske initiativer vil inkludere udvikling og test af nye koncepter i super- og hypermarkeds segmentet, ny teknologiplatform, optimering af priser og drift, samt videreudvikling af medarbejderne.¹⁴² Imens har Peter Høgsted, adm. direktør for Coop, primo 2014 meldt en ny strategi ud for koncernen, som lyder på "mere kvalitet og mindre discount".¹⁴³ Om denne strategi er ideel er diskuterbar, idet diverse statistikker og prognoser peger på et fortsat voksende discountmarked men også, at discountkæderne har højnet deres kvalitet – eksempelvis sælger Netto bl.a. Løgimose produkter.

Skal den nye strategi blive en succes, kræver det en gennemført markedsføringsplan for at lokke forbrugerne til, jf. afsnit 2.4.1. *Porters konkurrencestrategier*. DS bruger avistilbud, tv spots, bannere, samlemærker, slik ulven i butikkerne, gratis te boller til børnene m.m. i deres kommunikation til kunderne. Det er ikke synderligt anderledes end hvad Coop anvender, omend det måske er en smule mere aggressivt end Coop på visse punkter. Det må antages at have en vis virkning, siden DS resultater vokser.¹⁴⁴

Et af DS strategipunkter er at videreudvikle deres medarbejdere. Dette er dog også et vigtigt punkt hos Coop. Hos Coop ligger man meget vægt på at rekruttere internt, og som sagt videreudvikle den enkelte medarbejder¹⁴⁵, hvorimod DS har haft succes med at ansætte og hjælpe udsatte unge, lave aftaler med jobcentre og samarbejde med diverse organisationer.¹⁴⁶

Konklusionen på ovenstående må være, at DS er en meget stærk konkurrent, som på mange områder ligner Coop – dog ikke på strategiområdet, som er det, der skal bidrage til fremtidig vækst hos selskaberne. Om den nye strategi for Coop anno 2014 kan ændre på fremtidsprognoserne om faldende

¹⁴⁰ Coop afviser kategorisk hypermarkeder

¹⁴¹ Netto driver væksten i DS

¹⁴² Netto driver væksten i DS

¹⁴³ Ekspertter sår tvivl om Coops strategi

¹⁴⁴ DS leverer særdeles stærkt 2013-regnskab

¹⁴⁵ <https://om.coop.dk/job+og+karriere/karriere.aspx>, 4. august 2014, kl.15.43

¹⁴⁶ <http://dansksupermarked.dk/om-os/ansvar/>, 4. august 2014, kl.15.46

markedsandele er endnu uvis, teorien tilsiger dog at bliver den korrekt implementeret bør den kunne give Coop en konkurrencefordel alt andet lige, hvilket kan påvirke resultaterne positivt.¹⁴⁷

2.4 Virksomhedsanalyse

Rentabiliteten er ikke kun påvirket af strukturen i branchen, men også af de strategiske valg som virksomheden selv træffer. Michael Porter har argumenteret for, at en virksomhed kun kan opnå en konkurrencefordel såfremt den følger en af de 4 generiske strategier i Porters konkurrencestrategier – hvis virksomheden derimod breder sig over flere af dem, vil den risikere kun at opnå undergennemsnitlig rentabilitet.¹⁴⁸ Med tanke på Coops utilfredsstillende resultater de senere par år, kombineret med at DS erhverver markedsandele¹⁴⁹, vil der i nedenstående afsnit søges belyst hvilken af strategierne som Coop følger, og om virksomheden er i stand til i fremtiden at skabe værdi ud fra den valgte konkurrencestrategi.

2.4.1. Porters konkurrencestrategier

Modellen er opdelt i hhv. markedsandel og konkurrencefordel. Som noteret tidligere i afhandlingen, jf. afsnit 2.3.1.4 *Truslen fra substituerende produkter* og tabel 5, sidder Coop på størstedelen af det totale marked¹⁵⁰, dog stærkt forfulgt af DS. Dvs. for at optimere sin indtjening bør Coop enten følge omkostningslederstrategien eller differentieringsstrategien.¹⁵¹ Som tidligere analyseret har kunderne en stor forhandlingsstyrke, idet bl.a. deres skifteomkostninger er lave, og de er yderst prisbevidste. Kunderne har ingen loyalitet overfor kæderne, og trods en høj koncentration på markedet er der en stærk konkurrence om kunderne og markedsandelene, idet der er tale om nødvendighedsvarer som forbrugerne skal have uagtet hvad. Derudover er leverandørernes forhandlerstyrke lav, så muligheden for at presse priserne er til stede. Sammenlagt indikerer dette, at Coop bør satse på omkostningslederstrategien.

Modsat DS vision; *"Dansk Supermarked Gruppens forretningsenheder/kæder skal være kendt for og bedømt som det bedste indkøbssted"*¹⁵², er Coop's vision at være *"det bedste og mest ansvarlige sted at handle og arbejde"*.¹⁵³ For at DS skal være det bedste sted at handle, sammenholdt med deres mange og ustandselige tilbudskampagner samt bibeholdelse af Nettos fremdrift (DS discount kæde)¹⁵⁴, må man konkludere, at DS må drive forretning efter omkostningslederstrategien. Strategien er kendetegnet

¹⁴⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 87

¹⁴⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 87

¹⁴⁹ DS leverer særdeles stærkt 2013-regnskab

¹⁵⁰ Defineret under afsnit 2.3.1 *Porters Five Forces analyse*, som det danske detailmarked for food med evt. tilknyttede nonfood afdelinger.

¹⁵¹ International markedsføring, side 105 – 110

¹⁵² www.dansksupermarked.dk

¹⁵³ <https://om.coop.dk/koncern/vision+og+mission.aspx>, 25. juli 2014, kl.10.04

¹⁵⁴ Netto driver væksten i DS

ved, at virksomheden forsøger at betjene en meget stor målgruppe til relativt lave priser. Heri ligger konkurrencefordelen i de lave omkostninger til indkøb, produktion og distribution.¹⁵⁵

Coop derimod ligger mere imellem de to strategier. For selvom de har sænket deres priser flere gange over de senere år¹⁵⁶, og satser kraftigt på discountmarkedet med massive investeringer i Fakta (som dog ikke giver resultat endnu)¹⁵⁷, er deres omsætning og resultater fortsat faldende. Samtidig forsøger de, som tidligere nævnt at skabe loyalitet hos kunderne med diverse medlemsmuligheder og rabatter, samt være meget fokuseret på CSR området mht. miljø, sundhed, velgørenhed m.m.¹⁵⁸

Differentieringsstrategien er netop defineret ved, at virksomheden udvikler et produkt, der klart differentierer sig fra konkurrenternes samtidig med, at man henvender sig til en bred målgruppe.¹⁵⁹

Dog skal virksomheden være opmærksom på, at de ikke kan differentiere sig på alle punkter, men måske i stedet bør fokusere på et enkelt eller et par få punkter.¹⁶⁰ Det er vigtigt, at man ved differentieringsstrategien kan kommunikere ud til kunderne, hvad man er særlig god til, og hvorfor de skal vælge én. Ud fra Coops resultater virker det ikke som om, at deres version af differentiering virker. Der er godt nok kommet flere medlemmer til, men indtjeningen følger ikke med – det skal dog huskes af fokuseringen på denne strategi er relativ ny. Ved denne strategi skal virksomheden evne at gennemføre en gennemtænkt branding af deres særlige koncept, men umiddelbart er det kun Irma af kæderne i Coop, som evner dette. Man ved hvad man kan få i Irma, man ved hvor man kan finde Irma og derfor er kunderne tro mod Irma. Imens har Fakta skiftet slogan, indretning og sortiment over de sidste 5 år, hvilket kan være med til at skabe forvirring hos kunderne, og hverken Dagli Brugsen eller Lokal Brugsen har gjort særlig opmærksom på, at de har sænket deres priser og derfor er konkurrencedygtige ift. discountbutikkerne.¹⁶¹

Hvad endnu mere vigtigt i denne sammenhæng er, at det ofte vil være direkte uforeneligt at kombinere de to strategier (omkostningsleder og differentiering), idet sidstnævnte ofte kun kan realiseres igennem højere omkostninger.¹⁶² Derfor må det konkluderes, at DS har en mere klar konkurrencestrategi end Coop på nuværende tidspunkt. Ulempen ved dette er, som nævnt tidligere i dette afsnit, at Coop ved anvendelse af en form for blandingsstrategi risikerer at opnå en undergennemsnitlig rentabilitet. Dette vil ikke skabe vækst på sigt, og de risikerer at miste deres

¹⁵⁵ International markedsføring, side 107

¹⁵⁶ CD årsrapport 2013, side 18

¹⁵⁷ CD årsrapport 2013, side 20

¹⁵⁸ CD årsrapport 2013, side 9 – 14

¹⁵⁹ International markedsføring, side 108

¹⁶⁰ Eksempler: kundetilpasset produkter, bedste kvalitet, bedste design, bedste service eller mest avancerede teknologi

¹⁶¹ CD årsrapport 2009 – 2013

¹⁶² International markedsføring, side 110

førerposition på det danske marked – med stor sandsynlighed til rivalen. Derfor er det vigtigt at fokusere på én konkurrencestrategi, hvilket Coop har i sinde at gøre fremadrettet.

2.5 SWOT opsamling

For at samle op på afsnit 2.0 *Strategisk analyse af COOP Danmark A/S* og give læseren et overblik over de primære interne og eksterne problematikker for Coop opstilles der en SWOT oversigt nedenfor, som der efterfølgende vil blive kommenteret på.

Figur 3: SWOT opsamling på strategisk analyse

Interne forhold	
Styrker (S)	Svagheder (W)
- Private Labels - Forskellige butikstyper (SM, nærbutikker, discount) - Svag leverandørforhandlerstyrke - Adgangsbarrierer for nye indtrængere høj henset til markedet	- Har ingen og ønsker ingen hypermarkeder - Dårlig branding af koncepter, strategi m.m. - Omkostningsfuld langsigtet strategi (styrke på sigt) - Blandingskonkurrencestrategi- (fremadrettet fokus på en strategi - differentiering) - Købernes forhandlerstyrke er høj
Eksterne forhold	
Muligheder (O)	Trusler (T)
- (Grænsehandel), hvis Coop bliver på det tyske marked - Stigende disponibel indkomst - Stigende forbrugertillidsindikator - Egen kassebetjening, netaviser m.m. - Mobile betalingssystemer m.m.	- Afgifter på fødevarer - Ændringen i Lukkeloven - Ændringer i Planloven - Oligopol hvilket betyder intens konkurrence som er Omkostningsfuld, kombineret med en begrænset vækst

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af SWOT oversigten, har Coop en del svagheder som de bør tilse, men også nogle styrker som de kunne spille mere på. En del af deres nuværende svagheder kan forvandles til styrker på sigt, herunder bl.a. bedre branding, moderniseringer som på sigt gerne skulle blive indtægtsgivende samt fokus på kun én konkurrencestrategi.

Samtidig kan Coop ikke komme udenom, at de befinder sig på et oligopol marked, som kan være yderst omkostnings- og ressourcefyldt. Det ses også fra analyserne i afsnit 2.0 *Strategisk analyse af COOP Danmark A/S*, at Coop allerede er godt på vej på mange af mulighedsområderne, herunder bl.a. indenfor storytelling, ansvarlighed samt e-handel.

Konklusionen må være, at Coop på nuværende tidspunkt er gået lidt i stampe, og skal træffe nogle omfattende beslutninger for fremtiden, hvilket bevirker øgede omkostninger på flere fronter lige nu. Får Coop strammet deres koncept og fokuseret på deres kernekompetencer, brandet deres forretninger rigtigt og skabt en form for bånd til deres kunder, vil de alt andet lige kunne komme styrket ud på den anden side, og på sigt få vendt deres resultat. Hvis ikke, så er det ikke sikkert, at de på sigt vil fortsætte med førertrøjen på.

3.0 Regnskabsanalyse af COOP Danmark A/S

Regnskabsanalysen er et vigtigt element i dannelsen af forventningerne til fremtiden. Analysen baseres på historisk data, hvilket i denne henseende vurderes som en god indikator for fremtiden, idet de fortæller noget om hvor vellykket virksomhedens strategi har været hidtil (i den analyserede periode).¹⁶³ Regnskabsanalysen hjælper med at fastlægge det historiske niveau for rentabiliteten og væksten samt identificere eventuelle trends for væsentlige value drivers.

Det skal overordnet noteres, at regnskaberne for Coop er eksklusiv de selvstændige forbrugsforeninger, og derfor kun giver et billede af Coop Danmarks selvejede butikker. I hovedtalsoversigten i Coop' årsregnskab er der dog opgivet hovedtal for brugsforeningerne.¹⁶⁴

Regnskabsanalysen vil kun tage udgangspunkt i årsregnskaberne for Coop, idet Coop ikke producerer et samlet regnskab inklusiv brugsforeningerne, som er selvstændige juridiske enheder.

Regnskabsanalysen skal dog ses i lyset af, at brugsforeningerne, som fylder omkring 1/3 af det samlede antal butikker, isoleret set har klaret sig en smule bedre i regnskabsåret 2013 end Coops egne butikker har.¹⁶⁵ Dvs. analysen, alt andet lige, giver et lidt værre billede for det seneste regnskabsår end hvis brugsforeningerne var medregnet.

Analysen vil tage udgangspunkt i de seneste 5 års årsregnskaber idet det vurderes, at denne periode er tilstrækkelig til at give et retvisende billede af selskabets udvikling (positiv som negativ) henset til produkterne og markedet. Sammen med den strategiske analyse vil regnskabsanalysen danne grundlag for den efterfølgende budgettering og værdiansættelse samt kreditvurdering.¹⁶⁶

3.1 Regnskabskvalitet

Regnskabskvalitet er et central begreb ift. regnskabsanalysen, idet analyse af kvaliteten ikke kun afslører information omkring regnskabet men også om selskabet. Grunde til regnskabsmæssig støj kan være mange, herunder fx variation i regnskabsprincipper og regnskabsmæssige skøn, variation i klassifikation af regnskabsposter og uklar sondringen mellem tilbagevendende og transitoriske regnskabsposter. Støjen bevirker, at sammenligneligheden imellem årene og imellem virksomheder i samme branche, kan være svær at foretage.¹⁶⁷ Der findes ikke nogen entydig definition på god regnskabskvalitet, men en sådan burde ligge op til, at regnskabet skal give et objektivt billede af virksomhedens økonomiske stilling fri for manipulation og fremmelse af særinteresser.¹⁶⁸ God

¹⁶³ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 38

¹⁶⁴ CD årsrapport 2013, side 5 og bilag 2

¹⁶⁵ CD årsrapport 2013, side 5 samt telefonisk bekræftelse af Coop Danmarks interne økonomiafdeling

¹⁶⁶ <http://ledelseshandboger.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse-af-virksomheder.html>, 6. september 2014, kl. 14.57

¹⁶⁷ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 279

¹⁶⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 280

regnskabskvalitet skal dog også ses i sammenhæng med regnskabsbrugeren. I denne afhandling fokuseres der både på den egenkapitalsfokuseret regnskabsbruger (investor) og den fremmedkapitalsorienteret regnskabsbruger (kreditor). Forskellen på fokuset ved de to regnskabsbrugere kan illustreres ved en normalfordeling. For investor er fokuset på toppunktet fordi det fortæller noget om det gennemsnitlige afkast investor kan forvente ved sin investering. Med en vis sandsynlighed kan man estimere intervallet hvori afkastet vil ligge. Imens fokuserer kreditor på worst case scenario, mere specifikt på halen i normalfordelingen. Der vil altid være en lille chance for det går galt, og kreditor vil derfor gerne vide sandsynligheden for dette samt størrelsen på det tilknyttede tab. Dette kan fx beregnes via arealet under normalfordelingen. Beregningen vil dog ikke blive uddybet nærmere i denne afhandling. Det skal bare noteres, at fokuset er forskelligt og afhængig af regnskabsbrugeren.

3.1.1 Coop Danmark A/S' regnskabskvalitet

Coop har i hele regnskabsperioden anvendt samme regnskabspraksis, og aflagt årsregnskab efter samme princip (regnskabsklasse C i ÅRL),¹⁶⁹ hvilket alt andet lige fremmer muligheden for sammenlignelighed imellem årene. I alle år er der aflagt en uafhængig revisionspåtegning af samme revisionselskab uden forbehold m.m., hvilket teoretisk burde give en høj grad af sikkerhed for, at regnskaberne ikke indeholder væsentlige fejl. Dette er også tilfældet for DS, hvorved det antages, at det så er muligt at sammenligne de to selskaber.¹⁷⁰

Kvaliteten af oplysningerne i årsrapporterne vurderes dog mindre transparente trods, at ledelsesberetningen m.m. klart forklarer hvorfor resultatet ser ud som det gør, og hvad man agter at gøre ved det i fremtiden. Man skal nemlig om i noterne og studerer dem, samt vide lidt omkring markedet som selskabet befinder sig på, for at forstå og gennemskue hvordan selskabet reelt ser ud økonomisk.

I hele regnskabsperioden er der til en hvis grad positive forventninger til det følgende regnskabsår, hvilket kunne synes en smule urealistisk henset til de sidste 3 års resultater samt markedet (oligopol) som selskabet befinder sig på. Den langsigtede strategi om yderligere omkostningsfulde investeringer i moderniseringer i butiksnettet, vurderes også en smule ude af takt med de reelle resultater de seneste 3 år, og skal sammen med den seneste udmelding om at ville positionere sig via en differentieringsstrategi tages med i budgetteringen.

Coop øger sin rentebinding væsentligt på den rentebærende gæld i perioden 2009 – 2012, for at beskytte sig mod evt. ændringer i markedsrenten, hvilket deres interne finanspolitik giver mulighed for. Dette beskytter samtidig også resultatet i så fald, at markedsrenterne skulle stige og derved

¹⁶⁹ CD årsrapport 2009 – 2013

¹⁷⁰ DS årsrapport 2009 – 2013

bevirke større finansielle omkostninger.

I perioden 2012 – 2013 stiger betalingstiden på realkreditbelåningen, hvilket bevirker lavere ydelsesbetalinger henset til en stort set uændret størrelse på gældsposten – dette forbedrer resultatet, men indikerer samtidig også, at selskabet kan have forværret økonomiske forhold.

Der vurderes ikke at være nogle væsentlige transitoriske poster i analyseperioden, der bør korrigeres for.

Det skal også nævnes, at man forlænger afskrivningshorisonten på alle materielle anlægsaktiver i perioden 2009 – 2011 samtidig med at anlægsaktivposten i balancen forøges i analyseperioden hvilket bevirker, at størrelsen på afskrivninger i resultatopgørelsen er uændrede. Grundet forhøjelsen af afskrivningshorisonten bliver årets resultat alt andet lige pænere, end hvis man havde bibeholdt de kortere afskrivningstidshorisonter. I værste tilfælde kan en for lang afskrivningshorisont betyde, at der en gang i fremtiden skal nedskrives på disse aktiver fordi man har vurderet de årlige afskrivninger for små. Afskrivningerne angives i intervaller og med flere aktiver på, hvilket gør det ugenomsigtigt at afgøre hvilke aktiver, der har fået forhøjet afskrivningshorisonten og med hvor meget. Da der er tale om et skøn og ændringerne i afskrivningerne i regnskabet ikke vurderes helt urealistiske, vil der ikke blive korrigeret for dette. Det kan måske diskuteres om Coops regnskabspraksis reelt er uændret ved ændringen i afskrivningshorisonten – dog er metoden ikke ændret.

Ejendommene er indregnet til kostpris, som i alle årene ligger under den kontante ejendomsværdi og med en fornuftig belåningsgrad. Derudover forhøjes de immaterielle aktiver en smule i 2013 grundet strategisk tilkøb af varemærker – dette vurderes dog ikke at være gennemgribende på regnskabet henset til størrelsen på dette sammenlignet med den totale balance, hvorved der heller ikke korrigeres for dette.

Hensættelsesforpligtigelserne øges i hele analyseperioden, hvilket skal ses i sammenhæng med den langsigtede strategiske målsætning om modernisering, åbning og lukninger af butikker, optjente medlemspoint og retslige tvister m.m.¹⁷¹ Denne post er dog også et skøn, hvor det skal vurderes om størrelsen på posten er realistisk henset til bevæggrundene for den. Henset til den rene revisorpåtegning vurderes posten at være reel.

Derudover er der bagerst i regnskabet opført eventualforpligtigelser, der vedrører leasingaftaler på driftsmidler og leje af lokaler, med der tillknyttede kautions- og garantiforpligtigelser. Disse er ikke indregnet i balancen, hvorved der vil blive taget højde for dette ved reformuleringen.

¹⁷¹ CD årsrapport 2013, side 45

3.2 Reformulering

I dette afsnit vil de officielle balancer og resultatopgørelser blive klassificeret i henholdsvis drifts- og finansielle poster, som vil resultere i et sæt reformulerede (analytiske) opgørelser. Disse skal anvendes til at beregne nøgletal for rentabilitet og vækst, som igen skal danne grundlag for budgetteringen til værdiansættelsen.¹⁷²

3.2.1 Reformulering af egenkapitalen

Formålet med reformulering af egenkapitalen er at korrigere den officielle egenkapital for dirty-surplus accounting (poster ført direkte på egenkapitalen, som ikke er relateret direkte til ejerne), dvs. rense egenkapitalen for poster som selskabet har valgt at føre herpå, i stedet for at resultatføre dem i resultatopgørelsen. Ved reformulering opgøres overskuddet på totalindkomstbasis således, at resultatopgørelsen reflekterer clean-surplus accounting. En manglende reformulering af egenkapitalen vil medføre risiko for, at alle bevægelser ikke afspejles rigtigt i regnskabsanalysen, hvilket vil påvirke analysen af nøgletallene, herunder egenkapitalsforrentningen (ROE).¹⁷³

I de officielle regnskaber for Coop har man valgt at indregne skatter på indtægter og udgifter, samt føre urealiserede tab på diverse finansielle instrumenter på egenkapitalen. Dette er der korrigeret for via reformuleringen således, at den reformulerede resultatopgørelse er clean, jf. bilag 9.

3.2.2 Reformulering af balancen

For at afdække en virksomheds evne til at skabe overskud skal balancen reformuleres således, at driftsaktiviteterne adskilles fra finansieringsaktiviteterne. Derfor inddeles de officielle balancer i hhv. driftsaktiver og finansielle aktiver samt driftsforpligtigelser og finansielle forpligtigelser.¹⁷⁴ Formålet med at reformulere balancen og resultatopgørelsen, er at spore og forstå driverne bag ROE for derefter at kunne budgettere den fremtidige rentabilitet og vækst så validt som muligt, og derved understøtte værdiansættelsen. Ved reformuleringen af balancen skal følgende poster nævnes:

Likvid beholdning:

For at kunne imødekomme de daglige betalinger behøver virksomheden driftslikviditet. Denne oplyses dog ikke i Coops regnskab, hvorved driftslikviditeten skal estimeres. En tommelfingerregel (men også i praksis anvendt metode) er at tage ca. 0,5% af nettoomsætningen og klassificere som et driftsaktiv, imens dette beløb så fratrækkes den likvide beholdning, der er klassificeret som et finansielt aktiv.¹⁷⁵ Dette er gjort ved reformuleringen af Coop.

¹⁷² Bilag 9

¹⁷³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 170

¹⁷⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 158 – 160

¹⁷⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 161

Værdipapirer:

Denne post er ikke uddybet i regnskaberne, hvorved det antages at være et finansielt aktiv, henset til selskabets hovedaktivitet.¹⁷⁶

Kapitalandele i associerede virksomheder:

Henset til noten i regnskaberne for Coop over hvilke virksomheder der er tale om samt, at der er tale om investeringer i et længere perspektiv, er posten blevet klassificeret som et driftsaktiv.¹⁷⁷

Andre tilgodehavender:

Jf. noten i de officielle regnskaber er der tale om afledte finansielle instrumenter til sikring imod for store udsving, som ville kunne påvirke resultatet. Da størstedelen af instrumenterne vedrører driften, og det ikke er muligt via noten er at opdele posten, er dette beløb klassificeret som et driftsaktiv.

