

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Aarstiderne A/S



Afgangsprojekt, HD Regnskab - Copenhagen Business School, 6. maj 2020

Udarbejdet af: Yuman Li

Studie nr. 121101

Vejleder: Martin Yde Schmidt

Antal sider (der skal bedømmes): 79

Antal anslag: 178.879

Indholdsfortegnelse

1. Indledning.....	4
1.2 Problemstilling.....	4
1.3 Problemformulering.....	5
1.4 Afgrænsning.....	5
1.5 Opbygning og metodevalg.....	7
1.5.1 Introduktion af Aarstiderne A/S.....	7
1.5.2 Strategisk analyse.....	7
1.5.3 Blue Ocean Strategy.....	8
1.5.4 Regnskabsanalyse.....	8
1.5.5 Budgettering.....	8
1.5.6 Værdiansættelse.....	8
1.5.7 Følsomhedsanalyse.....	8
1.5.8 Konklusion.....	8
2. Introduktion af Aarstiderne A/S.....	9
2.1 Aarstiderne – kort fortalt.....	9
3. Strategisk analyse.....	9
3.1 Ekstern analyse.....	10
3.1.1 PESTEL-analyse.....	10
3.1.1.1 Politiske og lovgivningsmæssige forhold.....	10
3.1.1.2 Økonomiske forhold.....	11
3.1.1.3 Sociokulturelle og miljømæssige forhold.....	12
3.1.1.4 Teknologiske forhold.....	14
3.1.1.5 Delkonklusion.....	14
3.1.2 Porters Five Forces.....	15
3.1.2.1 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder.....	15
3.1.2.2 Trussel fra potentielle indtrængere.....	17
3.1.2.3 Trussel fra substituerende produkter.....	17
3.1.2.4 Købernes forhandlingsstyrke.....	18
3.1.2.5 Leverandørenes forhandlingsstyrke.....	18
3.1.2.6 Delkonklusion.....	18
3.2 Intern analyse.....	19
3.2.1 Værdikæde.....	19
3.2.1.1 Primære aktiviteter.....	20

3.2.1.2 Støtteaktiviteter	24
3.2.1.3 Delkonklusion	27
3.3 SWOT- analyse.....	27
3.3.1 Styrker	28
3.3.2 Svagheder	31
3.3.3 Muligheder	32
3.3.4 Trusler.....	32
3.3.5 Delkonklusion	33
4. Blue Ocean Strategy	34
4.1 Strategilærred i dag	35
4.2 Strategilærred ud fra undersøgelse af marked	36
4.3 Aarstidernes veje til et blå ocean	37
4.3.1 Alternative brancher/industrier	37
4.3.2 Andre strategiske grupper inden for branchen/industrien.....	39
4.3.3 Omdefinering af branchens købergruppe	39
4.3.4 Komplementære produkt- og servicetilbud	40
4.3.5 Funktionelle/emotionelle orientering.....	41
4.3.6 Tidens trend.....	41
4.4 Forslag til fremtidigt strategilærred	41
4.5 Efterspørgsel.....	42
4.6 Delkonklusion med forslag til strategisk udvikling for Aarstiderne A/S	45
5. Regnskabsanalyse.....	45
5.1 Økonomisk udvikling	46
5.2 Reformulering af årsrapporterne	46
5.2.1 Reformulering af egenkapitalen	47
5.2.2 Reformulering af balancen	47
5.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen	48
5.3 Analyse af rentabilitet	49
5.3.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)	50
5.3.2 Afkastningsgrad på driftsaktiver (ROIC)	51
5.3.3 Overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed (OG, AOH)	52
5.3.4 FGEAR	55
5.3.5 SPREAD	56
5.3.6 Del Konklusion:	56

6. Budgettering	57
6.1 Budgetperiode	58
6.2 Budgettering af omsætningen.....	59
6.3 Budgettering af OG salg før skat (overskudsgraden)	60
6.4 Budgettering af den effektive skattesats	61
6.5 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed.....	61
6.6 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat	61
6.7 Sammenfatning af budgetteringen	62
7. Værdiansættelse.....	62
7.1 DCF-modellen	62
7.2 RIDO-modellen	63
7.3 Fastlæggelsen af diskonteringsfaktoren.....	63
7.3.1 Risikofri rente	64
7.3.2 Markedets risikopræmie	64
7.3.3 Beta.....	66
7.3.4 Afkastkrav på netto finansielle aktiver	68
7.3.5 Ejernes afkastkrav.....	68
7.3.6 Markedsværdi af egenkapitalen.....	68
7.3.7 Markedsværdi af netto finansielle aktiver	68
7.3.8 WACC.....	68
7.4 Resultat af værdiansættelsen.....	69
7.4.1 Resultat af DCF-modellen.....	69
7.4.2 Resultat af RIDO-modellen	69
7.4.3 Resultat af værdiansættelsen med tiltag