Leasing:

Der er tale om operationel leasing idet informationen er givet i noterne og ikke indregnet i balancen. Jf. Moody indregnes operationel leasede aktiver med en multiple, hvis størrelse er reflekteret i aktivet. Denne metode anvendes også i de større danske banker. Ved driftsmidler er der tale om en 5x og ved aktiver som ejendomme m.m. er der tale om en 8x faktor.¹⁷⁸ Derfor indregnes der for 2013 et beløb på $(5 \times 29 + 8 \times 802)$ DKK 6.561 t. under driftsaktiver, imens tilsvarende beløb indregnes under finansielle forpligtigelser (7/8 under langfristede og en 1/8 under kortfristede) i den reformulerede balance.¹⁷⁹ Samme procedure foretages for de andre 4 år. Da årsregnskaberne ikke oplyser hvilket beløb de har indregnet i resultatopgørelsen antages det, at det indregnede beløb under de kortfristede forpligtigelse (de førnævnte 1/8) stemmer hermed. Derfor trækkes dette beløb ud af vareforbruget, og opdeles med 1/3 som finansielle omkostninger og 2/3 som afskrivninger for at afspejle af der er tale om et aktiv der forbruges.

Anlægsaktiver ejet med henblik på salg:

Denne post er ikke uddybet i regnskaberne men klassificeres om et finansielt aktiv, idet salget vil indbringe penge som vil kunne finansiere driften.

De resterende aktivposter er klassificeret som driftsaktiver henset til Coops hovedaktivitet. Der er tale om fx brugsrettigheder, goodwill, varemærker, varebeholdning, grunde og bygninger m.m.

¹⁷⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 162

¹⁷⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 162

¹⁷⁸ Capitalization of Operating Leases by Credit Rating Agencies, side 17

¹⁷⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 163

3.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Ved reformulering af de officielle resultatopgørelser, opdeles posterne i driftsoverskud på netto driftsaktiver og netto finansielle omkostninger på netto finansielle forpligtigelser, idet disse overskudskomponenter indgår i beregningen af de efterfølgende nøgletal til vurdering af rentabiliteten.¹⁸⁰ Derudover består reformuleringen også i at adskille permanente og ikke-permanente overskud fra hinanden, idet der kun rapporteres en skatteomkostning (skat af årets resultat). Denne skal så fordeles ud på de forskellige overskud, så de kommer på efter-skat basis.¹⁸¹ Som nævnt ovenfor vurderes der ikke at være nogle transitoriske poster i analyseperioden for Coop.

De officielle resultatopgørelser for Coop er artsopdelt hvilket betyder, at omkostningerne er fordelt på omkostningstype i stedet for på omkostningsfunktion.

I forbindelse med reformulering af resultatopgørelserne er der visse poster, som bør uddybes:

Nedskrivninger på aktiver:

Nedskrivninger på hhv. immaterielle og materielle aktiver er i noterne opdelt på de forskellige poster. Nedskrivninger på koncerngoodwill og materielle anlægsaktiver er klassificeret som usædvanlige driftsposter, idet disse vedrører driften men samtidig i deres natur ikke bør være sædvanlige og tilbagevendende poster – i så fald burde der måske ses på regnskabspraksissen for indregning af posten, hvis der skulle nedskrives på samme materielle anlægsaktiv hvert år. Goodwill er derimod sværere at værdiansætte, og der ses også lidt flere men mindre udsving herved i de officielle regnskaber.

Indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder:

Indtægterne er klassificeret som andet driftsoverskud, henset til klassificeringen af den tilsvarende balancepost samt noten i årsregnskaberne.

Finansielle indtægter og finansielle omkostninger:

Finansielle indtægter fra tilknyttede virksomheder er klassificeret som en driftspost, idet aktivposten vedr. samme også er klassificeret som en driftspost, og man bør følge samme princip.¹⁸² Samtidig er de tilknyttede virksomheder en del af driften henset til Coop Danmarks aktivitet. Andre finansielle indtægter og indtægter fra værdipapirer er klassificeret som finansielle indtægter, da disse har med finansieringen af driften at gøre.

Finansielle omkostninger til tilknyttede virksomheder er klassificeret som en driftspost, henset til ovenstående. Imens finansielle omkostninger på langfristet gæld og andre finansielle udgifter er klassificeret som finansielle omkostninger, da de har med finansieringen af driften at gøre.

¹⁸⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 169 – 170

¹⁸¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 170 – 171

¹⁸² Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 160

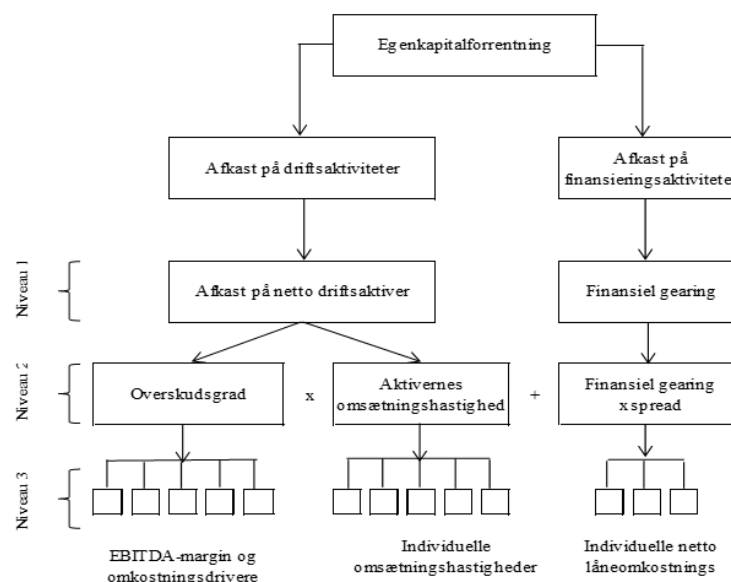
Skatteallokering:

Som nævnt ovenfor skal der foretages en allokering af "skat af årets resultat" ud på de forskellige overskudskomponenter, herunder netto finansielle omkostninger, finansielle poster, usædvanlige driftsposter og andet driftsoverskud.¹⁸³ Der er brugt en skatteprocent på 25% i analyseperioden, idet skatten herpå sidst blev ændret i 2007, og først vil falde fra 2014.¹⁸⁴ Da der intet oplyses i regnskaberne om renteloftet, forudsættes der fuld fradragsret, og den effektive skatteprocent på finansielle poster sættes derfor lig selskabsskatteprocenten.¹⁸⁵

3.3 Nøgletalsanalyse¹⁸⁶

Idet residualindkomstmodellen vil blive anvendt ved værdiansættelsen, og residualoverskud bestemmes af forrentningen på egenkapitalen (ROE) og vækst i investeringer, vil nøgletalsanalysen tage udgangspunkt i rentabiliteten og væksten og deres underliggende finansielle drivere.¹⁸⁷

Figur 4: Den udvidet DuPont-model til analyse af ROE



Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 210

Venstre side af figuren viser driftsaktiviteten og dens værdidrivere med udgangspunkt i afkastet på netto driftsaktiverne (ROIC). ROIC viser hvor god virksomheden er til at udnytte sine nettoaktiver. Jo bedre udnyttelse desto større ROIC og alt andet lige større ROE. ROIC er påvirket af overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH), som måler hhv. overskud pr. salgskrone samt salg pr.

¹⁸³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 192

¹⁸⁴ <http://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene-1995-2014/>, 19. september 2014, kl. 18.34

¹⁸⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 193

¹⁸⁶ Bilag 10

¹⁸⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 209

krone investeret i nettodriftsaktiverne. Disse er igen styret af fx EBITDA-marginen og EBIT-marginen samt arbejdskapitalen m.m.¹⁸⁸ ROE er dog også en funktion af den finansielle aktivitets værdidrivere, der udgør den højre del af figuren, og som bl.a. vedrører den finansielle gearing.¹⁸⁹ Nedenfor vil rentabiliteten og væksten blive analyseret ved dekomponering af de underliggende drivere.

3.3.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen ser på hvor virksomheden er nu og afdækker hvad, der driver den nuværende rentabilitet. Ved at forholde sig til nutiden, er det muligt at budgettere den fremtidige rentabilitet.¹⁹⁰

Niveau 1:

ROE er faldet i analyseperioden til at være negativ de to sidste år hvilket betyder, at selskabets evne til at forrente ejernes investerede kapital, er blevet forværret i analyseperioden. Den negative ROE i 2012 og 2013 viser, at ejerne intet får ud af deres investering i disse år – det koster dem derimod, at de har investeret deres kapital i selskabet.

Ligning 1: Beregning af ROE

$$ROE = ROIC + \underbrace{[FGEAR \times (ROIC - r)]}_{\text{SPREAD}}$$

ROIC er afkastet på netto driftsaktiverne, FGEAR er den finansielle gearing, r er den gennemsnitlige lånerente i %, $(ROIC - r)$ benævnes SPREAD og er forskellen på afkastet på netto driftsaktiverne og den gennemsnitlige lånerente.

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 211

Tabel 6: Dekomponering af ROE

Niveau 1	2013	2012	2011	2010
ROE	-5,6%	-2,6%	10,5%	14,8%
ROIC	2,8%	4,1%	7,5%	5,9%
FGEAR	3,709	2,875	2,113	2,142
r	5,0%	6,5%	6,0%	1,8%
SPREAD	-2,2%	-2,3%	1,4%	4,2%
MIA	1,002	1,017	1,001	1,001

Kilde: Egen tilvirkning

Den faldende udvikling i ROIC viser, at selskabet ikke er særlig profitabelt i udnyttelsen af sine ressourcer, hvorved en undersøgelse af OG og AOH under niveau 2 vil belyse dette nærmere. Samtidig finansierer man driftsaktiverne med mere og mere gæld målt ift. en alternativ finansiering via egenkapital, hvilket ikke nødvendigvis styrker selskabets kapitalstruktur.¹⁹¹ Det skal dog bemærkes, at en vis mængde

gæld set ift. skatteskjoldet, er fornuftigt nok, men samtidig også, at den optimale værdi af gæld er svær at finde og, at der er tilknyttet diverse omkostninger ved at have for meget gæld.¹⁹²

Faldet i ROE skyldes, at ROIC også er faldet imens den gennemsnitlige lånerente i procent (r) fortsat er relativ høj sammenlignet med ROIC, hvilket også afspejles i den negative udvikling i SPREAD.

Derudover er ROE også påvirket af den stigende finansielle gearing (FGEAR). Det skal også bemærkes,

¹⁸⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 211

¹⁸⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 211

¹⁹⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 209

¹⁹¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 211

¹⁹² Corporate Finance, kapitel 15

at ROE i årene 2012 – 2013 ligger under ROIC, idet r ligger over ROIC, fordi SPREADET er negativt og er påvirket af en stigende FGEAR. ROE bliver negativ fordi FGEAR overstiger forholdet mellem r og ROIC.¹⁹³ Dette bevidner igen om, at FGEAR er tosidet, da den skaber et højere afkast til ejerne hvis selskabet tjener mere på sine driftsaktiviteter end størrelsen på lånerenten, imens FGEAR bidrager negativt til ROE hvis det modsatte er tilfældet.¹⁹⁴

Minoritetsaktionærernes andel (MIA) ligger på 1,0 i hele analyseperioden hvilket viser, at minoriteterne opnår samme ROE som de ordinære ejere. Havde MIA ligget over 1,0 havde det betydet, at de ordinære ejere havde opnået en større forrentning på deres kapital end minoriteterne.¹⁹⁵

Niveau 2:

Tabel 7: Dekomponering af ROIC

Niveau 2	2013	2012	2011	2010
ROIC	2,8%	4,1%	7,5%	5,9%
OG	0,7%	1,0%	1,6%	1,3%
AOH	3,789	4,165	4,559	4,624
1/AOH	0,264	0,24	0,219	0,216

Kilde: Egen tilvirkning

Som nævnt ovenfor viser ROIC hvor god selskabet er til at skabe overskud på baggrund af dets nettoaktiver. Denne evne har som sagt været nedadgående siden 2011 for Coop. For at undersøge denne udvikling nærmere dekomponeres ROIC. ROIC er sammensat af OG og AOH, som måler hhv. overskuddet for en kroners salg samt salget pr. investeret

krone i netto driftsaktiverne.¹⁹⁶ Det ses af tabellen at faldet i ROIC både skyldes fald i OG og fald i AOH. OG afslører, at selskabet i analyseperioden nærmest intet overskud har kunnet generere efter driftsomkostningerne er serviceret. Den lave OG afspejler fald i indtjeningen. Virksomheder i denne branchen er ikke kendt for høje OG¹⁹⁷, men sammenlignes Coop med DS på dette punkt, ligger Coop væsentligt under ift. lønsomhed.¹⁹⁸ Det kunne være et udslag af Coops blandede konkurrencestrategi. Det vil også betyde, at såfremt den nye differentieringsstrategi bliver ordentlig implementeret så vil man alt andet lige kunne se en stigning i OG.¹⁹⁹ Der er dog en negativ sammenhæng mellem OG og AOH hvilket betyder, at for at højne OG må AOH falde. Detail virksomheder vil ofte have en lav OG og en høj AOH. Dette skyldes hård konkurrence samt produkterne, og derfor er der en grænse for hvor høj OG kan blive. For at kunne tiltrække nødvendig kapital må disse virksomheder i stedet stræbe efter at opnå en tilfredsstillende forrentning igennem en høj AOH. En høj AOH kan fx opnås ved at minimere omkostningerne, som DS gør det således, at lave priser kan forøge salget – dog er Coops AOH væsentlig højere end DS på nuværende tidspunkt hvilket kunne indikere at Coop fører en omkostningsstrategi.

¹⁹³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 213

¹⁹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 213

¹⁹⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 212

¹⁹⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 217

¹⁹⁷ Bilag 7

¹⁹⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 218

¹⁹⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 87

Differentieringsstrategien fokuserer derimod på OG.²⁰⁰ Coop vil på sigt satse på at højne OG ved, at højne indtjeningen igennem at differentiere sig fra sine konkurrenter. Strategien er lidt selvmodsigende i denne henseende, idet Coop befinder sig på et marked hvor differentiering fra sine konkurrenter er meget svær, henset til produktet de sælger samt, at OG generelt ikke er særlig høj inden for denne branche. Men for at fortsætte den langsigtede strategi om intensiv investering i butiksnettet, skal der tjenes penge, og for at tjene penge skal markedsandelen opretholdes, hvilket ikke har kunnet gøres igennem en høj AOH for Coops vedkommende.

Niveau 3:

Tabel 8: Dekomponering af OG

Niveau 3	2013	2012	2011	2010
EBITDA-margin	3,7%	3,9%	4,4%	3,9%
EBIT-margin	0,9%	1,4%	1,9%	1,8%
NOPAT-margin	0,8%	1,0%	1,5%	1,3%
Core andet driftsoverskud/nettoomsæ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Usædvanlige driftsposter/nettoomsæt	-0,1%	0,0%	0,1%	-0,1%
Samlet OG	0,7%	1,0%	1,6%	1,3%

Kilde: Egen tilvirkning

Da OG repræsenterer det samlede efter-skat driftsoverskud divideret med nettoomsætningen, bør komponenterne af efter-skat driftsoverskuddet som en andel af salget undersøges nærmere. Det ses i tabel 8, at OG er påvirket af at EBITDA-marginen ikke er særlig høj. Da EBITDA er defineret som overskuddet fratrasket driftsomkostninger, må det betyde, at selskabet ikke er særlig god til at tilpasse sine driftsomkostninger ift. indtjeningen, idet indtjeningen har været faldende de sidste 2 år og det samme har EBITDA-marginen – om end lidt mindre end indtjeningen. EBIT-marginen er derimod driftsoverskuddet (inkl. netto finansielle omkostninger og skat), og er et mål for lønsomheden fra kerneaktiviteten. EBIT-marginen er faldende og næsten 0% i 2013 hvilket viser, at selskabet ikke er lønsomt. NOPAT-marginen er efter-skat versionen af EBIT-marginen, og viser ligesom EBIT-marginen, at selskabet de sidste 4 år ikke har været videre lønsomt.²⁰¹

Tabel 9: Dekomponering af AOH

Niveau 3	2013	2012	2011	2010
Varebeholdninger	0,066	0,066	0,068	0,069
Tilgodehavender fra salg	0,018	0,014	0,012	0,009
Andre kortfristede driftsaktiver, netto	0,008	0,010	0,010	0,010
Leverandørgæld	-0,111	-0,110	-0,113	-0,107
Arbejdskapital	-0,019	-0,020	-0,024	-0,018
Langfristede immaterielle aktiver	0,006	0,001	0,001	0,001
Langfristede materielle aktiver	0,280	0,261	0,244	0,234
Andre langfristede driftsaktiver, netto	-0,002	-0,003	-0,001	-
Anlægskapital	0,283	0,260	0,243	0,234
Netto driftsaktiver	0,264	0,240	0,219	0,216

Kilde: Egen tilvirkning

4 år haft negative investeringer i arbejdskapitalen. Det ses i tabellen, at det primært er stigning i

Da OG repræsenterer det samlede efter-skat driftsoverskud divideret med nettoomsætningen, bør komponenterne af efter-skat driftsoverskuddet som en andel af salget undersøges nærmere. Det ses i tabel 8, at OG er påvirket af at EBITDA-marginen ikke er særlig høj. Da EBITDA er defineret

Ved dekomponering af AOH kan effektiviteten af kapitaltilpasningen vurderes. De to primære områder relateret til kapitalstyringen er arbejdskapitalen og anlægskapitalen. En virksomhed er nødt til at investere i sin arbejdskapital for at kunne udøve sin driftsaktivitet, herunder hører bl.a. varebeholdningen, debitor- og kredittilgodehavender. Selskabet har dog de sidste

²⁰⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 219

²⁰¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 221 – 222

debitor- og kreditortilgodehavender, som påvirker arbejdskapitalen. Dog er arbejdskapitalen ret stabil henover analyseperioden, idet udsvingene i tilgodehavenderne ikke er så store. Stigningen i tilgodehavender fra salg kan tyde på, at selskabet har øget kundernes kredittid for at genere omsætning, imens stigningen i leverandørgælden kan tyde på, at kredittiden til kreditorerne er forøget for at holde på kapital.²⁰²

Anlægskapitalen stiger en smule henover analyseperioden. Dette som udslag af bl.a. en mindre stigning i de langfristede immaterielle aktiver, hvilket skal ses i relation til investering i varemærker fra IC Companys i 2013, men også en lille stigning i de langfristede materielle aktiver. Dette indikerer, at de materielle aktiver ikke helt tilpasses nettoomsætningen, idet nettoomsætningen har været faldende de sidste 2 år, imens aktiverne har været svagt stigende hvilket indikerer, at kapitaltilpasningen er forringet.²⁰³

3.3.2 Vækstanalyse

Vækstanalysen fokuserer på at analysere den historiske og nuværende vækst, for med dette som udgangspunkt at budgettere den fremtidige vækst. År-til-år ændringer i procent for analyseperioden kan ses i bilag 11.

Det ses, at nettoomsætningen har været faldende de sidste 4 år. Trods dette opnåede Coop Danmark sit hidtil bedste resultat i 2011. Dog fortsatte denne udvikling ikke i 2012 og 2013. Trods Coop stadig sidder på størstedelen af markedet, vil en omkostningsfuld langsigtet strategi i butiksnettet, udfordringer med en ny konkurrencestrategi (differentiering), trusler fra omverdenen ved bl.a. mulighed for flere hypermarkeder og ændring i planloven fortsat true Coop – da de holder fast i deres historie og ikke vil tilpasse sig nutiden. Sammen med faldet i nettoomsætningen falder EBITDA og EBIT også, hvilket påvirker driftsoverskuddet negativt. Det, som skal få Coop ud af den onde spiral, med baggrund i ovenstående, er en bedring i den overordnede økonomi, som dermed vil booste forbrugernes lyst til at bruge penge. Får forbrugerne lyst til at bruge penge, vil prisbevidstheden måske være mindre stærk, og differentieringsstrategien vil dermed kunne booste OG hos Coop. Som nævnt ovenfor er der indikationer på, at kapitaltilpasningen er forringet, hvilket kombineret med en stort set uændret arbejdskapital kunne tyde på, at selskabet ikke har forstået alvoren af deres situation. Selskabets adm. direktør mener, at der skal satses på kernekompetencen og, at selskabet skal tilbage til sine rødder men for, at dette vil slå igennem på resultaterne kræver det, ud over bedring i økonomien, også loyalitet fra kunderne, gennemarbejdet branding af de forskellige kæder og ordentlig fokus på strategien, hvilket alt sammen er noget som tager tid og har en vis usikkerhed tilknyttet.

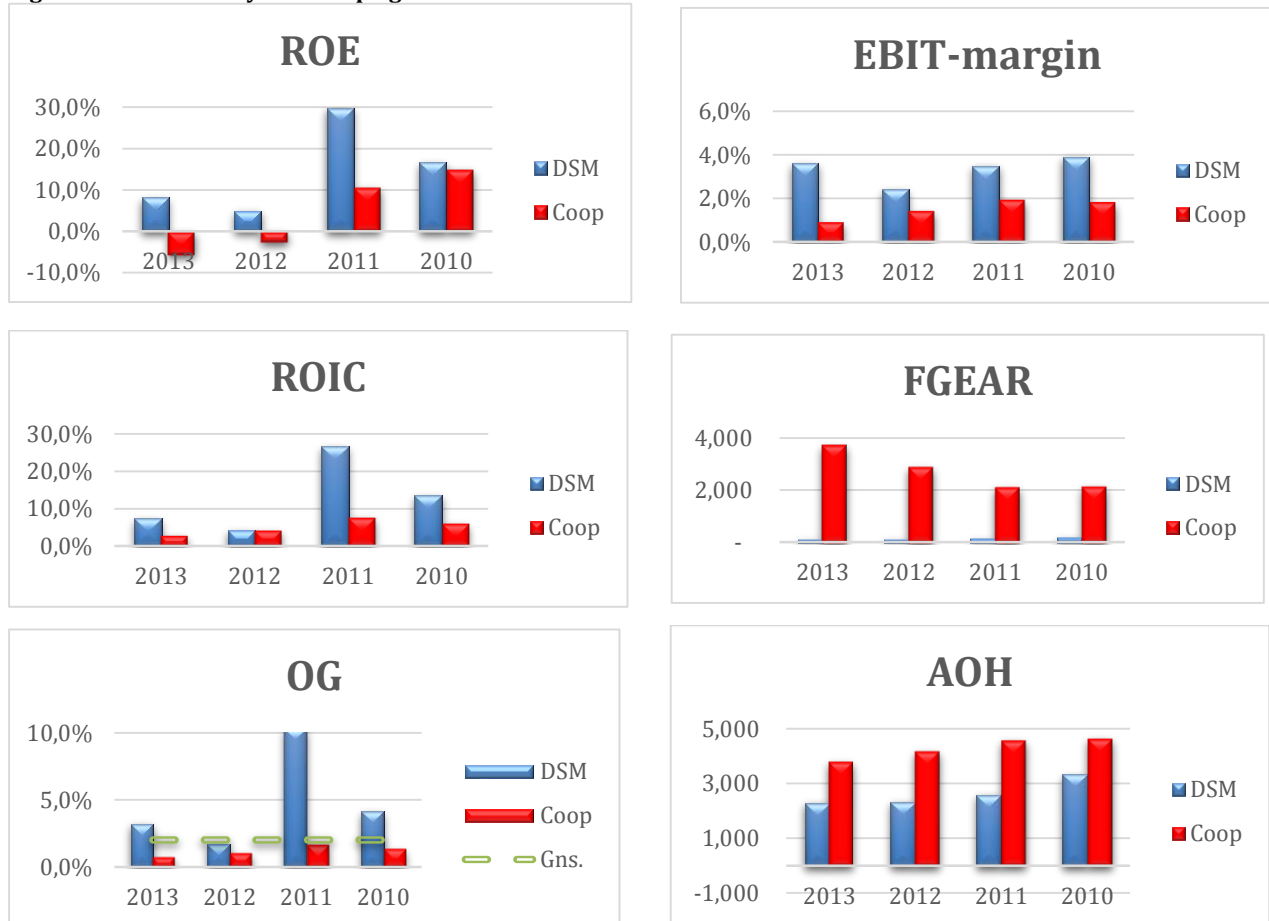
²⁰² Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 223 – 224

²⁰³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 224 – 226

3.3.3 Benchmark analyse

Dette afsnit er en illustrativ tværsnitanalyse, hvor Coop bliver sammenlignet med DS via grafer for diverse nøgletal. Illustrationerne vil tage udgangspunkt i nøgletal fra rentabilitetsanalysen.²⁰⁴

Figur 5: Tværsnitanalyse af Coop og DS



Kilde: Egen tilvirkning

Det ses via illustrationerne, at DS klarer sig væsentligt bedre end Coop på alle ovenstående parametre. Blandt andet kan førnævnte negative sammenhæng mellem OG og AOH ses ovenfor, hvor DS har en relativ højere OG og lavere AOH end Coop og derudover, at DS' OG faktisk ligger over gennemsnittet for branchen imens Coops OG ligger under, jf. bilag 7. DS høje OG påvirker ROIC positivt og derved også ROE. Coop har derimod haft relativt høj FGEAR de seneste par år, hvilket har påvirket ROE negativt. EBIT-marginen har været faldende for Coop de senere år, hvilket har påvirket OG, og derved også ROE. Det ses, at DS også har været ramt på deres EBIT-margin – dog ikke i samme omfang som Coop, hvilket kan ses i relation til deres fokusering på én konkurrencestrategi.

²⁰⁴ Bilag 12, DS årsrapporter 2009 – 2013

3.4 Delkonklusion

Coop har i hele den valgte regnskabsperioden anvendt samme regnskabspraksis og aflagt årsregnskab efter samme princip (regnskabsklasse C i ÅRL). I alle årene er der aflagt en uafhængig revisionspåtegning uden forbehold m.m. Kvaliteten af oplysningerne i årsregnskaberne vurderes dog at være mindre transparente, grundet den viden som læseren skal have om branchen og markedet, samt til hvordan et regnskab kan konstrueres.

Nøgletallene afslører, at ROE er negativ i 2012 og 2013 hvilket betyder, at ejerne intet får ud af deres investering. FGEAR stiger og SPREAD bliver negativt – dvs. man finansierer driftsaktiverne med mere og mere gæld samtidig med, at lånerenten på gælden bliver højere end afkastet på netto driftsaktiverne. Derudover viser dekomponeringen af ROIC, at både OG og AOH er faldet i analyseperioden. Detail virksomheder vil ofte have en lav OG og en høj AOH. Dette skyldes hård konkurrence. For at kunne tiltrække nødvendig kapital, tilstræbes derfor en tilfredsstillende forrentning igennem en høj AOH. Sammenlignes Coop med DS på diverse rentabilitetsnøgletal ligger Coop væsentligt dårligere på alle fronter. Derudover falder den lave EBITDA-marginen i analyseperioden, hvilket, kombineret med faldende indtjening indikerer, at selskabet ikke er særlig god til at tilpasse sine driftsomkostninger ift. indtjeningen. EBIT-marginen er næsten 0% i 2013 hvilket viser, at selskabet ikke er lønsomt. Imens er investeringer i arbejdskapitalen negative. Dette skyldes primært stigninger i debitor- og kreditortilgodehavender hvilket kunne tyde på, at selskabet har øget kundernes kredittid for at genere omsætning, og samtidig øget kredittiden til kreditorerne for at holde på pengene. Derudover stiger de materielle anlægsaktiver imens nettoomsætningen falder hvilket indikerer, at kapitaltilpasningen er forringet.

Selskabets adm. direktør mener, at der skal satses på kernekompetencen og, at selskabet skal tilbage til sine rødder, men dette kræver loyalitet fra kunderne, gennemarbejdet branding af de forskellige kæder og ordentlig fokus på strategien – hvilket alt sammen er noget som tager tid og har en vis usikkerhed tilknyttet.

4.0 Budgettering for COOP Danmark A/S

Ved værdiansættelse af unoterede selskaber såsom Coop anvendes oftest kapitalværdibaserede modeller eller relative værdiansættelsesmodeller.²⁰⁵ I denne afhandling vil der blive anvendt en kapitalværdibaseret model, idet Coops reelle konkurrenter, herunder DS og Dagrofa, også er unoterede, samt grundet ovenstående analyser, der vidner om, at Coop klarer sig væsentlig dårligere end sine konkurrenter – hvorfor en relativ værdiansættelse ville være behæftet med for meget usikkerhed, sammenlignet med den kapitalværdibaserede model. Den valgte model kræver, at der udarbejdes budget for den fremtidige rentabilitet og vækst. Budgetteringen er ikke en analyse i sig selv, men tager udgangspunkt i de tidligere analyser.²⁰⁶

4.1 Budgetteringsperiode og terminalværdi

Teoretisk set baseres de kapitalværdibaserede modeller sig på neddiskontering af en uendelig pengestrøm, hvilket i praksis er umuligt. Derfor budgetteres der indenfor en begrænset periode hvis længde afhænger af hvor langt ud i fremtiden man med rimelighed kan forudsige variationer i de underliggende variabler, før de når steady state. Fra steady state forudsættes det at hver post fremadrettet vokser med en konstant vækstrate – herunder skal forstås, at den konstante vækstrate er et unbiased skøn over hvordan nøgletallene vil udvikle sig på lang sigt og, at den reelle vækstrate ikke ændrer sig systematisk fra den konstante vækstrate.²⁰⁷

Budgetperiodens længde afhænger bl.a. af regnskabskvaliteten, væksten i salget, OG, AOH og FGEAR, og vil ende når væksten i salget falder til en konstant vækstrate og de andre 3 nøgletal forbliver konstante.²⁰⁸ For Coops vedkommende befinder selskabet sig på et marked med intens konkurrence og begrænset mulighed for vækst. Lige nu ligger de under branchens OG og satser med en differentieringsstrategi på at højne OG og derved væksten i salget. Dette indikerer en relativ lang budgetperiode. Modsatvis er dagligvarebranchen en moden branche med en forholdsvis stabil udvikling, hvor Coop har en stor og stabil markedsandel, som forventes værende nogenlunde konstant frem til 2023.²⁰⁹ Samtidig vil et oligopol marked med hård konkurrence sørge for, at den eventuelle konkurrencefordel Coop kunne få ved den nye strategi kun ville være på kort sigt. Derfor vurderes en

²⁰⁵ Salgsmodning, side 10 – 11 og Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis, side 157 – 172

²⁰⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 249

²⁰⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 251 – 252

²⁰⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 250

²⁰⁹ Dansk Dagligvarehandel 10 års prognose 2023, side 73

budgetperiode på 5 år at være rimelig²¹⁰, hvilket også understøttes af empiriske resultater for anvendte budgetteringsperioder ved værdiansættelse af unoterede selskaber.²¹¹

Ved residualindkomstmodellen, som anvendes i denne afhandling, udgør terminalværdien mindre af den samlede estimerede værdi af selskabet end ved andre modeller.²¹² Trods denne fordel, skal der stadig laves forudsætninger omkring niveauet for variableerne til terminalværdien, som skal være så plausible som mulig, idet de har stor effekt på terminalværdien, og i sidste ende også en effekt på den samlede værdi. En af disse forudsætninger er omkring salgsvæksten. Salgsvæksten sættes lig med den økonomiske udvikling i samfundet, idet en højere vækst vil betyde, at selskabet til sidst vil overtage hele økonomien imens en lavere vækst vil betyde, at selskabet helt forsvinder til sidst.²¹³ Den reale BNP vækst i Danmark har i perioden 2010 – 2014 gennemsnitligt ligget på 0,8% imens inflationen har ligget på 1,72%, jf. 2.2.1 *PEST analyse*, hvilket svarer til en samlet økonomisk vækst på 2,52% i perioden 2010 – 2014.²¹⁴ Ses dette tal i forhold til den finansielle krise, der alt andet lige bevirkede lavere BNP, og den historiske BNP (et gennemsnit på 4,4% i perioden 1993 – 2007)²¹⁵, forudsættes en salgsvækst på 3,5% i terminalværdien at være rimelig henset til forventning om en bedring i økonomien på sigt ift. nuværende niveau.²¹⁶

4.2 Budgettering af finansielle værdidrivere

I følgende afsnit vil driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten blive budgetteret med udgangspunkt i den 2.0 *Strategisk analyse af COOP Danmark A/S*, for efterfølgende at værdiansætte Coop.

4.2.1 Budgettering af driftsaktiviteten

Salgsvæksten i budgetperioden:

Den fremtidige salgsvækst vil bl.a. blive påvirket af ændring i planloven, hvis det besluttes at lukke op for hypermarkeder. Coop har udtalt, at de ikke ønsker del i hypermarkedet, imens DS ønsker udvidelse af deres andel af hypermarkedet hvis det bliver muligt. Ændringen vil lukke op for, at udenlandske selskaber måske vil etablere sig på markedet, og derved true markedsandelene – dog skal den oligopol markedsstruktur tages med i betragtningen, da denne inkluderer høje adgangsbarrierer, relativt lav OG og intens konkurrence hvilket alt andet lige taler for, at truslen fra udlandet ikke vil påvirke særlig meget. Samtidig vil det dog give DS mulighed for at tage flere markedsandele og øge deres indtjening –

²¹⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 252

²¹¹ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis, side 162 (Empiriske resultater viser en budgetperiode på 4 – 7 år)

²¹² Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 42

²¹³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 253 – 254

²¹⁴ http://www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vaekst/, 21. september 2014, kl.15.25

²¹⁵ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440>, (opgivet i løbende priser), 21. september 2014, kl.16.15

²¹⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 254

og med Coops økonomiske udvikling i mente, vil deres differentieringsstrategi og store investeringer skulle slå igennem for at forhindre dette. Det ville betyde, at salgsvæksten skulle stige, omend så på sigt, for at bibeholde markedsandelen. Diverse Private Labels varer tjenes der dog penge på, hvilket andet lige er positivt. Coops mange butikstyper kan også ses som en fordel, hvis de er brandet korrekt, idet der er noget for enhver kunde. Dog viser tal fra Fakta, at Coop ikke kan følge med på discount området og, at der sælges vare med tab, hvilket kan true Coops totale markedsandel og deres indtjening på sigt. Der investeres intensivt i dette område, hvilket er vigtigt da denne butikstype er voksende.²¹⁷ Trods dette forventer Retail Institute Scandinavia A/S stort set uændret markedsandel for Coop de næste 10 år samt, at Coop fortsat vil have førertrøjen på, hvilket alt andet lige er positivt for salget.

Den dårlige branding, blandingsstrategien og mange ledelsesrokinger har dog været en medvirkende faktor i de dårligere resultater de senere år, og spørgsmålet er hvor hurtigt dette kan vende. Den nye adm. direktør er næsten kun lige kommet til og det er først primo 2014 at der er begyndt at blive fokuseret på én konkurrencestrategi, imens den dårlige branding er uændret. Skulle det lykkes Coop at vende skuden, ville det nok tage lidt tid før det ville afspejle sig i salget og resultaterne, hvilket taler for en lav salgsvækst de(t) næste år.

Trods stigende indkomster er husstandsforbruget stabilt – der bruges derved ikke nødvendigvis flere penge på fødevarer bare fordi man har flere penge i pungen. Flere afgifter på fødevarer får kunderne til at fokusere på prisen. Dette kan alt andet lige sætte en grænse for vækst i salget. Samtidig er forbrugerne også kvalitetsbevidste, hvilket Coop er opmærksom på. Dette vil alt andet lige påvirke salgsvæksten positivt. Ændringen i lukkeloven har påvirket Coop meget negativt på indtjeningen over de sidste år, og denne udvikling vender sandsynligvis ikke bare lige – det vil tage noget tid og sandsynligvis vil der være nogle tilknyttede omkostninger. Slår konkurrencestrategien igennem, og får man lokket kunderne til, kan denne udvikling ændres på sigt hvilket vil betyde vækst i salget.

Grænsehandlen skulle og kunne have været en yderligere indtægtskilde, men denne forretning har den nye adm. direktør valgt at lukket ned for.

Taget ovenstående i betragtning budgetteres der derfor de næste 5 år med en svagt stigende vækst, henset til forventningen om, at Coop via sine mange investeringer, fokus på én strategi og eksterne prognoser for fremtiden slår igennem – men også, at dette sker langsomt og ved en løbende proces.

Tabel 10: Budgetteret salgsvækst

	2014	2015	2016	2017	2018
Salgsvæksten	0,5%	1,0%	1,0%	2,0%	2,5%

Kilde: Egen tilvirkning

²¹⁷ Dansk Dagligvarehandel 10 års prognose 2023, side 38

AOH:

Under regnskabsanalysen dekomponerede vi AOH, og fandt de to primære områder til kapitalstyringen – arbejdskapitalen og anlægskapitalen. Vi fandt, at den historiske arbejdskapital havde været negativ men også, at den havde været stabil. Derudover var der indikation på, at kredittiden for både kunder og kreditorer var forøget i analyseperioden. Anlægskapitalen var også stort set uændret henover analyseperioden.

Eftersom det er besluttet at fokusere på en differentieringsstrategi fremadrettet, betyder det mere fokus på OG.²¹⁸ Og da AOH og OG har en negativ sammenhæng vil dette alt andet lige betyde, at AOH må falde. Da OG bl.a. er afledt af salget, forudsættes det, at væksten i salget vil bevirke en nogenlunde tilsvarende negativ udvikling i AOH – det forudsættes altså her, at omkostningerne forbundet med det øget salg har nogenlunde samme proportionelle udvikling som salget. Derfor budgetteres der med et fald i AOH på sigt.

OG fra salg:

Ovenfor blev det antaget, at omkostningerne ifbm. vækst i salget vil stige proportionelt med væksten i salget. Jf. seneste årsrapport vil Coop fortsætte med væsentlige investeringer i moderniseringer i butiksnettet – dvs. deres omkostninger hertil vil ligge på nogenlunde samme niveau fremadrettet. Der er ikke noteret nogen skæringsdato for hvornår disse investeringer vil stoppe hvorved det antages, at de løber i hele budgetperioden, men ikke i terminalperioden. Idet terminalværdien tæller mindre i residualindkomstmodellen, formodes denne antagelse ikke at påvirke den endelig værdi for meget. Der nævnes heller ikke noget om nedskæringer eller større tiltag i den nærmeste fremtid som der har været de senere år.²¹⁹ Det betyder dog ikke, at optimering af de variable eller faste omkostninger ikke vil foregå, idet dette er en mulighed for at højne indtjeningen, men det antages at være uændret for budgetteringsperioden. Det blev tidligere noteret, at afskrivningshorisonten på nogle af aktiverne fornylig blev forhøjet men også, at aktivmassen var forøget således, at afskrivningerne i resultatopgørelsen beløbsmæssigt var uforandret. Det forudsættes i budgetteringen, at afskrivningerne forbliver uforandrede. På baggrund af ovenstående budgetteres der med en stigning i OG, som svarer til stigningen i salgsvæksten.

Den effektive skatteprocent:

Selskabsskatten nedsættes gradvist med start i 2014, så den i 2016 vil ligge på 22%.²²⁰ Det antages, at selskabsskatten efter 2016 fastholdes på 22%.

²¹⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 219

²¹⁹ Stor fyringsrunde i Coop

²²⁰ Regeringen sænker selskabsskatten

Core andet driftsoverskud efter skat:

Denne komponent indeholder poster såsom andre driftsindtægter og indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder m.m. Det kan derfor være svært at budgettere, idet disse poster ikke har nogen præcise underliggende drivere. Derfor antages det, at de vil udvikle sig forholdsmæssigt med salget ud fra en ide om at salget repræsenterer udviklingen i virksomhedstørrelsen.²²¹

4.2.2 Budgettering af finansieringsaktiviteten**FGEAR:**

Netto driftsaktiverne er normalt finansieret med både egenkapital (EK) og netto finansielle forpligtigelser (NFF). FGEAR viser forholdet mellem disse finansieringskilder. Under dekomponeringen af ROE blev det konstateret, at FGEAR var steget relativt meget i de sidste 2 år af analyseperioden. Umiddelbart viser udviklingen en trend med, at FGEAR stiger desto dårligere resultater Coop præsterer hvorved det derfor antages, at den vil falde når og hvis resultaterne forbedres – idet et forbedret resultat alt andet lige forøger EK, og der derved er større mulighed for at finansiere investeringer med EK fremfor gæld. Ud fra ovenstående antagelser budgetteres der med en høj FGEAR i starten af budgetperioden, hvorefter den forventes langsomt at falde.

Lånerenten:

Den historiske lånerente kan være et godt afsæt for den fremtidige lånerente.²²² Der forventes umiddelbart ikke nogen betydelige ændringer i det generelle renteniveau, som på nuværende tidspunkt er rimelig lavt. Henset til den overordnede økonomi, er der bedring på vej, men det er umiddelbart en langsom bedring. Virksomhedens konkursrisiko vurderes ikke at være væsentlig ændret over de sidste par år, trods forværring i resultaterne. Dog vil der kunne være forekommet en ændring, hvis man så over en længere årrække end analyseperioden. Risikoen vil blive undersøgt nærmere ved rating af Coop under afsnit 6.0 *Kreditvurdering af Coop Danmark A/S*. Derfor vil gennemsnittet af den historiske lånerenten i analyseperioden blive anvendt i budgetteringen.

²²¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 259

²²² Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 260

4.3 Opstillet budget

Budgettet er opstillet med udgangspunkt i den udvidet DuPont model, jf. figur 4.

Tabel 11: Opstillet budget for værdi drivere for Coop Danmark A/S

Værdi drivere	Budgetperioden					Terminal
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Salgsvækstraten	0,5%	1,0%	1,0%	2,0%	2,5%	3,5%
AOH	3,675	3,598	3,433	3,126	2,977	2,900
OG	0,5%	1,0%	1,0%	2,0%	2,5%	3,5%
ROIC = (OG*AOH)	1,8%	3,6%	3,4%	6,3%	7,4%	10,2%
r	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
SPREAD = (roic - r)	-3,0%	-1,2%	-1,4%	1,5%	2,6%	5,4%
FGEAR	3,815	3,703	3,553	3,108	2,956	2,7
ROE = (ROIC+FGEAR*SPREAD)	-9,6%	-0,9%	-1,4%	10,8%	15,3%	24,6%

Kilde: Egen tilvirkning

4.4 Delkonklusion

Den strategiske analyse af de ikke-finansielle værdidrivere samt udviklingen i de finansielle værdidrivere i analyseperioden, danner basis for udarbejdelsen af proforma-opgørelser for de kommende 5 år. Budgetperioden er bestemt til 5 år hvorefter det er vurderet, at terminalperioden vil indtræffe. Proforma-opgørelserne ovenfor antager, at Coop fortsat vil have problemer i 2014. Det antages, at salgsvæksten langsomt vil vende sig, henset til implementering af differentieringskonkurrencestrategien og branding af kæderne lykkes. Disse antagelser er væsentlig for værdiansættelsen, idet de påvirker den beregnede værdi af selskabet væsentligt.

Henset til den negative sammenhæng mellem OG og AOH samt, at fokuset fremover vil være på at højne OG, vil AOH alt andet lige skulle falde. Da OG bl.a. er afledt af salget forudsættes det, at væksten i salget vil bevirke en nogenlunde tilsvarende negativ udvikling i AOH – det forudsættes altså her, at omkostningerne forbundet med det øget salg har samme proportionelle udvikling som salget. Derfor budgetteres der med et fald i AOH på sigt, samt en stigning i OG, som svarer til væksten i salget. Selskabsskatten nedsættes gradvist med start i 2014, så den i 2016 og fremadrettet vil ligge på 22%. Derudover forudsættes det, at Core andet driftsoverskud efter skat vil udvikle sig forholdsmæssigt med salget ud fra en ide om, at salget repræsenterer udviklingen i virksomhedstørrelsen.

FGEAR stiger desto dårligere resultater Coop præsterer hvorved det derfor antages, at den vil falde hvis resultaterne forbedres. Derfor budgetteres der med en høj FGEAR i starten af budgetperioden, hvorefter den forventes langsomt at falde, henset til forventningen om stigning i salgsvæksten. Gennemsnittet for den historiske lånerente i analyseperioden vil blive anvendt som estimat for lånerenten fremadrettet i budgetteringen.

5.0 Værdiansættelse af COOP Danmark A/S

I dette afsnit vil der først blive foretaget en estimering af diskonteringsrenten, som efterfølgende skal bruges ved værdiansættelsen. Derefter vil der på baggrund af proforma-opgørelserne samt den estimerede diskonteringsrente blive foretaget en værdiansættelse af Coop. Værdien af Coop vil blive sammenholdt med værdien for DS for at verificere hvordan Coop reelt ligger ift. sin primære konkurrent, og herunder vil eventuelle forskelle i værdierne blive diskuteret. Derefter vil der blive lavet en følsomhedsanalyse for at teste, hvor følsom værdiansættelsen er ved ændringer i de underliggende variable. Det skal noteres, at den estimerede diskonteringsrente samt fremgangsmåden for estimering af de der tilknyttede variabler er drøftet med Martin John Connie, Ass. Director i Deloitte, ansvarlig for værdiansættelsesteamet i København.

5.1 Værdiansættelsesmodel

Ved værdiansættelsen af Coop er residualindkomstmodellen valgt. Teoretisk set giver værdiansættelsesmodellerne samme værdi givet de samme forudsætninger, hvorved man kan diskutere om valget af model reelt har nogen betydning.²²³ Valget har dog betydning idet der er forskel på hvilken information de enkelte kapitalværdibaserede modeller kræver. Residualindkomstmodellen er valgt fordi den bygger på årsregnskabets målinger, som fremskynder indregningen af værdi. Her tages der udgangspunkt i de målinger af værdi, som er gennemført af aktiver og forpligtigelser i balancen, og derved udnyttes det faktum, at den bogførte værdi af egenkapitalen i de fleste tilfælde udgør langt størsteparten af egenkapitalens kapitalværdi.²²⁴ Derved foregår hovedparten af værdiansættelsen i regnskabspraksis, og estimeringen foregår ved at anslå forskellen mellem den bogførte værdi og den fundamentale værdi. Fremrykningen af indregningen af værdi bevirker, som tidligere nævnt, at mere af den totale estimerede værdi af selskabet medtages i budgetperioden fremfor i terminalværdien, hvilket alt andet lige skulle mindske usikkerheden omkring den totale værdi. Ulempen ved residualindkomstmodellen er dog, at den er genstand for regnskabsmæssig støj og mulig ledelsesmanipulation idet den bygger på årsregnskabets målinger, hvorved vurdering af regnskabskvalitet og korrigerende for støj i de reformulerede opgørelser er yderst vigtig. Derudover er det valgt at bruge den indirekte metode (RIDO) hvor værdien af hele virksomheden estimeres (værdien til alle kapitalindskydere) og, der derefter fratrækkes långivernes fordringer, grundet ideen om, at alle investorer har fordringer på virksomhedens NDA og DO.²²⁵

²²³ Salgsmodning, side 10

²²⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 41

²²⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 35

Ligning 2: Beregning af virksomhedens værdi ved RIDO metoden

$$V_0^E = \underbrace{NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{wacc})^t}}_{\text{Virksomhedsværdi}} + \underbrace{\frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1+r_{wacc})^T}}_{\text{Terminalværdi}} - NFF_0$$

Hvor:

NDA_0 = Den bogførte værdi af netto driftsaktiverne primo år 0.

$RIDO_t$ = $DO_t - (r_{wacc}NDA_{t-1})$ og er residualoverskud fra driften

r_{wacc} = de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger som er konstant

g = den langsigtede vækstrate lig salgsvækstraten i terminalåret.

NFF_0 = Den bogførte værdi af netto finansielle forpligtelser primo år 0.

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 35 – 36

Til værdiansættelsen skal beregnes en diskonteringsrente, som ved den indirekte metode (RIDO) er de vægtede kapitalomkostninger. Denne er vægtet af kapitalstrukturen, ejernes afkastkrav og fremmedkapitalomkostningen. Diskonteringsrenten skal bruges ved tilbagediskonteringen af de fremtidige residualoverskud for at finde værdien af virksomheden.²²⁶ De fremtidige residualoverskud estimeres via budgettering af den fremtidige rentabilitet og vækst, jf. afsnit 4.2 *Budgettering af finansielle værdidrivere*.

Ligning 3: Fastlæggelse af de vægtede kapitalomkostninger

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} r_g$$

Hvor:

r_{wacc} = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = Estimerede værdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = Estimerede værdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{EV} = Estimerede værdi af virksomheden ($V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$)

r_e = ejernes afkastkrav

r_g = finansielle omkostninger efter skat

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 46

Der foretages kun værdiansættelse via én model i denne afhandling, idet modellerne teoretisk set giver samme værdi under de samme forudsætninger, som nævnt ovenfor.

²²⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 42 – 48

5.2 Kapitalstruktur

Idet diskonteringsrenten er et vægtet estimat for både egenkapitals- og fremmedkapitalsindskydere skal kapitalstrukturen også estimeres. Da Coop som sagt er et unoteret selskab er det ikke muligt at finde markedsværdier herfor, og samtidig er det jo også forudsat at kendskab til markedsværdierne ikke eksisterer idet det jo forsøges at vurdere dem i denne afhandling.

Alternativt kan der skønnes over en langsigtet target kapitalstruktur for selskabet.²²⁷ Skønnet kan baseres på branchens kapitalstruktur, sammenlignelige selskabers kapitalstruktur samt ejerskabet af selskabet.

Branchens kapitalstruktur kan findes via databaser såsom Aswath Damodaran. Aswath Damodarans rådata er fra S&P Capital IQ, og beregningerne er foretaget på baggrund af 17 selskaber indenfor dagligvarehandelsbranchen i Europa (Retail, Grocery & Food) baseret på 5 års data (2009 – 2014).²²⁸

Beregningerne angiver en kapitalstruktur med 34,44% gæld og 65,56% egenkapital.²²⁹

De valgte sammenlignelige selskaber er alle udenlandske (fra USA, UK og Frankrig) og noterede. Der er fundet markedsværdier for virksomhederne og deres egenkapital via Bloomberg. Selskaberne er fundet via Moody's rating vejledning for detailbranchen, som senere vil blive anvendt ved rating af Coop. Selskaberne er valgt således, at de ligger så tæt som muligt på Coop på et eller flere parametre såsom størrelse samt produkt- og butikssammensætning, men der er selvfølgelig tilknyttet en vis afvigelse og derved bias ift. sammenligneligheden idet de jo ikke er fuldstændige identiske med Coop. Der er valgt 5 selskaber med markedsværdier for perioden 2006 – 2014. Der vil på baggrund af dette blive beregnet en gennemsnitlig kapitalstruktur for hvert selskab, og derefter en gennemsnitlig kapitalstruktur for alle 5 selskaber, jf. bilag 15. Den totale gennemsnitlig kapitalstruktur for de 5 selskaber lyder på 24,31% gæld og 75,69% egenkapital i perioden 2006 – 2014. Det mest konservative selskab har en struktur med 79,26% egenkapital, imens det mest gearede har en egenkapitalsandel på 65,47%.

Taget Coops økonomiske situation i betragtning er det muligt, at Coops debt ratio er større end branchens på nuværende tidspunkt. Branchens kapitalstruktur er også præget af de forskellige landes økonomier, og derfor kan Coops struktur ikke kun baseres på branchens struktur. De sammenlignelige selskaber viser en lidt højere gennemsnitlig egenkapitalsandel end branchen, men dette skal også ses i lyset af ejerskabet, geografisk placering, landenes økonomier, størrelsen på selskaberne og produkt- og butikstyper. Coop Danmark A/S er ejet af sine medlemmer igennem Coop Amba under ideen om en andelsforening. Det antages, at medlemmer af en forening er interesserede i, at foreningen løber rundt

²²⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 47

²²⁸ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html, 17. september 2014, kl. 12.56

²²⁹ Bilag 14

økonomisk, men også i at den opfylder medlemmernes behov, som ikke nødvendigvis er økonomisk. Man kan derfor argumentere for at Coops kapitalstruktur adskiller sig fra fx DS, idet ejerskabet er forskelligt. Det antages, at en forening ønsker at være så solid som mulig på sigt, imens et aktieselskab ønsker at optimere selskabets værdi mest muligt på sigt – hvilket gøres ved en optimal sammensætning af egenkapital og gæld.²³⁰ Samtidig bør gælden ikke udgøre en stor andel hos Coop Danmark, idet selskaber som Coop Danmark ofte finansierer sig (driften) via deres kreditorer – dvs. de betaler først kreditorerne når varerne er solgt, og derfor bør de ikke have brug for finansiering til dette. Dog skal det også huskes, at størstedelen af Coops balance udgør materielle anlægsaktiver, hvorved der er tilknyttet en vis mængde gæld alt andet lige.

På baggrund af dette, samt kapitalstrukturen for branchen og for de sammenlignelige selskaber, vurderes en fremtidig target kapitalstruktur for Coop med 70% egenkapital og 30% gæld at være rimelig – svarende til gennemsnit for branchen og de sammenlignelige selskaber.

5.3 Egenkapitalsomkostning

Egenkapitalsværdien beregnes ved at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme med egenkapitalsomkostningen (R_e) – dvs. ejernes afkastkrav. Ejernes afkastkrav beregnes via CAP-modellen (CAPM), der tager udgangspunkt i den risikofrie rente tillagt en risikopræmie. Modellen betragter relationen mellem afkastet for den enkelte virksomhed og afkastet på markedsporteføljen ud fra tanken om, at investor kræver et merafkast for at påtage sig en merrisiko. CAPM bygger dog på antagelsen om, at investor har en veldiversificeret portefølje således, at usystematisk risiko ikke er en faktor. Den systematiske risiko kan dog ikke diversificeres bort, idet denne er et udslag af generelle markedsbevægelser – og ikke virksomhedsspecifikke forhold som den usystematiske risiko er. Derved er det kun den systematiske risiko, som bliver prissat iflg. CAPM. Den systematiske risiko skyldes netop samvariation mellem den specifikke akties afkast og afkastet på markedsporteføljen.²³¹

Ligning 4: CAPM (beregning af ejernes afkastkrav)

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

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 43

Nedenfor estimeres de enkelte variable i CAPM, hvorefter R_e beregnes til brug for beregningen af r_{wacc} .

²³⁰ Corporate Finance, side 460 – 464 (MM proposition II)

²³¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 43

5.3.1 Risikofri rente

Ved den risikofrie renten skal der benyttes en proxy, idet der ikke findes en konkret værdi for denne. Den risikofrie rente kan bl.a. bestemmes ud fra budgetperiodens længde og den geografiske placering af virksomheden. I praksis anbefales det at anvende den effektive rente på den toneangivne 10årig statsobligation som proxy for den risikofrie rente, idet denne har en relativ lang løbetid men dog stadig er likvid.²³² I denne afhandling er markedet afgrænset til Danmark.

Med tanke på de finansielle markeders udvikling de senere år vurderes det, trods Danmarks økonomiske stabilitet, at et gennemsnit for en længere årrække vil være mere retvisende som proxy. Her vælges de seneste 15 år, idet der i denne periode har været både høj og lavkonjunktur, og derfor bør et gennemsnit heraf være en rimelig proxy for fremtidens overordnede risikofrie rente. Den risikofrie rente lyder derfor på 3,7%.²³³

5.3.2 Beta

Beta er et relativt risikomål, og viser samvariationen mellem afkastet på markedsporteføljen og afkastet på det specifikke aktiv. Da der er tale om et unoteret selskab er det ikke muligt at beregne beta.²³⁴ På denne baggrund gør mange praktikere derfor brug af en såkaldt common sense metode, der baseres på en kvalitativ vurdering af virksomhedens samlede risiko, som derefter oversættes til et beta estimat. Der benyttes også benchmarking og data fra databaser til estimering af beta.²³⁵ Common sense metoden kan vurderes på baggrund af de tidligere analyser i specialet. Som nævnt under afsnit 2.2.1.2 *Økonomiske og demografiske forhold* er dagligvaremarkedet (food) kendetegnet ved, at varerne er nødvendighedsvarer/kortvarige forbrugsgoder, hvorved man kunne formode at beta så må være under eller lig med 1. Beta under 1 afspejler, at et aktiv er mindre volatilt end markedsporteføljen, og da nødvendighedsvarer er noget man køber uanset økonomien og konjunkturerne, må udsvingene alt andet lige være mindre eller lig med markedsporteføljen. Det er ikke muligt at benchmarke med andre dagligvarebutikker i Danmark, herunder tænkes der på DS og Dagrofa, da disse også er unoterede. Alternativt kan anvendes noterede udenlandske sammenlignelige virksomheder til estimering af beta. Her er valgt engelske J Sainsbury PLC med placering i Storbritannien, som også blev brugt ved estimering af kapitalstrukturen. Kæden er den tredjestørste supermarkedskæde i Storbritannien, og er verdens ældste efterfulgt af Irma.²³⁶ Kæden

²³² Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 44

²³³ www.dst.dk (10årig statsobligation, 1999 – 2014)

²³⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 45

²³⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 45 – 46 og Prisfastsættelsen på aktiemarkedet, side 3

²³⁶ Delotte, Switching Channels: Global Powers of Retailing 2012, side G11

omfattede 583 supermarkeder og 523 convenience stores, samt 157.000 medarbejdere ultimo 2013.²³⁷ Via Bloomberg er den gearede historiske beta for J Sainsbury PLC estimeret til 0,884 ved regressionsanalyse.²³⁸ Via den gearede beta for J Sainsbury, kan man beregne den gearede beta for Coop, ved først at beregne den ugearede beta for J Sainsbury PLC og derefter gange denne med den estimerede target kapitalstruktur for Coop.²³⁹ Dette under antagelse om at ændring i kapitalstrukturen påvirker beta for equity, men ikke beta for aktivet der er investeret i. Gæld øger nemlig kapitalkravet på egenkapitalen idet gæld bevirker øget risiko. For at kunne lave denne beregning antages beta for gælden i praksis at være lig nul, idet det er svært at vurdere, hvor stor en andel af kreditmarginen på gælden, der stammer fra risikooverførsel fra egenkapitalen kontra forventede konkursomkostninger.²⁴⁰ Den ugearede beta for J Sainsbury beregnes til 0,734.²⁴¹ Herefter kan den gearede beta for Coop beregnes via den estimerede kapitalstruktur på 70% egenkapital og 30% gæld, jf. afsnit 5.2 *Kapitalstruktur*. Den gearede beta for Coop beregnes til 0,979.²⁴² Data fra databaser såsom Aswath Damodaran, vis rådata er fra S&P Capital IQ, viser en gennemsnitlig gearet beta for detailbranchen i Europa på 0,95. Beregningen er lavet på baggrund af 17 selskaber indenfor dagligvarehandelsbranchen (Retail, Grocery & Food) i Europa, baseret på 5 års data (2009 – 2014).²⁴³ Med baggrund i ovenstående, herunder den gearede beta for Coop og for branchen, vurderes en beta på 0,975 at være rimelig.

5.3.3 Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er fremmadskuede og afspejler det merafkast investor forventer givet den merrisiko investor påtager sig ved at holde et aktiv, som ikke er risikofrit. Der findes forskellige måder at estimere risikopræmien på, herunder fx ved rundspørge og ud fra historisk data.²⁴⁴ Ved rundspørgemetoden foretages der en rundspørge blandt finansielle analytikere og rådgivere hvor der spørges til deres skøn over risikopræmien, hvorefter gennemsnittet heraf anvendes som estimat for risikopræmien. En undersøgelse foretaget af PwC blandt de førende aktører på aktiemarkedet, herunder diverse investeringsbanker, rådgivere samt institutionelle investorer med en svarprocent på 81%, viser et skøn over risikopræmien på 4,9%.²⁴⁵ Imens viser den historiske tilgang over

²³⁷ J Sainsbury PLC årsrapport 2013, side 3

²³⁸ Bilag 13 (Beta er baseret på data fra perioden 2012 – 2014. Der er tale om en regressionsmodel, hvor der er brugt UKX indekset (FTSE 100 indekset) til at måle op imod).

²³⁹ Prisfastsættelsen på aktiemarkedet, side 4 (den ugearede beta repræsenterer et 100% egenkapitals finansieret selskab)

²⁴⁰ Prisfastsættelsen på aktiemarkedet, side 4

²⁴¹ Ugearet beta = $(\beta_E / (1 + (1 - t) * (D/E))) = (0,884 / (1 + (1 - 0,22) * (0,2074 / 0,7926))) = 0,734$, jf. Corporate Finance, side 465

²⁴² Gearet beta = $(1 + (1 - t) * (D/E)) * \beta_U = (1 + (1 - 0,22) * (0,30 / 0,70)) * 0,734 = 0,979$, jf. Corporate Finance, side 465

²⁴³ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html, 17. september 2014, kl. 12.56

²⁴⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 44 – 45

²⁴⁵ Prisfastsættelsen på aktiemarkedet, side 2

risikopræmien i perioden 1925 – 1997 på det danske marked et estimat på 3%²⁴⁶, hvilket kan diskuteres om er retvisende for fremtiden henset til, at seneste tal i undersøgelsen er 17 år gammelt. Nationalbanken har også estimeret en historiske risikopræmie for Danmark, dog i perioden 1970 – 2002, som lyder på 5,2%.²⁴⁷ På baggrund af disse undersøgelser vurderes en risikopræmie på 5% at være rimelig.

5.3.4 Den estimerede egenkapitalsomkostning (r_e)

På baggrund af ovenstående estimer og proxy beregnes r_e via ligning 4 til at være 8,58%.

5.4 Fremmedkapitalsomkostning

Udover egenkapitalsomkostningen skal fremmedkapitalsomkostningen også estimeres for at kunne beregne den vægtede kapitalomkostning til brug ved værdiansættelsen.

Fremmedkapitalsomkostningen beregnes ved følgende ligning:

Ligning 5: Beregning af de finansielle forpligtigelsers afkastkrav

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

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 48

Den risikofrie rente og selskabsskatteprocenten blev estimeret tidligere i afhandlingen til hhv. 3,7% og 22%. Ved selskabsskatteprocenten ses der bort fra nedsættelsen i perioden 2014 – 2016 hvorved der antages, at selskabsskatten er på 22% i hele perioden. Forskellen vil betyde en mindre overvurdering af r_g , se nedenfor i note 249 for differencen i r_g .

Det mangles derfor kun at estimere det selskabsspecifikke risikotillæg. Risikotillægget kan varieres fra selskab til selskab og over tid, idet det afhænger af långivers opfattelse af selskabets risikoprofil. Desto højere risiko desto højere tillæg. Långiver benytter sig ofte af kreditratings til at beregne tillægget. Det er dog ikke alle selskaber, som har offentliggjorte ratings og derfor kan risikotillægget i stedet beregnes ved, på baggrund af selskabets seneste låntagning, at skønne størrelsen på risikotillægget.²⁴⁸ Under afsnit 3.3.1 *Rentabilitetsanalyse* blev den gennemsnitlige lånerente i procent beregnet for hvert år, svarende til en gennemsnitlig lånerente i analyseperioden på 4,83%. Dette vurderes rimeligt som estimat for risikotillægget. Det skal dog noteres, at variansen omkring risikotillægget er større ved Coop end ved DS (hhv. 2,3% og 0,8%) hvilket vidner om, at Coops risikotillæg er mere svingende end DS og indikerer, at der er en større risiko forbundet med Coop end DS.

²⁴⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 44 og (Parum 2001)

²⁴⁷ Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt, 1.kvartal 2003, side 80

²⁴⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 48

5.4.1 Den estimerede fremmedkapitalsomkostning (r_g)

På baggrund af ovenstående estimater beregnes r_g via ligning 5 til at være 6,65%.²⁴⁹

5.5 Illikviditet

Den manglende omsættelighed givet, at Coop er unoteret, rejser spørgsmål om der bør indregnes en likviditetsrabat ved værdiansættelsen, hvilket også understøttes af forskellige studier.²⁵⁰ Der er forskellige måder at gribe indregningen af dette an på. På baggrund af en række amerikanske studier er likviditetsrabatten for manglende omsættelighed estimeret til at ligge imellem 24% - 44%, som bør frastrækkes aktivets værdi.²⁵¹ Andre studier anbefaler, at illikviditet bør fanges i kapitalomkostningen. På baggrund af denne filosofi har samme studier estimeret en risikopræmie for illikviditet på mellem 1,1% - 3,25%.²⁵² En anden og nyere undersøgelse, foretaget af førende undervisere inden for området via en rundspørge blandt diverse Private Equity investorer og finansielle rådgivere, beregnes en gennemsnitlig likviditetsrabat på 31,3% samt en gennemsnit risikopræmie for illikviditet på 2,8%.²⁵³ Dog påpeges der også i rundspørgeundersøgelsen, at estimeringen af likviditetsrabatten er behæftet med stor usikkerhed og ofte er baseret på gæt frem for kvalificerede analyser.²⁵⁴ Henset til dette samt vurdering (foretaget af Senior Consultant i værdiansættelsesafdelingen i PwC, Philip Krogh-Jacobsen) om, at 31,3% er for høj en rabat for et stort dansk selskab som fx DS vurderes det, at rabatten for Coop bør være mindre end de 31,3%. I samme vurdering angives en likviditetsrabat på 10% for DS at være rimelig henset til størrelse og markedsandel.²⁵⁵ Taget Coops noget dårligere økonomiske resultater, men også deres markedsandel og markedsstrukturen i betragtning, vurderes en likviditetsrabat på 20% derfor at være rimelig. Denne antagelse er drøftet med Martin John Connie, Ass. Director i Deloitte, ansvarlig for Deloitte's værdiansættelsesteam i København, som ikke er afvisende overfor en likviditetsrabat på omkring 20% i Coops tilfælde. De 20% vil derfor blive anvendt og fratrukket den estimerede værdi af selskabet under afsnit 5.7 *Værdiansættelse*.

5.6 Beregning af den vægtede kapitalomkostning (r_{wacc})

På baggrund af ligning 3 ovenfor kan den vægtede kapitalomkostning nu beregnes til:

$$r_{wacc} = 70\% \times 8,58\% + 30\% \times 6,65\% = 8,00\%$$

²⁴⁹ Var selskabsskatteprocenten sat til 25% i beregningen var r_g blevet 4,46%

²⁵⁰ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, side 157 og 168

²⁵¹ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, side 167

²⁵² Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, side 167

²⁵³ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, side 168

²⁵⁴ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, side 169

²⁵⁵ DS årsrapport 2009 – 2013

De beregnede vægtede kapitalomkostninger synes en smule høj, idet r_{wacc} for dagligvarehandelsbranchen (Retail, Grocery & Food) i Europa lyder på 6,33%, jf. databasen Aswath Damodaran.²⁵⁶ Dog skal der tages højde for, at Coop ikke har klaret sig så godt de senere år hvorved den estimerede r_g kan være en smule højere, henset til estimeringen af det selskabsspecifikke risikotillæg. Derudover inkluderer branche gennemsnittet for hele Europa selskaber, der måske har klaret sig bedre end Coop. Ved værdiansættelsen af Coop vil der blive brugt de 8,00% som diskonteringsrente, idet denne størrelse afspejler selskabet og dets nuværende situation. En højere diskonteringsrente betyder dog, alt andet lige, en lavere værdi af selskabet. Men idet Coop er i økonomisk uvejrlig og har været det et stykke tid vil en lavere værdi, afspejlet via et højere risikotillæg, vurderes at være retvisende på nuværende tidspunkt.

5.7 Værdiansættelse

Tabel 12: Værdiansættelse af Coop Danmark A/S

(DKK mio.)	Budgetperiode					Terminalår
RIDO Modellen	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsoverskud	350	711	724	1.478	1.894	2.744
Netto driftsaktiver, primo	11.074	11.727	11.437	11.168	10.596	10.570
RIDO	-536	-227	-190	585	1.046	1.898
PV RIDO	-496	-195	-151	430	712	1.196
PV budgetperiode	300					
PV Terminalværdi	28.709					
Enterprise Value	40.082					
NFO	8.823					
Værdi af egenkapital	31.260					
Minoritetsinteresser	42					
Værdi af ordinær egenkapital	31.218					

Kilde: Egen tilvirkning

Med udgangspunkt i ovenstående budgettering og estimering af r_{wacc} er værdien af Coop beregnet til DKK 40.082m, hvoraf de DKK 31.218m er værdien af den ordinære egenkapitalen. Herfra skal der fratrækkes en likviditetsrabat på 20%, hvilket bringer værdien af den ordinære egenkapital ned på DKK 24.974m.

5.7.2 Sammenligning med DS

Sammenlignes ovenstående værdi med handelsværdien af DS på DKK 41.000m²⁵⁷, ligger værdien af Coop væsentlig under. Forskellen skal findes i de antagelser, der er taget under værdiansættelsen, herunder likviditetsrabattens størrelse, diskonteringsrenten, som er ca. 1,5% højere på Coop end branchens, og budgetteringen af driften – hvilket alt sammen skal ses i relation til de resultater som Coop har præsteret de senere år samt den strategiske analyse. For en køber, som har evnerne og

²⁵⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html, 17. september 2014, kl. 12.56

²⁵⁷ Mærsk sælger DS til Salling

ressourcerne til at optimere forretningen, ville den beregnede værdi være en god købspris for selskabet. For en investor ville en investering i Coop skulle ses som en langsigtet investering, hvis man ville have noget ud af sin investeret kapital.

5.7.2 Følsomhedsanalyse

Ved værdiansættelser er test af følsomhed over for ændringer i forskellige variable, som er anvendt ved værdiansættelsen, vigtig for at finde ud af hvor meget den estimerede værdi af egenkapitalen svinger med ved ændringerne – og dermed hvor følsom (modsatvis valid) den estimerede værdi reelt er. Følsomhedsanalysen er vigtig fordi der undervejs i værdiansættelsen er foretaget en del subjektive valg ved estimering af forskellige variable. Ovenstående værdiansættelse bygger bl.a. på en budgetteret salgsvækst, som forudsætter, at Coop vender sine resultater på sigt, hvilket ikke nødvendigvis sker. Derfor testes der for ændringer i salgsvæksten i budgetperioden, for at undersøge udsvingene i den estimerede ordinære egenkapital. Der testes ikke på de andre variable, da disse er antaget at ville vokse med enten samme størrelse som salgsvæksten, eller er stort set uændrede over analyseperioden.

Tabel 13: Følsomhed over for ændringer i salgsvækstraten

Salgsvæksten i budgetperioden (beløb i mio.)

Ændring i salgsvækstraten	1,50%	1,00%	0,50%	0,00%	-0,50%	-1,00%	-1,50%
Ændring i ordinær egenkapital	33.475	32.708	31.956	31.218	30.495	29.786	29.091
Ændring i procent	6,74%	4,56%	2,31%	0,00%	-2,37%	-4,81%	-7,31%

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses, at den beregnede egenkapitalsværdi ikke er særlig følsom over for ændringer i salgsvækstraten hvilket taler for, at den estimerede værdi er valid.

Derudover testes følsomheden over for ændringer i diskonteringsrenten, idet denne har stor indvirkning på den endelige værdi.

Tabel 14: Følsomhed over for ændringer i diskonteringsrenten

Diskonteringsrenten (beløb i mio.)

Ændring i diskonteringsrenten	1,50%	1,00%	0,50%	0,00%	-0,50%	-1,00%	-1,50%
Ændring i ordinær egenkapital	20.243	23.230	26.821	31.218	36.724	43.812	53.277
Ændring i procent	-54,22%	-34,39%	-16,39%	0,00%	14,99%	28,75%	41,40%

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses, at de beregnede egenkapitalsværdier er meget følsom over for ændringer i diskonteringsrenten. Det er derfor vigtigt, at de estimerede værdier til beregningen af diskonteringsrenten er så underbyggede og begrundede som muligt, idet selv en lille ændring kan have stor indvirkning på den endelige værdi.

5.8 Delkonklusion

Ved anvendelse af RIDO-modellen, er de budgetterede pengestrømme for Coop for en 5-årig budgetperiode samt for terminalperioden, blevet tilbagediskonteret med r_{wacc} som diskonteringsrente. Diskonteringsrenten er fastsat til 8,00% på baggrund af grundig analyse af de enkelte elementer samt drøftelse med ekspert på området. Denne diskonteringsrente har sammen med proforma-opgørelserne resulteret i en værdi af den ordinære egenkapital på DKK 31.218m. Fratrukket likviditetsrabat på 20%, lyder værdien af den ordinære egenkapital på DKK 24.974m., hvilket er væsentlig under handelsværdien af DS som lød på DKK 41.000m.

Efterfølgende følsomhedsanalyse har vist, at værdien af den ordinære egenkapital er følsom overfor ændringer i diskonteringsrenten – dog ikke særlig følsom overfor ændringer i den budgetteret salgsvækst – og derfor er værdiansættelsen forbundet med en vis grad af usikkerhed.

6.0 Kreditvurdering af Coop Danmark A/S

Kreditvurderingen adskiller sig fra værdiansættelsen idet selskabet ansues fra en anden vinkel. Som tidligere nævnt ser kreditor anderledes på et selskab end investor, idet kreditor er mere interesseret i worst-case scenario. Kreditor ønsker at vide sandsynligheden for, at selskabet ikke kan betale sin gæld tilbage samt hvor stort tabet herved er. Når en kreditor skal vurdere om han ønsker at låne en debitor penge, skal der bl.a. foretages en vurdering af debtors kreditværdighed.

Kreditværdighed (fx ved en bank som kreditor) baseres på en ekstern såvel som intern rating. Den eksterne rating foretages af en af de større rating bureauer såsom Moody's, Standard & Poor's eller Fitch. Den interne rating, som oftest er baseret på samme fremgangsmåde som de store rating bureauer anvender, foretages på baggrund af bl.a. selskabets regnskaber (eksterne som interne) samt anden information. Bankens interne ratings er fortrolige idet de kan indeholde fortrolige oplysninger om selskabet. Ratingen af debitor anvendes ved den samlede kreditvurdering, for at afgøre om og hvordan en evt. långivning skal foregå.

På denne baggrund vil der nedenfor blive foretaget en rating af Coop, baseret på Moody's rating håndbog for rating af selskaber indenfor detailbranchen.²⁵⁸ Ratingen er efterfølgende drøftet med Marjun Egholm, rating officer i Danske Bank, for at verificere resultaterne og niveauet.

Herefter vil en samlet kreditvurdering af Coop blive foretaget, for at belyse selskabets økonomiske situation set fra en kreditors vinkel.

6.1 Rating af Coop Danmark A/S

En rating baserer sig både på kvantitative som kvalitative data. Moody's rating fokuserer på 4 områder indenfor detailbranchen, herunder Business and Cash Flow Volatility, Market Presence, Execution Ability og Financial Ratios, der hver vægtes med en forudbestemt størrelse. De fire områder deles ydermere op i flere underområder. Alle underområderne får estimeret en rating på baggrund af en analyse af det enkelte område, hvorefter den endelige rating for selskabet fremkommer ved, at vægte de enkelte områders ratings med den førnævnte forudbestemte faktor.²⁵⁹ Det skal nævnes, at en rating opdateres relativt ofte og mindst en gang årligt men også, at den baserer sig på historiske resultater – dog ofte kombineret med forventninger til fremtiden. Derfor står en beregnet rating ikke alene i en kreditvurdering, men skal også vurderes ud fra andre faktorer såsom erfaring med kunden og branchen, sammenlignelige selskabers rating, sikkerheder m.m. Til beregningerne er anvendt seneste års regnskabstal for Coop for at ratingen skal være så opdateret som mulig. Tallene til beregningerne er fra 2013 regnskabet såvel som fra de reformulerede opgørelser, jf. bilag 9.

²⁵⁸ Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry

²⁵⁹ Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry, side 1 – 8

Business and Cash Flow Volatility (10%)²⁶⁰

Denne kategori vurderer forretningsrisikoen og er vigtig i denne branchen grundet de store faste omkostninger og konkurrencen på markedet, som påvirker størrelsen på resultatet.

Kategorien vurderes ud fra hvor cyklisk selskabet er, men også hvordan selskabet performer ift. andre selskaber i branchen, og produktporteføljen.

Som analyseret under *2.0 Strategisk analyse af COOP Danmark A/S* er Coop (detailleret, som er fokus i afhandlingen) ikke voldsomt påvirket af konjunkturudsving, idet produkterne er nødvendighedsvarer for kunderne. Samtidig tilbyder Coop forskellige prisniveauer og forskellige Private Labels således, at kunderne selv kan skifte imellem varer og priser. Coop er også repræsenteret via forskellige butikstyper over hele landet, hvilket også påvirker deres store og førende markedsandel positivt alt andet lige – dog præsterer Fakta ikke særlig godt, hvilket trækker ned idet discountmarkedet er voksende. Konkurrencen er hård på markedet givet markedsstrukturen, men Coop står umiddelbart solidt og førende på nuværende tidspunkt.²⁶¹ Sammenholdes dette med Moody's ratings for denne kategori, lander Coop på en A rating.²⁶²

Market Presence (25%)²⁶³

Denne kategori hører også under forretningsrisikoen og fortæller noget om hvor robust selskabet er givet markedet, som det befinder sig på. Kategorien er opdelt i 3 undergrupper med forskellige vægte, hhv. Scale (10%), Market Concentration and Presence (10%) samt Geographical Presence (5%). Scale vurderes via størrelsen på omsætningen. Idet Moody's rating håndbog anvender en anden valuta (USD) skal omsætningen for Coop omregnes. Ved anvendelse af Nationalbankens valutakurs pr. 10. oktober 2014 på 589²⁶⁴ for USD bliver Coops omsætning for 2013 på USD 6.740 mio.²⁶⁵ Sammenholdes dette med Moody's ratings herfor, får Coop en Caa rating.²⁶⁶ Denne rating skal dog ses i relation til, at Moody's håndbog er for den globale industri, og Coop alt andet lige er mindre end de store internationale selskaber.

Market Concentration blev analyseret under *2.0 Strategisk analyse af COOP Danmark A/S* hvor det blev vurderet, at koncentrationen var høj og, at vi havde med et oligopol at gøre. Coop tilbyder som tidligere nævnt en relativ bred vifte af produkter indenfor både food og non-food segmentet, hvilket ses som en styrke hos Moody's. Ud fra Moody's rating håndbog vurderes denne kategori derfor at give Coop en A rating.

²⁶⁰ Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry, side 9 – 11

²⁶¹ Dansk Dagligvarehandel 10 års prognose 2023, side 73

²⁶² Bilag 16

²⁶³ Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry, side 12 – 16

²⁶⁴ <http://www.nationalbanken.dk/da/statistik/valutakurs>, 10. oktober 2014, kl.11.58

²⁶⁵ CD årsrapport 2013, side 30

²⁶⁶ Bilag 16

Geographical er Coop som tidligere nævnt beliggende i Danmark, herunder ses der bort fra grænsebutikkerne ved Tyskland, hvilket tæller lidt ned i ratingen idet Moody's gerne ser geografisk diversifikation. Selskabets butikker er dog spredt ud over landet, hvilket er en positiv faktor i Moody's rating håndbog. Sammenholdes dette med håndbogen, får Coop en Baa rating på dette punkt.

Execution Ability (15%)²⁶⁷

Denne kategori vedrører selskabets evne til at opretholde den rette mængde varer, rette kvalitet og rette pris på det rigtige tidspunkt ift. hvad kunderne ønsker – og hører derved også under den forretningsmæssige risiko. Denne kategori er vigtig fordi hvis selskabet fejler på dette område, kan det få alvorlige konsekvenser for den fremtidige drift og derved på kreditværdigheden. Kategorien er opdelt i 2 undergrupper hhv. Quality of Execution (10%) samt Efficiency (5%).

Quality of Execution kan være svær at vurdere, da en del faktorer skal tages i betragtning, og ikke alle faktorer er mulige at få viden om. Faktorer, såsom forholdet til leverandørerne og kunderne, evnen til at sætte priser og sammensætte produktmix samt hvor godt selskabets Supply Chain fungerer bl.a. sammenlignet med andre sammenlignelige selskaber, spiller ind. Det har ikke været muligt at få information om Coops Supply Chain, og derfor må vurderingen tage udgangspunkt i de andre punkter. Som analyseret i afsnit 2.3.1 *Porters Five Forces analyse*, står selskabet stærkt ift. sine leverandører. Der er derved mulighed for at sætte lave priser og skaffe store partier hjem. Derimod står kunderne stærkt ift. selskabet, idet der stort set ingen offeromkostninger er ved at skifte, og kundernes loyalitet er tæt på ikke-eksisterende. Sammenholdes dette med Moody's ratings for dette område får Coop en Baa rating.

Efficiency dækker over selskabets evne til at forrente den investerede kapital. Ifølge håndbogen skal dette beregnes ved: $EBIT/Average\ Book\ Capitalization\ (net\ cash)$. For Coop lyder denne på 0,36%.²⁶⁸ Sammenholdes dette med Moody's rating håndbog får Coop en Ca rating herfor.

Financial Ratios (50%)²⁶⁹

Denne kategori vurderer den finansielle risiko ved selskabet. Kategorien er opdelt i 3 undergrupper hhv. Debt/EBITDA (15%), Retained CF/Net Debt (15%) og EBITA/interest expense (20%).

Nedenstående beregninger vil blive foretaget på baggrund af de reformulerede opgørelser samt det offentliggjorte regnskab for 2013, jf. bilag 16.

Debt/EBITDA fortæller hvor meget selskabet har lånt ift. dens indtjening. Desto højere multiple desto længere tid vil det tage at tilbagebetale gælden. For Coop lyder nøgletallet på 10,01x, hvilket er relativt højt og resulterer i en Ca rating.²⁷⁰

²⁶⁷ Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry, side 17 – 19

²⁶⁸ $85 / ((17.127-1.084)+(16.267-1.548)/2) = 0,36\%$, balancetallet er justeret for operationel leasing.

²⁶⁹ Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry, side 20 – 22

²⁷⁰ $(7.278+5.730+4+1.637)/1.464 = 10,01$

Retained CF/Net Debt fortæller hvor hurtigt gælden kan betales af med Cash Flow fra driften efter udbytte er betalt. Retained CF er i håndbogen defineret som Cash Flow fra driften før ændring i arbejdskapital og minus udbytte.²⁷¹ Nøgletallet for Coop lyder på 10,31%²⁷², hvilket svarer til en rating på B iflg. Moody's rating håndbog.

EBITA/interest expense fortæller derimod hvordan debtors evne er til at dække omkostningerne ved at låne penge. For Coop er denne multiple beregnet til 4,15²⁷³, hvilket svarer til en rating på Baa.

Samlet vægtet rating for Coop Danmark A/S

På baggrund af ovenstående vurderede ratings for hvert enkelt underområde jf. Moody's rating håndbog, vægtes disse nu med de forudbestemte vægte, hvorved den endelige rating for Coop kan beregnes.²⁷⁴

Figur 6: Konvertering af ratings

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca
Weighting	1	3	6	9	12	15	18	20

Kilde: Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry, side 7

$$\begin{aligned} \text{Ratingsamlet} = & (A)6 \times 10\% + (Caa)18 \times 10\% + (A)6 \times 10\% + (Baa)9 \times 5\% + (Baa)9 \times 10\% \\ & + (Ca)20 \times 5\% + (Ca)20 \times 15\% + (B)15 \times 15\% + (Baa)9 \times 20\% = 12,4 \end{aligned}$$

Den samlet rating konverteres nu om igen, og Coop får en samlet rating på Ba.²⁷⁵ Denne rating skal dog ses i relation til, at de kvalitative estimeringer, som tæller 50%, har et vist element af subjektivitet i sig samt, at Moody's rating håndbog er på globalt niveau, hvorved Coop sammenlignes med mindre sammenlignelige selskaber – dog inden for samme branche. Ratingen er derved relativ, som tidligere nævnt. Det er dog værd at bemærke, at Coop scorer højere ratings på sin forretningsrisiko end på sin finansielle risiko.

6.2 Kreditvurdering af Coop Danmark A/S

Som ovenstående rating indikerer, så er Coops kreditværdighed på nuværende tidspunkt ikke den bedste. En Ba rating indikerer nemlig, at debtors finansielle resultater og nøgletal kan være svækkede og, at debitor sandsynligvis er økonomisk sårbar. Dette kan være et udslag af, at debtors strategi, ledelse eller konkurrencedygtighed har problemer – hvilket er tilfældet hos Coop, jf. afsnit 2.0

Strategisk analyse af COOP.

²⁷¹ $1.464 - 65 = 1.399$

²⁷² $1.399 / (7.278 + 7.598 - 227 - 1.084) = 10,31\%$

²⁷³ $(1.464 + 17) / 357 = 4,15$

²⁷⁴ Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry, side 7 – 8

²⁷⁵ Bilag 16

Sammenholdes ovenstående rating med den strategiske analyse og regnskabsanalysen, understreges det igen, at Coop bør være opmærksom på og gøre noget for at få rettet op på deres situation. EBIT-marginen er under 1% samtidig med, at den finansielle gearing er ret høj. Gælden bør dog pr. definition være relativ lav idet Coop, i de fleste tilfælde, først betaler sine leverandører når varerne (food) er solgt. Henset til dette bør likviditeten også forbedres ved stigende omsætning og vice versa. Dog er gælden hos Coop relativ høj, hvilket skal ses i relation til store poster i balancen vedr. materielle anlægsaktiver. Sammenholdes dette med de forværrede resultater for de seneste år, bliver soliditeten negativt påvirket, og er som tidligere nævnt sandsynligvis lavere på nuværende tidspunkt end branchens. En lav soliditet kan dog være acceptable, så længe der er et fornuftigt Cash Flow. Men henset til forværret resultater, stort set uændret arbejdskapital og væsentlige investeringer, er dette dog tvivlsomt.

Afhængig af forholdet mellem kreditor og debitor, kunne kreditor enten vælge at forsøge at nedbringe sit engagement med debitor og derved sin egen risiko, eller forsøge at hjælpe debitor ud af den sårbare situation om muligt. Hjælpen ville være økonomisk og givet med baggrund i, at kreditor tror på debtors forretning og konkurrenceevne på sigt.

Som kreditor vil man være ekstra opmærksom på at sikre sig, såfremt man valgte at låne til et sårbart selskab som Coop. Dette kunne fx gøres igennem Financial Covenants, som ses som et styringsværktøj ved committed faciliteter således, at kreditor enten kan komme ud af en aftale eller få debitor til forhandlingsbordet, såfremt disse bliver overtrådt. Kreditor kunne også sørge for at ranke minimum pari passu med andre långivere, så man i det mindste ikke står dårligere stillet i tilfælde af konkurs. Derudover kunne kreditor sørge for at få indskrevet i låneaftalen, at der skal være negative pledge evt. med et lille caveat – dvs. debitor ikke må pantsætte sine aktiver til anden side, i hvert fald ikke mere end til grænsen på caveatet således, at kreditor er sikret sit tilgodehavende via aktiverne. Kreditor kunne også vælge at sige, at han ikke ville låne debitor alle pengene men, at lånet skulle være syndikeret således, at flere banker gik sammen om det – afhænger dog som regel af størrelsen på lånet. På denne måde ville risikoen blive spredt ud på flere kreditorer.

Det er ovenfor antaget, at der er tale om et lån og, at der er et allerede eksisterende forhold mellem kreditor og debitor. Derfor ville selve lånet, dets løbetid, samt andre egenskaber ved lånet også skulle vurderes ift. risikoen herved, og ikke mindst skulle kreditors indtjening ved udlånet vurderes om det stod mål med risikoen. Havde Coop været en ny kunde, som ville låne penge med en Ba rating og tilknyttet usikre fremtidsudsigter, er det ikke sikkert, at en kreditor ville sige ja – specielt ikke i en tid hvor banker og andre kreditorer forsøger at forbedre deres indtjening, soliditet og risiko efter en hård finansiell krise, som har sat sine dybe spor på de finansielle markeder.

6.3 Delkonklusion

På baggrund af Moody's rating håndbog for rating af selskaber indenfor detailbranchen, er der foretaget en rating af Coop. Ratingen er efterfølgende drøftet med Marjun Egholm, rating officer i Danske Bank, for at verificere resultaterne og niveauet. Coop får på denne baggrund tildelt en Ba rating. Denne rating indikerer, at debtors finansielle resultater og nøgletal kan være svækkede og, at debitor sandsynligvis er økonomisk sårbar. Dette kan være et udslag af at debtors strategi, ledelse eller konkurrencedygtighed har problemer – hvilket er tilfældet hos Coop, jf. afsnit 2.0 *Strategisk analyse af COOP Danmark A/S*.

Kreditvurderingen tager udgangspunkt i hhv. et allerede eksisterende forhold mellem kreditor og debitor samt et ikke-eksisterende forhold (et nyt forhold). For et allerede eksisterende forhold, ville kreditor være ekstra påpasselig i forhold til en kunde med denne rating profil. Kreditor kunne enten forsøge at trække sig ud og mindske sit engagement med kunden, eller forsøge at hjælpe kunden – sidstnævnte ville afhænge af kreditors syn på kunden på langt sigt. Uagtet hvad ville kreditor sandsynligvis forsøge at mindske sin risiko ved enten at tage forbehold, eller angive betingelser i fremtidige aftaler. Foreligger der ikke allerede et forhold mellem kreditor og debitor, er det ikke sikkert at en kommende kreditor ville sige ja til at låne Coop penge, henset til ratingen samt Coops seneste resultater og derved usikre fremtidsudsigter.

7.0 Konklusion

Coops strategisk position er svækket trods, at de sidder på den største markedsandel på det danske detailmarked. Svækkelsen udspringer af dårlig branding af kæder og koncepter, forvirring omkring valg af konkurrencestrategi, mange ledelsesroinger, omkostningsfulde investeringer i butiksnettet, herunder Fakta som ikke klarer sig specielt godt på det voksende discountmarked samt kampe med troløse kunder hvis offeromkostninger er minimale. Derudover lider Coop fortsat under ændringen i lukkeloven. Den hårde konkurrence på markedet kombineret med begrænset vækst hjælper heller ikke på Coops økonomiske situation. Ændringer til planloven vil heller ikke gavne Coop, som ikke ønsker deltagelse på hypermarkedet. Til gengæld tjener Coop penge på deres Private Label produkter, hvilket bl.a. medvirker til, at de står stærkt ift. deres leverandører. Den disponible indkomst er stigende og det samme er forbrugertillidsindikatoren, dog er husstandsforbruget stort set uændret. Alt andet lige betyder det, at bare fordi rådighedsbeløbet vokser, så vokser forbruget ikke nødvendigvis med. Konklusionen på den strategiske analyse er, at Coop på nuværende tidspunkt er gået lidt i stå. Får Coop strammet deres koncept og fokuseret på deres kernekompetencer, brandet deres forretninger rigtigt og skabt en form for bånd til deres kunder, vil de alt andet lige kunne komme styrket ud på den anden side, og på sigt få vendt deres resultat.

Nøgletallene afslører, at ROE er negativ i 2012 og 2013 hvilket betyder, at ejerne intet får ud af deres investering. FGEAR stiger og SPREAD bliver negativt dvs. man finansierer driftsaktiverne med mere og mere gæld samtidig med, at lånerenten på gælden overstiger afkastet på netto driftsaktiverne. Derudover viser dekomponeringen af ROIC, at både OG og AOH er faldet i analyseperioden. Sammenlignes Coop med DS på diverse rentabilitetsnøgletal, ligger Coop væsentligt dårligere på alle fronter. Derudover falder den lave EBITDA-marginen i analyseperioden, hvilket kombineret med faldende indtjening indikerer at selskabet ikke er særlig god til at tilpasse sine driftsomkostninger ift. indtjeningen. EBIT-marginen er næsten 0% i 2013 hvilket fortæller, at selskabet ikke er lønsomt. Imens er investeringer i arbejdskapitalen negative. Dette skyldes primært stigninger i debitor- og kreditortilgodehavender hvilket kunne tyde på, at selskabet har øget kundernes kredittid for at genere omsætning og samtidig øget kredittiden til kreditorerne for at holde på penge. Derudover stiger de materielle anlægsaktiver imens nettoomsætningen falder hvilket indikerer, at kapitaltilpasningen er forringet.

Den strategiske analyse af de ikke-finansielle værdidrivere samt udviklingen i de finansielle værdidrivere i analyseperioden, danner basis for udarbejdelse af proforma-opgørelser for de kommende 5 år. Budgetperioden er bestemt til 5 år hvorefter det er vurderet, at terminalperioden vil

indtræffe. Proforma-opgørelserne antager, at Coop fortsat vil have problemer i 2014. Det antages, at salgsvæksten langsomt vil vende sig, henset til implementering af differentieringsstrategien, branding af kæderne og loyalitet hos kunderne lykkes. Disse antagelser er væsentlig for værdiansættelsen, idet de påvirker den beregnede værdi af selskabet.

Ved anvendelse af RIDO-modellen er de budgetterede pengestrømme for Coop Danmark, for den 5årige budgetperiode samt for terminalperioden, blevet tilbagediskonteret med r_{wacc} som diskonteringsrente. Diskonteringsrenten er fastsat til 8,00%. Denne diskonteringsrente har sammen med proforma-opgørelserne resulteret i en værdi af den ordinære egenkapital på DKK 31.218m. Fratrullet likviditetsrabat på 20% lyder værdien af den ordinære egenkapital på DKK 24.974m., hvilket er væsentlig under handelsværdien af DS som lød på DKK 41.000m. Efterfølgende følsomhedsanalyse har vist, at værdien af den ordinære egenkapital er følsom overfor ændringer i diskonteringsrenten og derfor er værdiansættelsen forbundet med en hvis grad af usikkerhed.

På baggrund af Moody's rating håndbog for rating af selskaber indenfor detailbranchen, er der foretaget en rating af Coop. Coop får på denne baggrund tildelt en Ba rating. Denne rating indikerer, at debtors finansielle resultater og nøgletal kan være svækkede og, at debitor sandsynligvis er økonomisk sårbar. Dette kan være et udslag af, at debtors strategi, ledelse eller konkurrencedygtighed har problemer – hvilket er tilfældet hos Coop. Den efterfølgende kreditvurdering tager udgangspunkt i hhv. et allerede eksisterende forhold mellem kreditor og debitor samt et ikke-eksisterende forhold (et nyt forhold). For et allerede eksisterende forhold, ville kreditor være ekstra påpasselig i forhold til en kunde med denne rating profil. Kreditor ville sandsynligvis forsøge at mindske sin risiko ved enten at tage forbehold eller angive betingelser i fremtidige aftaler. Foreligger der ikke allerede et forhold mellem kreditor og debitor, er det ikke sikkert, at en kommende kreditor ville sige ja til at låne Coop penge, henset til ratingen samt Coops seneste resultater og usikkerheden omkring fremtiden.

8.0 Litteraturliste

Bøger:

Forfatter. *Titel* (udgave, opslag, udgivelses år). Forlag. ISBN nr. **Navn i fodnote.**

- Andersen, Ib. *Den skinbarlige virkelighed* (4.udgave, 2.opslag, 2009). Samfundslitteratur. ISBN: 978-87-593-1380-0. **Den skinbarlige virkelighed.**
- Andersen, Finn Rolighed m.fl. *International markedsføring* (3.udgave, 1.opslag, 2007). Trojka. ISBN: 978-87-92098-00-9. **International markedsføring.**
- Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter. *Corporate Finance* (2.udgave, global edition, 2011). Pearson. ISBN-13: 978-0-273-75603-3. **Corporate Finance.**
- Bryman, Alan. & Bell, Emma. *Business Research Methods* (2.udgave, 2007). Oxford University Press. ISBN: 978-0-19-928498-6. **Business Research Methods.**
- Jensen, Jesper Bo & Levinsen, Marianne. *2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden* (1.udgave, 1.opslag, 2008). Fremforsk. ISBN: 978-87-992793-0-2. **2020 Forbrugere, detailhandel og byer i fremtiden.**
- McConnell, Campbell R. m.fl. *Economics Principles, problems and policies* (18.udgave, 2009). McGrawHill. ISBN: 978-0-07-337569-4. **Economics.**
- Nørbjerg, Søren & Plenborg, Thomas. *Salgsmodning med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden* (2009). Foreningen af statsautoriserede revisorer. ISBN: 978-87-61-92554-1. **Salgsmodning.**
- Petersen, Christian V. & Plenborg, Thomas. *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*. 1.udgave, 2.opslag, 2007). Forlaget Thomson A/S. ISBN: 87-619-1242-5. **Regnskabsanalyse for beslutningstagere.**
- Pindyck, Robert & Rubinfeld, Daniel L. *Microeconomics* (7.udgave, 2009). Pearson. ISBN-13: 978-0-13-713335-2. **Microeconomics.**
- Retail Institute Scandinavia A/S. *Dansk Dagligvarehandel 10 års prognose 2023* (December 2013). Printxpress ApS. ISBN: 490001110799. **Dansk Dagligvarehandel 10 års prognose 2023**
- Retail Institute Scandinavia A/S. *Dansk Dagligvarehandel 10 års statistik 2003 – 2013* (December 2013). Printxpress ApS. ISBN: 490001110799. **Dansk Dagligvarehandel 10 års statistik 2003 – 2013**
- Sørensen, Allan & Sørensen, Flemming. *Retailing Professionel detailhandel i Danmark i international perspektiv* (2.revideret udgave, 2.opslag, 2013). Ludox 2013. ISBN-13: 978-8789310190. **Retailing.**
- Sørensen, Ole. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse En praktisk tilgang* (4.udgave, 1.opslag, 2012). Gjellerup/Gads Forlag. ISBN: 978-87-13-05034-5. **Regnskabsanalyse og værdiansættelse.**
- Vøxted, Søren. *Valg der skaber viden – om samfundsvidenskabelige metoder* (1.udgave, 2.opslag, 2008). Academica. ISBN-13: 978-87-7675-452-5. **Valg der skaber viden.**

Publikationer:

Link (dato for fund, klokkeslæt). Navn i fodnote (samme som titlen)

- http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Kvartaloversigt_2009_3_kvartal!opendocument (5. maj 2014, kl. 18.52). **Danmarks Nationalbank Kvartaloversigt, 3. Kvartal 2009.**
- http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Panama/Local%20Assets/Documents/PA_es_gpretailing2012.pdf (11. September 2014, kl. 13.44). **Delotte, Switching Channels: Global Powers of Retailing 2012**
- http://www.dst.dk/pukora/epub/Nyt/2014/NR351_1.pdf (31. Juli 2014, kl.9.44). **Fald i disponibel indkomst**
- <http://www.dst.dk/pukora/epub/Nyt/2014/NR392.pdf> (5. august 2014, kl. 13.13). **Positive forventninger i detailhandlen**
- http://www.elfaonline.org/cvweb_elfa/product_downloads/efeb07fw.pdf (17. september 2014, kl.22.43). **Capitalization of Operating Leases by Credit Rating Agencies**
- <http://www.evm.dk/~media/oem/pdf/2012/pressemeddelelser-2012/02-03-12-detailhandelsforums-anbefalinger/detailhandlen-i-danmark-endlich-rapport.ashx> (29. Juli 2014, kl.11.37). **Detailhandlen i Danmark – gode rammer for indkøb indenfor rimelig afstand**
- <http://www.evm.dk/arbejdsmraader/erhverv-og-regulering/detailhandel/liberalisering-af-lukkeloven> (26. juli 2014, kl.15.01). **Liberalisering af lukkeloven**
- <https://www.kfst.dk/~media/KFST/Publikationer/Dansk/2014/20140410%20Detailhandel/20140410%20Analyse%20Fremtidens%20detailhandel.pdf> (29. juli 2014, kl. 12.35). **Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse**
- <http://www.kfst.dk/~media/KFST/Publikationer/Dansk/2005/Konkurrenceredegoerelse%202005/Kapitel%20%20Udpegning%20af%20brancher%20med%20konkurrenceproblemer.pdf> (5. august 2014, kl.12.29). **Udpegning af brancher med konkurrenceproblemer**
- <https://www.moodys.com/researchandratings/research-type/methodology/rating-methodology/003006001000/4294966627/4294966848/0/0/-/0/-/-/-1/-/-/-/en/global/pdf/-/rra> (8. September 2014, kl. 12.12). **Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry**
- <http://www.pwc.dk/da/presse/meddelelser/detail-og-dagligvarehandlen-satser-paa-teknologien.jhtml> (1. august 2014, kl.19.32). **Detail og dagligvarehandlen satser på teknologien**
- <http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf> (11. september 2014, kl. 16.44). **Prisfastsættelsen på aktiemarkedet**
- <http://rauli.cbs.dk/index.php/log/article/viewFile/686/718> (30. juli 2014, kl. 13.22). **Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?**
- <http://www.skm.dk/skattetal/beregning/skatteberegning/skattereform-2009-foraarspakke-20-indfasning-af-satser-og-beloebsgraenser-2010-til-2019/> (31. juli 2014, kl.9.37). **Skattereform 2009**
- <http://ufm.dk/minister-og-ministerium/ministeren/taler/tidligere-minister-morten-ostergaards-taler/2012/sukker-fedt-og-fodevareerhvervet> (26. juli 2014, kl.17.04). **Sukker, fedt og fødevarerhvervet**

Artikler:

Link (dato for fund, klokkeslæt). Navn i fodnote (samme som titlen)

- <http://www.business.dk/debat/er-coop-formanden-den-rette-paa-slaegtsgaarden> (7. juli 2014, kl.7.58). **Er Coop-formanden den rette på slægtsgården?**
- <http://www.business.dk/detailhandel/coop-fremlaegger-daarligste-regnskab-i-9-aar> (8. juli 2014, kl.10.32). **Coop fremlægger dårligste regnskab i 9 år**
- <http://www.business.dk/detailhandel/brugsbevaegelsen-og-de-troloese-kunder> (10. juli 2014, kl.14.33). **Brugsbevægelsen og de troløse kunder**
- <http://www.business.dk/detailhandel/maersk-saelger-dansk-supermarked-til-salling> (18. august 2014, kl.17.06). **Mærsk sælger DS til Salling**
- <http://www.business.dk/detailhandel/coop-bremser-op-i-tyskland> (8. juli 2014, kl.13.32). **Coop bremser op i Tyskland**
- <http://www.business.dk/detailhandel/afgifter-sender-butikker-i-doeden> (26. juli 2014, kl.11.28). **Afgifter sender butikker i døden**
- <http://www.business.dk/detailhandel/de-stoerste-butikker-skal-ind-i-centrum> (26. juli 2014, kl.19.03). **De største butikker skal ind i centrum**
- <http://www.business.dk/detailhandel/bilkas-netsalg-skal-sekstendobles-paa-fire-aar> (1. august 2014, kl.18.51). **Bilkas netsalg skal sekstendobles på fire år**
- <http://www.business.dk/diverse/coops-krig-mod-kelloggs> (2. august 2014, kl.15.01). **Coops krig mod kelloggs**
- <http://www.business.dk/diverse/kelloggs-bukker-under-for-coop> (2. august 2014, kl.15.04). **Kelloggs bukker under for Coop**
- <http://www.business.dk/detailhandel/brugsbevaegelsen-og-de-troloese-kunder> (2. august 2014, kl.15.44). **Brugsbevægelsen og de troløse kunder**
- <http://www.business.dk/detailhandel/eksperter-saar-tvivl-om-coops-nye-strategi> (4. august 2014, kl.15.28). **Eksperter sår tvivl om Coops strategi**
- <http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/239699/stor-fyringsrunde-i-coop.html> (28. september 2014, kl.17.47). **Stor fyringsrunde i Coop**
- <http://dansksupermarked.dk/presse/nyheder/?id=8fdd4f9312a6b438> (3. august 2014, kl.15.36). **DS leverer sædeles stærkt 2013-regnskab**
- <http://dansksupermarked.dk/forbruger/vores-egne-maerker/> (3. august 2014, kl.15.55). **Vores egne mærker**
- <http://www.danskerhverv.dk/Nyheder/Sider/Kort-Nyt-2012-Ny-omsaetningsgraense-i-lukkeloven-for-smaa-dagligvarebutikker.aspx> (26. juli 2014, kl.15.21). **Ny omsætningsgrænse i lukkeloven**
- <http://detailfolk.dk/detailnyheder/selvbetjeningskasser-har-ikke-kostet-medarbejdere.html> (1. august 2014, kl.19.15). **Selvbetjeningskasser har ikke kostet medarbejdere**
- <http://detailfolk.dk/detailnyheder/netto-driver-vaeksten-i-dansk-supermarked.html> (4. august 2014, kl.15.18). **Netto driver væksten i DS**
- http://www.dhblad.dk/arkiv/2010/40/DH40_04.pdf (6. august 2014, kl.9.26). **Discount er kun for de kapitalstærke**
- <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-24763295:coop-banker-konkurrenterne.html> (26. juli 2014, kl.12.05). **Coop banker konkurrenterne**
- <http://fodevarewatch.dk/Fodevarer/article6589019.ece> (26. juli 2014, kl.19.25). **Coop afviser kategorisk hypermarkeder**

- <http://fodevarewatch.dk/Fodevarer/article6586972.ece> (26. juli 2014, kl.19.44). **DS bakker op om hypermarkeder**
- <http://fodevarewatch.dk/Fodevarer/article6792419.ece> (1. August 2014, kl.18.59). **Aarstiderne når økonomiske højdepunkt**
- <http://meremobil.dk/2014/02/mobileplay-aabner-for-mobilbetaling-i-butikker/> (1. august 2014, kl.19.21). **Mobileplay åbner for mobilbetaling i butikker**
- http://www.nemlig.com/media/2495945/270812_konkurrencen_p_dagligvaremarkedet_flytter_ind_om_s_ndagen.pdf (1. August 2014, kl.18.57). **Konkurrencen på dagligvaremarkedet flytter ind om søndagen**
- <http://politiken.dk/oekonomi/privatoekonomi/ECE1861943/sukkerafgiften-er-ikke-forsvundet---tvaertimod/> (26. juli 2014, kl.17.15). **Sukkerafgiften er ikke forsvundet**
- <http://politiken.dk/forbrugogliv/forbrug/indkoeb/ECE2263852/graensehandlen-med-oel-og-sodavand-dykkede-sidste-aar/> (26. juli 2014, kl.17.41). **Grænsehandlen med øl og sodavand dykkede sidste år**
- <http://politiken.dk/forbrugogliv/ECE1565389/irma-lukker-alle-butikker-i-jylland-og-paa-fyn/> (1. august 2014, kl.18.48). **Irma lukker alle butikker i Jylland og på Fyn**
- <http://politiken.dk/indland/politik/ECE1906888/tv-2-regeringen-saenker-selskabsskatten/> (28. september 2014, kl.11.59). **Regeringen sænker selskabsskatten**
- http://www.retailnews.dk/article/view/77229/graensehandel_med_fodevarer_skaber_uenighed#.U9PQOFz4F8A (26. juli 2014, kl.18.00). **Grænsehandel med fødevarer skaber uenighed**
- <http://studerende.au.dk/studier/fagportaler/import/tilstuderende/karrierecenter/moedvorespartnervirksomheder/virksomhedsprofiler/dansksupermarked/> (3. august 2014, kl.11.59). **DS**

Regnskaber:

Selskab, årstal. **Navn i fodnoten.**

- Coop Danmark A/S, 2013. **CD årsrapport 2013**
- Coop Danmark A/S, 2012. **CD årsrapport 2012**
- Coop Danmark A/S, 2011. **CD årsrapport 2011**
- Coop Danmark A/S, 2010. **CD årsrapport 2010**
- Coop Danmark A/S, 2009. **CD årsrapport 2009**
- Dansk Supermarked A/S, 2009 – 2013. **DS årsrapport 2009 – 2013**
- J Sainsbury PLC, 2013. **J Sainsbury PLC årsrapport 2013**

Love, bekendtgørelser, vejledninger m.m.:

Navn (**Navn i fodnoten**).

- Lov om detailsalg fra butikker m.v., lov nr. 606 af 24. juni 2005 med senere ændringer

Databaser:

Hjemmesiden. (**linket findes i fodnoten inkl. dato og klokkeslæt**).

- Bloomberg
- Aswath Damodarans (S&P Capital IQ)

9.0 Bilagsoversigt

Bilag 1: Historien bag Coop Amba og virksomhedsstrukturen

Bilag 2: 5 års oversigt af Coop Danmark inkl. brugsforeningerne

Bilag 3: Udvikling i forbrugerprisindekset ift. fødevarer

Bilag 4: Forbrugertillidsindikator

Bilag 5: Befolkningsudviklingen

**Bilag 6: 10 års prognose og statistik for detailhandlen i Danmark sam nuværende
markedsandelsoversigt**

Bilag 7: Overskudsgrader i dagligvarehandlen

Bilag 8: HHI er beregnet via CR4

Bilag 9: Reformulerede opgørelser til analysebrug samt rådata

Bilag 10: Nøgletalsformler

Bilag 11: År-til-år ændring i procent

Bilag 12: Tværsnitsanalyse af Coop Danmark A/S og DS

Bilag 13: Bloomberg's beta for J. Sainsbury PLC

Bilag 14: Oversigt over kapitalstrukturen i detailbranchen for Europa

Bilag 15: Kapitalstruktur for sammenlignelige selskaber

Bilag 16: Moody's ratingsoversigt

Bilag 1: Historien bag Coop Amba og virksomhedsstrukturen

Ideen omkring en andelsforening stammer tilbage fra 1844 i England. Det var oprindeligt væverne i Rochdale nord for Manchester, som i 1844 fik ideen til at slutte sig sammen i en forening for at købe vare til fordelagtige priser og herunder at varetage forbrugernes interesser. Vedtægterne som væverne kom frem til dengang, er stadig fundamentet i brugsforeningsbevægelsen i dag.²⁷⁶ FDB, nuværende Coop Amba, blev til da Severin Jørgensen, FDB's første formand, blev grebet af andelstanken og efter arbejde som uddeler både på Falster og i Kolding, blev meget aktiv for et samarbejde mellem brugsforeningerne. Da Fællesforeningen for Danmarks Brugsforeninger på Sjælland blev til i 1884, var hans støtte der med det samme. Severin Jørgensen tog, blandt flere, initiativ til Fællesforeningen af Jyske Brugsforeninger. De to fællesforeninger blev slået sammen i 1896, og Severin Jørgensen blev formand herfor og sad frem til 1914.²⁷⁷ FDB startede egne fabrikker for bl.a. kafferistning, chokolade, tobak, reb, sæbe, kemiske/tekniske artikler m.m. i 1897. *"En lang række klassiske mærker blev lanceret, hvoraf enkelte stadig findes f.eks. Cirkel kaffe. Grundene var mange f.eks. uafhængighed, bedre kvalitet, sikre leverancer, lavere priser"*.²⁷⁸ I 1918 blev et nordisk samarbejde etableret, som senere blev en integreret del af Coop Norden AB.²⁷⁹ Coops ansvarlighed kom allerede til udtryk tilbage i 1932, da dyrevelfærd blev en del af forretningspolitikken.²⁸⁰ Coops ansvar blev udvidet i 1976 med FDB's lancering af madpyramiden på baggrund af kostvejledninger fra Husholdningsrådet og Levnedsmiddelinstitutet – allerede her blev der sat fokus på en sundere livsstil, som fortsat i dag er et stort fokus for Coop.²⁸¹ I 1982 blev Irma kæden tilkøbt og i 1987 blev Fakta købt – herfra erhverves flere og flere kæder.²⁸² I 1991, 1992 og 1995 etableres hhv. Superbrugsen, Dagli' Brugsen og Lokal Brugsen. *"Den 1. januar 2002 blev Coop Norden dannet som et aktieselskab ejet i fællesskab af de tre foreninger FDB, Coop NKL og KF i Sverige. Hovedsædet var i Göteborg, hvor koncerndirektionen sad. Coop Norden var efter sammenlægningen den største nordiske dagligvarevirksomhed. Tanken med sammenlægningen var at spare omkostninger, få bedre indkøbspriser og større konkurrencekraft. Visionen for Coop Norden var, at det med tydelig forbrugerkooperativ identitet skulle være Nordens førende og mest innovative detailhandelsvirksomhed"*.²⁸³ I 2007 blev Coop Norden dog opløst og Coop Trading kom til som fælles

²⁷⁶ <https://om.coop.dk/koncern/historie/1844-1899.aspx>, 25.juli.2014 kl. 8.43

²⁷⁷ <https://om.coop.dk/koncern/historie/1844-1899.aspx>, 25.juli.2014 kl. 8.54

²⁷⁸ <https://om.coop.dk/koncern/historie/1844-1899.aspx>, 25.juli.2014 kl. 8.57

²⁷⁹ <https://om.coop.dk/koncern/historie/1900-1949.aspx>, 25.juli.2014 kl. 9.00

²⁸⁰ Coop Danmark A/S årsrapport 2009 – 2013

²⁸¹ Coop Danmark A/S årsrapport 2009 – 2013

²⁸² <https://om.coop.dk/koncern/historie/1980-1999.aspx>, 25.juli.2014 kl. 9.19

²⁸³ <https://om.coop.dk/koncern/historie/2000-2009.aspx>, 25.juli.2014 kl. 9.23

indkøbsfællesskab. FDB blev herefter eneejer af Coop Danmark A/S, og der blev nu sat mere og mere fokus på ansvarlighed samt medlemsfordele.²⁸⁴

I 2013 blev Danmarks største forbrugerejede detailhandelsvirksomhed samlet i én organisation under navnet Coop. Med den nye organisation ønskede man at tydeliggøre, *“at vi er én virksomhed. Coops varemærke er nu, at vi er ejet af vores 1,4 millioner medlemmer, at vi står for ansvarlighed, og vi har et kommercielt fokus. Fremtidens Coop er én sammenhængende organisation med medlemmerne i centrum”*.²⁸⁵

Jesper Lien, også kendt som talknuseren, direktør i Coop i perioden 2009 – 2013, blev fyret i 2013 bl.a. på grund af endnu et år med faldende økonomiske resultater – dette trods flotte resultater i årene 2009 – 2011²⁸⁶. Og efter flere diskussioner og vanskeligheder, herunder bl.a. fordi bestyrelsesformand Lasse Bolander ønskede at sætte restriktioner op for den nye adm. direktør med hensyn til sammensætning af et nyt ledelseshold, da han frygtede, at flere rokeringer ville skabe endnu mere uro²⁸⁷, tiltrådte Peter Høgsted som ny direktør i november 2013. Modsat Jesper Lien har Peter Høgsted en detail baggrund, og startede sin karriere som kasseassistent i OBS i Randers. Peter Høgsted har før sin nuværende stilling bl.a. været direktør for IKEA i Danmark og Storbritannien.²⁸⁸

Virksomhedsstrukturen på figur 1:

Coop Bank er bank for sine medlemmer og har *“fokus på dagligdagens bankbehov og tilbyder udvalgte ydelser. Bankens produkter er nemme at gennemskue, enkle at bruge og dækker medlemmernes grundlæggende bankbehov i hverdagen”*.²⁸⁹ De tilbyder services såsom MasterCard, diverse konti, kassekredit, VisaDankort, forbrugslån, højrentekonto samt net – og mobilbank.²⁹⁰

Coop Invest fungerer som finansiel stødpude og er koncernens investeringsselskab. *“Den overskydende kapital, der ikke umiddelbart skal bruges i koncernens driftsselskaber (Coop Danmark, Coop Bank, Republica og Severin) sendes videre til Coop Invest. Selskabets målsætning er at skabe et afkast, der enten kan bruges i de forskellige selskaber eller investeres på ny gennem Coop Invest”*. Selskabet investerer bl.a. i ejendomme, børsnoterede realkreditobligationer samt andre mindre og mellemstore virksomheder

²⁸⁴ <https://om.coop.dk/koncern/historie/2000-2009.aspx> og <https://om.coop.dk/koncern/historie/2010-2012.aspx>, 25.juli.2014 kl. 9.27

²⁸⁵ <https://om.coop.dk/koncern/historie/2013.aspx>, 25.juli.2014 kl. 9.34

²⁸⁶ <http://www.business.dk/detailhandel/jesper-lien-efterlader-coop-i-knae>, 25.juli.2014 kl.9.40 og Coop Danmark A/S årsrapport 2009 – 2013

²⁸⁷ <http://www.business.dk/detailhandel/svaer-opgave-venter-ny-coop-topchef>, 8.juli.2014 kl.13.29

²⁸⁸ <https://om.coop.dk/koncern/historie/2013.aspx>, 25. juli.2014 kl. 9.48

²⁸⁹ <https://om.coop.dk/koncern/coop-familien.aspx>, 25. juli 2014, kl.10.40

²⁹⁰ <https://om.coop.dk/koncern/coop-familien.aspx>, 25. juli 2014, kl.10.42

med relation til detailhandel. Coop Invest ejer reklamebureauet Republica A/S og kursuscenteret Severin A/S.²⁹¹

Bilag 2: 5 års oversigt af Coop Danmark inkl. brugsforeningerne

(Mio DKK)	2013	2012	2011	2010	2009
Coop Danmark A/S koncernen					
Nettoomsætning	39.701,00	40.373,00	39.569,00	38.290,00	36.883,00
Bruttofortjeneste	8.820,00	8.965,00	8.703,00	8.705,00	8.381,00
EBIT	85,00	287,00	544,00	504,00	344,00
Finansielle poster, netto	- 61,00	- 59,00	- 24,00	- 45,00	- 60,00
EBT	24,00	228,00	520,00	459,00	284,00
Årets resultat	57,00	156,00	397,00	341,00	232,00
Balance	10.566,00	10.293,00	10.971,00	10.638,00	9.574,00
Soliditetsgrad	21,3%	21,3%	25,5%	26,1%	26,0%
Brugsforeningerne					
Nettoomsætning	16.072,00	15.954,00	15.592,00	15.077,00	14.953,00
Bruttofortjeneste	3.490,00	3.438,00	3.446,00	3.447,00	3.472,00
EBIT	150,00	145,00	229,00	204,00	319,00
Finansielle poster, netto	- 9,00	9,00	- 35,00	- 63,00	- 66,00
EBT	141,00	154,00	194,00	141,00	253,00
Årets resultat	100,00	112,00	149,00	109,00	165,00
Balance	7.135,00	6.874,00	6.727,00	6.477,00	6.225,00
Soliditetsgrad	51,3%	51,7%	53,1%	52,6%	53,6%
Antal butikker					
Coop Danmark A/S	371	388	396	408	416
Brugsforeninger	418	415	418	416	416
Antal medarbejdere (ultimo)					
Coop Danmark A/S	17.632	18.471	18.270	18.389	18.399
Brugsforeninger	11.819	11.853	11.364	11.336	11.110

Kilde: Coop Danmark A/S årsrapport 2013

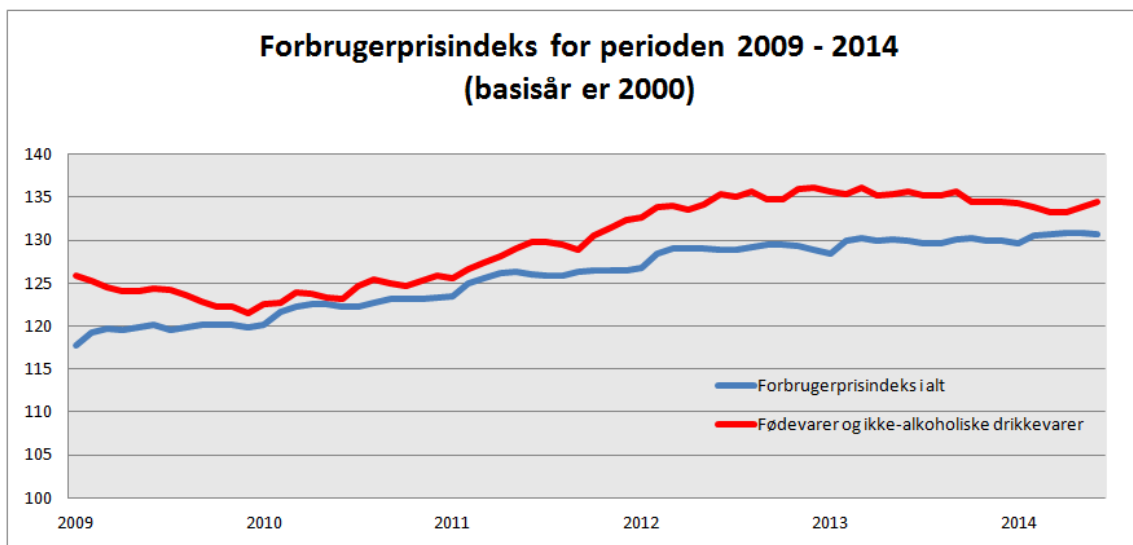
Som det ses i tabellen har årets resultat for Coop Danmark A/S og for brugsforeningerne været faldende de sidste 3 år, hvilket også har påvirket soliditeten i nedadgående retning. Antallet af butikker i Coop Danmark har været svagt faldende, imens brugsforeningerne har ligget stabilt, derudover er medarbejderstaben i Coop Danmark også faldet det sidste år, hvorimod brugsforeningernes tal også her har været stabile.

Trods forbedrede resultater i både Kvickly, Super Brugsen og Irma blev årets resultat for 2013 lavere end forventet, bl.a. grundet lukkeloven, som blev ophævet 1. oktober 2012, hvilket har påvirket både Dagli' Brugsen og Fakta. Derudover har Fakta gennemført en større ekspansion og moderniseringer med hertil tilknyttede store investeringer, og kæden har derfor været ramt hårdt.

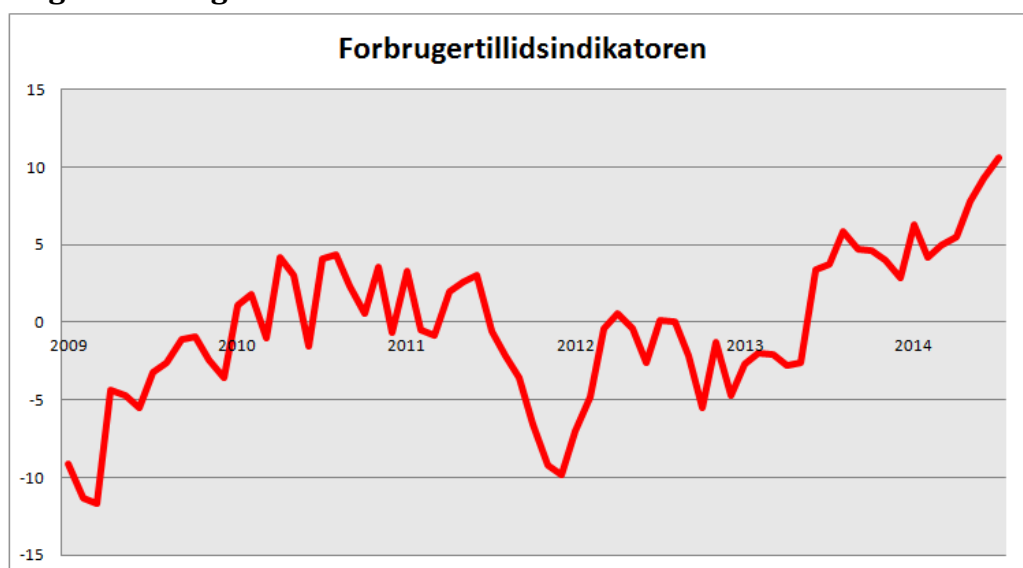
Trods de seneste års resultater fastholder Coop deres langsigtede strategi om at investere massivt i moderniseringer af eksisterende butikker samt optimering af butiksnettet.²⁹²

²⁹¹ <https://om.coop.dk/koncern/coop-familien.aspx>, 25 juli 2014, kl.10.49

²⁹² Coop Danmark A/S årsrapport 2013, side 7

Bilag 3: Udvikling i forbrugerprisindekset ift. fødevarer

Kilde: www.dst.dk

Bilag 4: Forbrugertillidsindikator

Kilde: www.dst.dk

Bilag 5: Befolkningsudviklingen

		2014	2020	2030	2040	2050
Vestlige lande	Personer med dansk oprindelse	0	0	0	0	0
	Indvandrere	199829	237742	269465	290225	306328
	Efterkommere	21984	31008	51257	73554	101028
Ikke-vestlige lande	Personer med dansk oprindelse	0	0	0	0	0
	Indvandrere	276230	309721	352339	385173	406756
	Efterkommere	128027	154047	197176	237771	278215
Danmark	Personer med dansk oprindelse	5001165	5013630	5104529	5135475	5120204
	Indvandrere	0	0	0	0	0
	Efterkommere	0	0	0	0	0
		5627235	5746148	5974766	6122198	6212531
			2,11%	3,98%	2,47%	1,48%

Kilde: www.dst.dk

Bilag 6: 10 års prognose og statistik for detailhandlen i Danmark samt nuværende markedsandelsoversigt**Kolonialsektoren, betjeningsform (omsætning)**

% Andel	2009	2010	2011	2012	2013	2018	2023
Coop	37,0	36,6	37,0	37,4	37,7	37,0	36,3
Dansk Supermarked	31,9	31,3	32,1	32,5	31,9	32,0	32,6
Dagrofa	20,1	19,0	17,6	15,6	14,9	13,4	12,2
Reitan	5,9	6,6	6,9	8,0	9,0	10,8	12,1
Lidl	1,5	2,1	2,2	2,4	2,4	3,0	3,4
Aldi	3,3	3,6	3,5	3,3	3,2	3,1	3,0
Øvrige	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8

Kilde: Dansk Dagligvarehandel 10 års prognose 2013 - 2023

Markedsandele fordelt på dagligvarekæder og butikskoncepter i 2012

	Coop	Dansk Supermarked	Dagrofa	Reitan	Aldi	Lidl	Øvrige	Markedsandel i %
Hypermarked Supermarked	Bilka							6,1
	Kvickly	Føtex	SuperBest	Løvbjerg				48,8
	Super Brugsen	Eurospar			ABC Lavpris			
	Irma	SuerSpar						
Discount Minimarked/Nærbutik	Fakta	Netto	Kiwi	Rema1000	Aldi	Lidl		37,0
	Dagli Brugsen	Spar				Øvrige		8,1
	Lokal Brugsen	KwikSpar						
Markedsandel i %	37,4	32,5	15,6	6,8	3,3	2,4	2,0	100,0

Kilde: Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 15

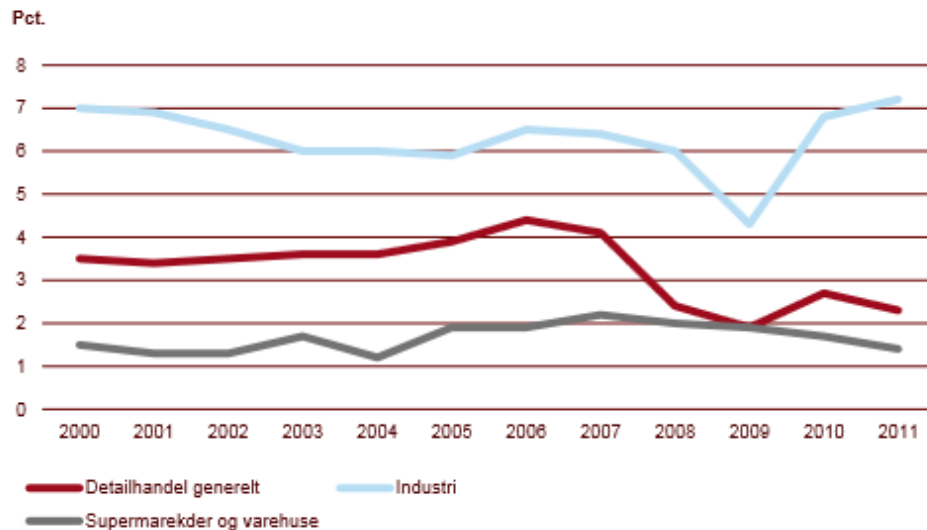
Kolonialsektoren, betjeningsform (omsætning)

% Andel	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hypermarkeder	18,2	18,6	19,2	19,2	19,6	19,7	19,2	18,3	18,1	17,2	17,1
Store supermarkeder	27,4	27,2	26,4	27,2	27,3	27,1	27,1	27,1	27,6	26,9	25,9
Små supermarkeder	17,8	17,5	16,9	16,7	16,4	16,3	16,1	15,2	14,5	13,8	12,4
Nærbutikker	9,9	9,7	9,3	8,3	7,9	7,7	6,5	6,3	5,6	5,1	5,1
Discount	26,7	26,9	28,2	28,5	28,8	29,2	31,2	33,1	34,2	37	39,5
Total	100	99,9	100	99,9	100	100	100,1	100	100	100	100
Total omsætning i mio kr.	89.946	91.470	92.850	96.426	97.681	103.279	105.073	105.477	106.278	109.481	110.676

Kilde: Dansk Dagligvarehandel 10 års statistik 2003 - 2013

Bilag 7: Overskudsgrader i dagligvarehandlen

Figur 3.5 Overskudsgrad i dagligvarehandlen



Kilde: Figur 3,5 i Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 40

Bilag 8: HHI er beregnet via CR4

Markedsandele fordelt på dagligvarekæder og butikskoncepter i 2012

	Coop	Dansk Supermarked	Dagrofa	Reitan	Aldi	Lidl	Øvrige	Markedsandel i %
Hypermarked		Bilka						6,1
Supermarked	Kvickly	Føtex	SuperBest				Løvbjerg	48,8
	Super Brugsen		Eurospar				ABC Lavpris	
	Irma		SuerSpar					
Discount	Fakta	Netto	Kiwi	Rema1000	Aldi	Lidl		37,0
Minimarked/Nærbutik	Dagli Brugsen		Spar				Øvrige	8,1
	Lokal Brugsen		KwikSpar					
Markedsandel i %	37,4	32,5	15,6	6,8	3,3	2,4	2,0	100,0

Markedsandel i HHIIndekset

Dagligvarekæder	Markedsandel 2012	si	CR4 akkumuleret	si^2
Coop	37,4	0,374	0,374	0,140
Dansk Supermarked	32,5	0,325	0,699	0,106
Dagrofa	15,6	0,156	0,855	0,024
Rema1000	6,8	0,068	0,923	0,005
Aldi	3,3	0,033	0,956	0,001
Lidl	2,4	0,024	0,980	0,001
Øvrige	2,0	0,020	1,000	0,000
	100,0	1,000		0,277

noter:

si = markedsandel/100

Kilde: Egen tilvirkning - HHI er beregnet via CR4 på baggrund af markedsdata fra Fremtidens detailhandel Konkurrence- og Forbrugeranalyse, side 15

Bilag 9: Reformulerede opgørelser til analysebrug samt rådata

Reformulerede opgørelser:

Coop Danmark A/S	2009	2010	2011	2012	2013
Reformulerede opgørelser					
December 31, Mio. DKK					
BALANCER					
I Arbejdskapital, ultimo					
Tilgodehavender fra salg	290	407	538	607	806
+ Varebeholdninger	2.692	2.617	2.771	2.584	2.634
+ Andre kortfristede driftsaktiver, netto	375	409	351	441	225
- Leverandørgæld	3.753	4.428	4.549	4.355	4.481
= Arbejdskapital	-396	-995	-889	-723	-816
II Netto langfristede driftsaktiver, ultimo					
Langfristede immaterielle aktiver	27	30	28	92	372
+ Langfristede materielle aktiver	9.035	8.869	10.423	10.658	11.559
+ Andre langfristede driftsaktiver, netto	37	-47	-62	-142	-41
= Anlægs kapital	9.099	8.852	10.389	10.608	11.890
IV Netto driftsaktiver, ultimo					
Arbejdskapital	-396	-995	-889	-723	-816
+ Anlægs kapital	9.099	8.852	10.389	10.608	11.890
= Netto driftsaktiver	8.703	7.857	9.500	9.885	11.074
V Samlet investeret kapital, ultimo					
Finansielle forpligtelser	7.670	7.118	8.714	9.254	10.016
- Finansielle aktiver	1.464	2.035	2.016	1.569	1.193
= Netto finansielle forpligtelser	6.206	5.083	6.698	7.685	8.823
Ordinær egenkapital	2.493	2.771	2.798	2.196	2.248
+ Minoritetsinteresser	4	3	4	4	3
= Samlet investeret kapital	8.703	7.857	9.500	9.885	11.074
Control	0	0	0	0	0

Coop Danmark A/S	2009	2010	2011	2012	2013
------------------	------	------	------	------	------

RESULTATOPGØRELSE

Nettoomsætning	36.883	38.290	39.569	40.373	39.701
Driftsomkostninger	-35.523	-36.797	-37.845	-38.800	-38.237
EBITDA	1.360	1.493	1.724	1.573	1.464
Afskrivninger	-762	-792	-944	-990	-1.072
Amortiseringer	-26	-9	-16	-6	-17
Core driftsoverskud fra salg, før skat (EBIT)	572	692	764	577	375
Skat på EBIT	-124	-176	-187	-157	-55
Driftsoverskud fra salg, efter skat (NOPAT)	448	516	577	420	320
Core andet driftsoverskud, efter skat	0	-1	13	-5	0
Usædvanlige driftsposter, efter skat	-31	-26	57	-13	-30
Driftsoverskud i alt	417	489	647	402	291
Core Netto finansielle omkostninger, efter skat	-192	-165	-193	-226	-254
Usædvanlige finansposter, efter skat	-2	66	-162	-240	-161
Netto finansielle omkostninger i alt	-194	-99	-355	-466	-415
Totalindkomst før minoriteter	223	390	292	-64	-124
Minoritetsinteresser	0	0	0	-1	0
Totalindkomst til ordinære aktionærer	223	390	292	-65	-124

Rådata:

Coop Danmark A/S		2013	2012	2011	2010	2009
Balancer						
December 31, Mio. DKK						
AKTIVER						
LANGFRISTEDE AKTIVER						
Immaterielle aktiver						
Driftsaktiv	Brugsrettigheder til lejemål og varemærker	116	36	22	15	14
Driftsaktiv	Udviklingsprojekter	254	51	0	10	13
Driftsaktiv	Goodwill	2	5	6	5	0
	☐ Udvid	372	92	28	30	27
Materielle aktiver						
Driftsaktiv	Investeringer/indretning i lejemål	278	242	187	170	149
Driftsaktiv	Grunde og bygninger	3.052	3.112	3.237	3.038	2.937
Driftsaktiv	Andre anlæg og driftsmateriel og inventar	1.535	1.398	1.325	1.232	1.192
Driftsaktiv	Materielle anlægsaktiver under udførelse	133	171	141	288	169
Driftsaktiv	Leasing (operationel)	6.561	5.735	5.533	4.141	4.588
	☐ Udvid	11.559	10.658	10.423	8.869	9.035
Andre langfristede aktiver						
Driftsaktiv	Kapitalandele i datterselskaber	0	0	0	0	0
Driftsaktiv	Kapitalandele i associerede virksomheder	45	45	50	37	37
Finansielt aktiv	Andre værdipapirer	52	39	26	17	13
Driftsaktiv	Udskudt skatteaktiv	0	0	0	0	25
Driftsaktiv	Andre tilgodehavender	141	129	123	127	119
	☐ Udvid	238	213	199	181	194
Samlede langfristede aktiver		12.169	10.963	10.650	9.080	9.256
Kortfristede aktiver						
Varebeholdninger	Varebeholdninger	2.634	2.584	2.771	2.617	2.692
Tilgodehavender fra salg	Tilgodehavender fra salg	806	607	538	407	290
Driftsaktiv	Tilgodehavender fra tilknyttede virksomheder	7	0	0	0	44
Driftsaktiv	Tilgodehavender fra associerede virksomheder	0	9	0	0	0
Driftsaktiv	Andre tilgodehavender	121	323	309	389	192
Finansielt aktiv	Anlægsaktiver ejet med henblik på salg	226	184	0	0	26
Driftsaktiv	Periodeafgrænsningsposter	50	49	48	57	53
Driftsaktiv	Tilgodehavende sambeskatningsbidrag	0	0	0	0	0
Finansielt aktiv	Værdipapirer	30	0	0	0	0
Driftsaktiv	Driftslikviditet	199	202	198	191	184
Finansielt aktiv	Likvid beholdning	885	1.346	1.990	2.018	1.425
	☐ Udvid					
Samlede kortfristede aktiver		4.958	5.304	5.854	5.679	4.906
SAMLEDE AKTIVER		17.127	16.267	16.504	14.759	14.162

Coop Danmark A/S		2013	2012	2011	2010	2009
EGENKAPITAL OG FORPLIGTELSE						
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	Egenkapital for moderselskabets aktionærer	2.248	2.196	2.798	2.771	2.493
Minoritetsinteresser	Minoritetsinteresser	3	4	4	3	4
EGENKAPITAL I ALT		2.251	2.200	2.802	2.774	2.497
Forpligtelser						
Langfristede forpligtelser						
Driftsforpligtelse	Hensatte forpligtelser	227	316	235	211	144
Finansiell forpligtelse	Prioritetsgæld	1.637	1.640	1.645	1.647	1.521
Finansiell forpligtelse	Anden gæld	4	20	35	36	37
Finansiell forpligtelse	Leasing (operationel)	5.730	5.008	4.832	3.614	3.998
		7.598	6.984	6.747	5.508	5.700
Kortfristede forpligtelser						
Finansiell forpligtelse	Kortfristet del af langfristede gældsforpligtelser	1	15	1	0	5
Leverandørgæld	Leverandørgæld	4.481	4.355	4.549	4.428	3.753
Driftsforpligtelse	Gæld til tilknyttede virksomheder	19	35	5	35	53
Driftsforpligtelse	Gæld til associerede virksomheder	47	0	45	0	45
Finansiell forpligtelse	Bankgæld	0	0	2	3	0
Finansiell forpligtelse	Anden gæld	1.610	1.664	1.392	1.291	1.519
Driftsforpligtelse	Forudbetalinger	70	90	121	180	0
Driftsforpligtelse	Periodeafgrænsningsposter	2	0	6	13	0
Finansiell forpligtelse	Ansvarlig lånekapital	203	180	106	0	0
Driftsforpligtelse	Skyldigt sambeskatningsbidrag	14	17	27	0	0
Finansiell forpligtelse	Leasing (operationel)	831	727	701	527	590
		7.278	7.083	6.955	6.477	5.965
Samlede forpligtelser		14.876	14.067	13.702	11.985	11.665
PASSIVER I ALT		17.127	16.267	16.504	14.759	14.162

Coop Danmark A/S		2013	2012	2011	2010	2009
Totalindkomstopgørelse						
Vælg resultatopgørelsesskema i menuen						
Artsopdelt						
Ignorer	Tab på tilgodehavender					
Nettoomsætning (artsopdelt)	Nettoomsætning	39.701	40.373	39.569	38.290	36.883
Driftsomkostninger (artsopdelt)	Vareforbrug	-30.050	-30.681	-30.165	-28.653	-27.542
Ignorer	Forbrug af råvarer og hjælpematerialer					
Ignorer	Ændring i varer under fremstilling og færdigvarer					
Ignorer	Arbejde udført for egen regning og opført under aktiver					
Driftsomkostninger (artsopdelt)	Personaleomkostninger	-4.293	-4.377	-4.191	-4.171	-4.122
Driftsomkostninger (artsopdelt)	Andre eksterne omkostninger	-3.894	-3.742	-3.489	-3.973	-3.859
Afskrivninger	Afskrivninger, amortiseringer og nedskrivninger ved værdiforring	-1.072	-990	-944	-792	-762
Amortiseringer	Amortiseringer	-17	-6	-16	-9	-26
Ignorer	Andre driftsindtægter/omkostninger					
Ignorer	Andre driftsindtægter/omkostninger					
	Resultat af ordinært drift før særlige poster	375	577	764	692	572
	☐					
Usædvanlig driftspost	Nedskrivning på koncerngoodwill	8	-1	0	-12	-32
Ignorer	Gvinster/tab ved salg immaterielle og materielle aktiver					
Usædvanlig driftspost	Nedskrivninger på materielle anlægsaktiver	-21	-42	0	0	0
	☐					
Core andet driftsoverskud, efter skat	Indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder, efter skat	0	-5	13	-1	0
	Resultat før finansielle poster	362	529	777	679	540
	Finansielle indtægter					
Core anden driftspost	Finansielle indtægter fra tilknyttede virksomheder	0	0	0	0	0
Core finansiell indtægt	Andre finansielle indtægter	19	51	44	29	20
Core finansiell indtægt	Indtægter fra værdipapirer	0	0	0	0	0
	Finansielle indtægter i alt	19	51	44	29	20

Coop Danmark A/S		2013	2012	2011	2010	2009
Finansielle omkostninger						
Core andet driftspost	Finansielle omkostning til tilknyttede virksomheder	0	0	0	0	0
Core finansiell omkostning	Finansielle omkostning langfristet gæld	-65	-62	-33	-47	-63
Core finansiell omkostning	Andre finansielle omkostning	-15	-48	-35	-27	-17
Core finansiell omkostning	Finansielle omkostninger Leasing (operationel)	-277	-242	-233	-175	-196
	Finansielle omkostninger i alt	-357	-352	-301	-249	-276
	Årets resultat før skat	24	228	520	459	284
Skat af årets resultat	Skat af årets resultat	33	-71	-123	-118	-52
	Årets resultat	57	157	397	341	232
Anden Totalindkomst						
Usædvanlig finansiell post	Finansielle instrumenter urealiserede tab ført på EK	-161	-240	-162		-2
Usædvanlig finansiell post	Finansielle instrumenter urealiserede gevinster ført på EK				66	
Usædvanlig driftspost	Skat på indtægter og udgifter ført på EK	-20	19	57	-17	-7
	Anden totalindkomst efter skat	-181	-221	-105	49	-9
	☐ Udvid					
	Totalindkomst i alt	-124	-64	292	390	223
Minoriteters andel af totalindkomst	Minoritetsaktionærers andel af totalindkomst	0	-1	0	0	0
	Moderselskabets aktionærernes andel af totalindkomst	-124	-65	292	390	223
Skatteallokering						
Skatteprocent	Selskabsskatteprocent	25%	25%	25%	25%	25%
Effektiv skatteprocent	Effektiv skatteprocent på finansielle poster	25%	25%	25%	25%	25%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Coop Danmark A/S årsrapport 2009 - 2013

Bilag 10: Nøgletalsformler

1) Beregning af nettoomsætning:

$\text{Nettoomsætning}_{t-1} \times (1 + \text{budgetteret salgsvækstrate}_t)$

2) Beregning af driftsoverskud fra salg:

$(\text{Nettoomsætning}_t \times \text{budgetteret EBIT-margin}_t) \times (1 - \text{budgetteret effektiv skatteprocent på EBIT}_t)$

3) Beregning af andet driftsoverskud:

Budgetteret andet driftsoverskud (efter-skat) i procent af salg_t × Nettoomsætning_t

4) Beregning af driftsoverskud i alt:

Driftsoverskud fra salg_t + andet driftsoverskud_t

5) Beregning af arbejdskapital:

(Budgetteret primo arbejdskapital som andel af nettoomsætning_t) × nettoomsætning_t

6) Beregning af anlægskapital:

(Budgetteret primo anlægskapital som andel af nettoomsætning_t) × nettoomsætning_t

7) Beregning af netto driftsaktiver (NDA_t):

Primo arbejdskapital_t + Primo anlægskapital_t

8) Beregning af netto finansielle forpligtelser (NFF_t):

(Budgetteret NFF som andel af NDA) × NDA_t

9) Beregning af primo samlet egenkapital (EK_t):

$\text{NDA}_t - \text{NFF}_t$

Bemærk, at den samlede egenkapital (ordinær egenkapital plus eventuelle minoritetsinteresser) ikke budgetteres direkte, men fremkommer som forskellen mellem de budgetterede netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser.

10) Beregning af netto finansielle omkostninger (NFO_t):

$[\text{Budgetterede gældsomkostninger i procent}_t \times (1 - \text{selskabsskatteprocent}_t)] \times \text{NFF}_{t-1}$

11) Beregning af nettooverskud (NO_t):

$\text{Driftsoverskud}_t - \text{netto finansielle omkostninger}_t$

12) Beregning af netto dividenden (d_t):

$\text{NO}_t - (\text{EK}_t - \text{EK}_{t-1})$

Bemærk, at beløbet for nettodividenden ikke budgetteres direkte via en 'payout' ratio (dvs. som andel af nettooverskuddet d_t/NO_t), men helt og holdent bestemmes af det budgetterede nettooverskud og tilvæksten i egenkapitalen.

13) Beregning af FCF_t:

$\text{DO}_t - (\text{NDA}_t - \text{NDA}_{t-1})$

14) Beregning af gældsfinansiering:

$\text{NFO}_t - (\text{NFF}_t - \text{NFF}_{t-1})$

Kilde: gad.dk/regnskabsanalyse

Bilag 11: År-til-år ændring i procent

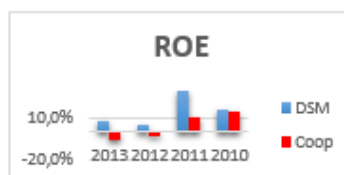
Coop Danmark A/S	2009	2010	2011	2012	2013
År-til-år ændringer i procent					
Resultatopgørelser					
Nettoomsætning		3,8%	3,3%	2,0%	-1,7%
Driftsomkostninger		3,4%	3,3%	2,5%	-1,2%
EBITDA		25,5%	5,9%	-17,3%	-25,2%
Afskrivninger		19,6%	8,2%	6,1%	2,6%
Amortiseringer		-65,4%	77,8%	-62,5%	183,3%
EBIT		37,5%	2,7%	-36,9%	-70,7%
Skat på EBIT		76,3%	-2,5%	-25,2%	-115,0%
NOPAT		27,8%	4,5%	-40,7%	-52,8%
Core andet driftsoverskud		#####	-1400,0%	-138,5%	-100,0%
Usædvanlige driftsposter		-16,1%	-319,2%	-123,2%	124,5%
Driftsoverskud i alt		32,5%	31,9%	-53,3%	-62,4%
Core netto finansielle poster		-25,0%	-46,7%	145,8%	3,4%
Usædvanlige finansposter		-3400,0%	-345,5%	48,1%	-32,9%
Totalindkomst før minoriteter		74,9%	-25,1%	-121,9%	93,8%
Minoriteter		#####	#####	#####	-100,0%
Totalindkomst ordinære aktionærer		74,9%	-25,1%	-122,3%	90,8%
Balancer					
Tilgodehavender fra salg		40,3%	32,2%	12,8%	32,8%
Varebeholdninger		-2,8%	5,9%	-6,7%	1,9%
Andre kortfristede driftsaktiver, netto		9,1%	-14,3%	25,7%	-49,1%
Leverandørgæld		18,0%	2,7%	-4,3%	2,9%
Arbejdskapital		151,4%	-10,6%	-18,7%	12,9%
Langfristede immaterielle aktiver		11,1%	-6,7%	228,6%	304,3%
Langfristede materielle aktiver		-1,8%	17,5%	2,3%	8,5%
Andre langfristede driftsaktiver, netto		-227,0%	31,9%	129,0%	-71,1%
Anlægskapital		-2,7%	17,4%	2,1%	12,1%
Netto driftsaktiver		-9,7%	20,9%	4,1%	12,0%
Netto finansielle forpligtelser		-18,1%	31,8%	14,7%	14,8%
Minoritetsinteresser		-25,0%	33,3%	0,0%	-25,0%
Ordinær egenkapital		11,2%	1,0%	-21,5%	2,4%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Coop Danmark A/S årsrapport 2009 – 2013

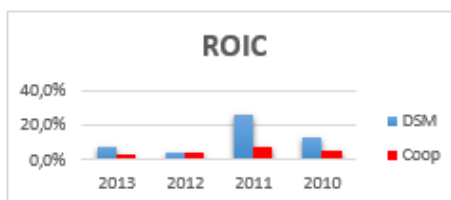
Bilag 12: Tværsnitsanalyse af Coop Danmark A/S og DS

Tværsnitanalyse:

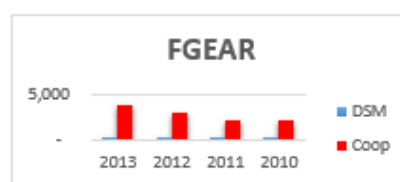
ROE	2013	2012	2011	2010
DSM	8,2%	4,9%	29,8%	16,6%
Coop	-5,6%	-2,6%	10,5%	14,8%



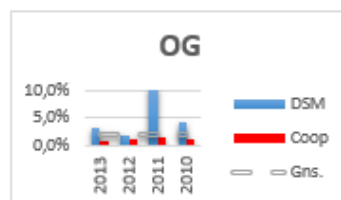
ROIC	2013	2012	2011	2010
DSM	7,4%	4,1%	26,6%	13,5%
Coop	2,8%	4,1%	7,5%	5,9%



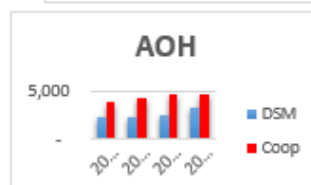
FGEAR	2013	2012	2011	2010
DSM	0,109	0,112	0,134	0,171
Coop	3,709	2,875	2,113	2,142



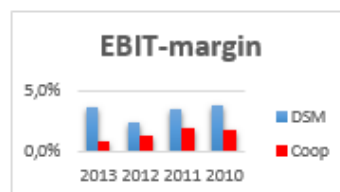
OG	2013	2012	2011	2010
DSM	3,2%	1,7%	10,3%	4,1%
Coop	0,7%	1,0%	1,6%	1,3%
Gns.	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%



AOH	2013	2012	2011	2010
DSM	2,293	2,324	2,594	3,325
Coop	3,789	4,165	4,559	4,624

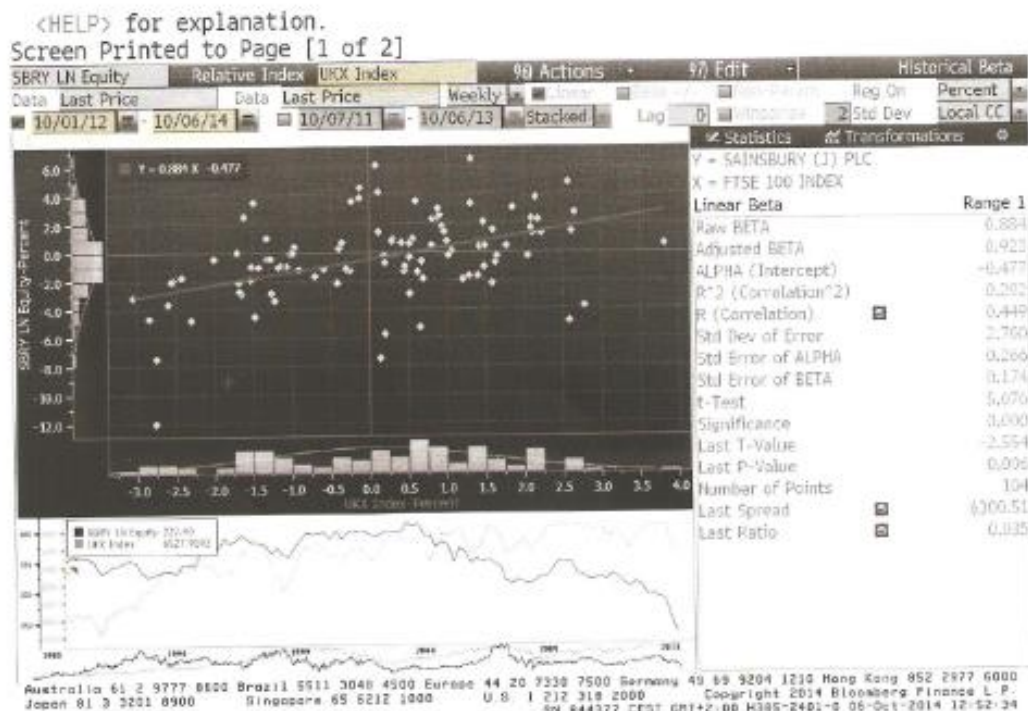


EBIT-margi	2013	2012	2011	2010
DSM	3,6%	2,4%	3,5%	3,9%
Coop	0,9%	1,4%	1,9%	1,8%



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Coop Danmark A/S årsrapport 2009 – 2013 og DS årsrapporter 2009 – 2013

Bilag 13: Bloomberg's beta for J. Sainsbury PLC



Forklaring på Bloomberg print:

Beta definition

A measure of an asset's risk in relation to the market (for example, the S&P500) or to an alternative benchmark or factors.

Roughly speaking, a security with a beta of 1.5, say, will move 50% more than the market. So if the market goes up by 20% the security's price will go up by 30%.

According to asset pricing theory, beta represents that part of the risk of the security called systematic risk that cannot be diversified away.

When using beta, there are a number of issues that you need to be aware of:

- (1) betas may change through time;
- (2) betas may be different depending on the direction of the market (i.e. betas may be greater for down moves in the market than for up moves);
- (3) the estimated beta will be biased if the security does not frequently trade;
- (4) the beta is not necessarily a complete measure of risk (you may need multiple betas).

Regression parameters

There are 3 key decisions:

- Relative index
- Date range
- Period or returns interval



LOCATING BETAS ON BLOOMBERG

Beta for a specific stock (includes both raw and adjusted)

Type Ticker Symbol<EQUITY>BETA<GO>

{ticker symbol} EQUITY BETA GO

Kilde: Bloomberg terminal, ved søgning på selskabet og derefter på beta

Bilag 14: Oversigt over kapitalstrukturen i detailbranchen for Europa

	A	B	D	E	
1	Date updated:	05-jan-14	Aswath Damodaran		
2	Raw Data from	S&P Capital IQ	http://www.damodaran.com		
3	Industry Name	Number of firms	Market Debt to Capital (Unadjusted)	Market D/E (unadjusted)	Market D/Equity Capital (for lease)
81	Retail (Grocery and Food)	34	34,44%	52,53%	46,7%
82	Retail (Internet)	31	2,00%	2,04%	2,4%
83	Retail (Special Lines)	87	4,30%	4,49%	14,7%
84	Rubber& Tires	8	18,14%	22,16%	19,7%
85	Semiconductor	43	10,49%	11,71%	12,7%
86	Semiconductor Equip	17	3,86%	4,02%	4,7%
87	Shipbuilding & Marine	71	37,27%	59,42%	45,7%
88	Shoe	8	2,74%	2,82%	10,7%
89	Steel	58	46,22%	85,94%	47,7%
90	Telecom (Wireless)	14	21,86%	27,98%	24,7%
91	Telecom. Equipment	54	19,26%	23,86%	21,7%
92	Telecom. Services	83	44,57%	80,40%	47,7%
93	Thrift	8	91,97%	1145,55%	91,7%
94	Tobacco	5	20,86%	26,36%	21,7%
95	Transportation	44	34,30%	52,21%	38,7%
96	Trucking	21	36,82%	58,28%	46,7%
97	Utility (General)	20	50,58%	102,34%	51,7%
98	Utility (Water)	15	51,87%	107,79%	52,7%

Kilde: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Bilag 15: Kapitalstruktur for sammenlignelige selskaber

Kapitalstruktur for sammenlignelige selskaber:										
(Primo hver år)										
J Sainsbury PLC	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnitlig
E/EV	79,96%	87,71%	80,07%	76,30%	79,55%	77,45%	73,78%	75,19%	83,36%	79,26%
D/EV	20,04%	12,29%	19,93%	23,70%	20,45%	22,55%	26,22%	24,81%	16,64%	20,74%
Carrefour S.A.										
E/EV	81,31%	81,37%	71,62%	76,16%	69,90%	59,97%	72,57%	81,35%	67,31%	73,51%
D/EV	18,69%	18,63%	28,38%	23,84%	30,10%	40,03%	27,43%	18,65%	32,69%	26,49%
Kroger Co.										
E/EV	65,66%	72,62%	68,61%	64,91%	64,10%	65,12%	63,13%	62,37%	62,68%	65,47%
D/EV	34,34%	27,38%	31,39%	35,09%	35,90%	34,88%	36,87%	37,63%	37,32%	34,53%
Lowe's Companies Inc										
E/EV	94,94%	93,47%	85,83%	83,26%	88,70%	86,25%	84,13%	83,50%	82,74%	86,98%
D/EV	5,06%	6,53%	14,17%	16,74%	11,30%	13,75%	15,87%	16,50%	17,26%	13,02%
Target Corporation										
E/EV	85,20%	85,25%	76,14%	56,76%	72,32%	73,19%	66,75%	70,06%	73,26%	73,21%
D/EV	14,80%	14,75%	23,86%	43,24%	27,68%	26,81%	33,25%	29,94%	26,74%	26,79%
Total										
E/EV	75,69%									
D/EV	24,31%									

Kilde: Bloomberg terminal og Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry

Bilag 16: Moody's ratingsoversigt

Overordnet rating (konvertering af rating, herunder rating fra tal til bogstaver):

Grid-indicated Rating	Aggregate Weighted Total Factor Score
Aaa	$x < 1.5$
Aa1	$1.5 \leq x < 2.5$
Aa2	$2.5 \leq x < 3.5$
Aa3	$3.5 \leq x < 4.5$
A1	$4.5 \leq x < 5.5$
A2	$5.5 \leq x < 6.5$
A3	$6.5 \leq x < 7.5$
Baa1	$7.5 \leq x < 8.5$
Baa2	$8.5 \leq x < 9.5$
Baa3	$9.5 \leq x < 10.5$
Ba1	$10.5 \leq x < 11.5$
Ba2	$11.5 \leq x < 12.5$
Ba3	$12.5 \leq x < 13.5$
B1	$13.5 \leq x < 14.5$
B2	$14.5 \leq x < 15.5$
B3	$15.5 \leq x < 16.5$
Caa1	$16.5 \leq x < 17.5$
Caa2	$17.5 \leq x < 18.5$
Caa3	$18.5 \leq x < 19.5$
Ca	$x \geq 19.5$

Factor 1:

McGraw-Hill Financial Services

GLOBAL CORPORATE FINANCE

Factor 1

FIGURE 1
Business and Cash Flow Volatility (10%)

Sub-factor	Weight	λ_{aa}	λ_{ab}	λ_{ba}	λ_{bb}	λ_{bc}	λ_{cc}
Segment Vulnerability to Changes in Consumer Demand (Incl. Product Type, Breadth, Stability of Concept)	10%	Expected to have very low vulnerability to changes in consumer demand mitigated by diversified product offerings and low price points. Concept is well established and maintaining its relevance. Products largely low-priced consumer necessities. Product demand is predictable and unaffected by economic cycles. Product demand is consistently unaffected by product renewal cycles. No exposure to fashion risk.	Expected to have modest vulnerability to changes in consumer demand and economic trends or indications that the relevance of the retail concept to consumers may be changing. Many of the products are relatively low-priced consumer necessities. Low exposure to product renewal cycle and fashion risk.	Expected to be moderately vulnerable to changes in consumer demand due to economic factors or demonstrated shift in consumer preferences between retail concepts. Products may be considered necessities but consumers may defer purchases for some time. Relatively low exposure to product renewal cycles and fashion risk.	Expected to be vulnerable to product renewal cycles, general economic factors and fashion risk. Products may be specialized and may not be considered strict necessities. Solidly positioned concept with demonstrated stability over multiple fashion or economic cycles. Demand varies moderately with economic trends and by region.	Expected to be very vulnerable to changes in consumer demand or technology, or change in consumer shopping preferences. Highly dependent on discretionary spending with very high sensitivity to product renewal cycles and fashion risk. Products include expensive items that people aspire to own but don't need. Limited or single product categories.	Expected to be actually vulnerable to changes in consumer demand. Single or limited product assortment with highly discretionary characteristics. Demand is "faddish" with no predictability or clear prospects.

A chart that illustrates grid mapping results for Factor 1 and a discussion of outliers are included in the appendix.

Factor 2:

GLOBAL CORPORATE FINANCE

CREDIT INVESTORS SERVICE

Factor 2

EXHIBIT 6

Market Presence (25%)

Sub-factor	Weight	Aa	A+	A	Baa	Ba	B	Baa	Caa	C+
Sales (Revenue in USD Billions)	10%	≥\$200.00	≥\$75.00 - \$200.00	≥\$25.00 - \$75.00	≥\$10.00 - \$25.00	≥\$3.50 - \$10.00	≥\$1.50 - \$3.50	≥\$0.25 - \$1.50	<\$0.25	
Market Concentration and Company's Presence in that Product Category	10%	i) Company is the clear leader across multiple product categories; OR ii) Company has monopoly-type presence.	i) Company is the clear leader in a highly concentrated product category; OR ii) Company is a major player in a highly concentrated product category.	i) Company is the clear leader in a moderately concentrated product category; OR ii) Company is a major player in a highly concentrated product category.	i) Company is the clear leader in a highly fragmented product category; OR ii) Company is a major player in a moderately concentrated product category.	i) Company is one of the major players in a highly fragmented product category; OR ii) Company is expected to remain a credible competitor in a moderately concentrated product category.	i) Company is a credible competitor in a highly fragmented product category.	Company has weak competitive position in its product category; trades leaders by significant margin, or has a limited track record.	Company's competitive position in its product category is fundamentally impaired or non-factor competitively. Possible start-up with no proven track record.	
Company Geographic Presence	5%	Non-U.S. issuers: At least 3/4 of sales generated from at least 10 non-home countries that are outside of the home region, which are overall profitable. OR U.S. issuers: Expected to have full U.S./North American coverage AND approximately half of sales OR sales in at least 2 international regions (Americas vs-U.S., Asia/Pacific, Europe, or Middle East/Africa).	Non-U.S. issuers: At least half of sales generated from at least 5 non-home countries that are outside of the home region, which are overall profitable. OR U.S. issuers: Expected to have full U.S./North American coverage and sales or stores outside North America.	Non-U.S. issuers: Diversified within domestic/regional market, with no significant concentration and some trans-regional coverage. OR U.S. issuers: Expected to have well diversified U.S. coverage with no perceived meaningful regional concentration of sales OR store locations AND not meaningful presence outside of North America.	Non-U.S. issuers: Operates in one country/region with significant coverage. OR U.S. issuers: Expected to have full U.S. meaningful presence throughout North America.	Non-U.S. issuers: Operates broadly in one country/region but with geographic concentrations. OR U.S. issuers: Expected to have full U.S. coverage with no significant regional concentration.	Non-U.S. issuers: Broad coverage in sub-national market. OR U.S. issuers: Expected to have significant U.S. coverage by geography and population, OR has full U.S. coverage with some regional concentration.	Less than full national coverage with significant concentration.	Local market only.	

A chart that illustrates grid mapping results for Factor 2 and a discussion of outliers are included in the appendix.

30 JULY 2013

BLOOMBERG LENDING INDEX: L25NA, P25NA, P25NA

Factor 3:

Factor 3

FIGURE 7

Execution Ability (15%)

Coop Inc

Sub-factor	Weight	A ₃₁	A ₃₂	A ₃₃	A ₃₄	A ₃₅	B	C ₃₁	C ₃₂
Quality of Execution	10%	Product offering and shopping experience perfectly and consistently match target customer expectations. Stores, website, and supply chain are clear industry leaders.	Extraordinary product offering and shopping experience. Very few isolated instances of missing customer expectations. Either the stores or website, and supply chain are a significant competitive advantage.	Excellent product offering and shopping experience. Generally able to meet customer expectations with random misses. Either the stores or website, and supply chain are a solid competitive advantage.	Very good product offering and shopping experience. Firmly matches customer expectations with occasional misses. Either the stores or website, and supply chain are a competitive advantage.	Good product offering and shopping experience. Average track record of matching customer expectations. Stores, website, and supply chain provide a competitive advantage.	Below average product offering and shopping experience. Regularly misses target customer expectations. Brand is mis-positioned. Stores and website may not be well maintained. Supply chain is inefficient.	Weak product offering and shopping experience which is consistently mis-positioned leading to poor customer perception of concept. History of consistently missing industry trends and customer preferences. Stores and website are not well maintained. Supply chain is subject to disruptions.	Very poor product offering and shopping experience. Lack of a well defined target customer. Stores and website are not well maintained. Supply chain is subject to repeated disruptions which have resulted in problems with merchandise availability.
Efficiency (EBIT / Avg. Book Capitalization [Net of Cash])	5%	≥22.5%	≥20.0% - 22.5%	≥17.5% - 20.0%	≥15.0% - 17.5%	≥12.5% - 15.0%	≥7.5% - 12.5%	≥2.5% - 7.5%	<2.5%

2

A chart that illustrates grid mapping results for Factor 3 and a discussion of outliers are included in the appendix

Factor 4:

MOODY'S RATINGS METHODOLOGY - GLOBAL CORPORATE FINANCE

Factor 4

FIGURE 8
Financial Ratios (50%)

Sub-Factor	Weight	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Baa	Caa	Ca
Debt / EBITDA	15%	<0.75x	≥0.75x - 1.5x	≥1.5x - 2.5x	≥2.5x - 3.5x	≥3.5x - 4.5x	≥4.5x - 6.0x	≥6.0x - 8.0x	≥8.0x (or <0.0x)	
ECI / Net Debt	15%	≥100%	≥50% - 100%	≥35% - 50%	≥25% - 35%	≥12.5% - 25%	≥5% - 12.5%	≥0% - 5%	<0%	
EBITDA / Interest Expense	20%	≥20.0x	≥12.0x - 20.0x	≥6.0x - 12.0x	≥4.0x - 6.0x	≥2.25x - 4.0x	≥1.25x - 2.25x	≥0.5x - 1.25x	<0.5x	

A chart that illustrates grid mapping results for Factor 4 and a discussion of outliers are included in the appendix.

RATING METHODOLOGY - GLOBAL RETAIL INDUSTRY

22 3/24/06 2015

Kilde: Moody's Investor Service, Rating methodology, Global Retail Industry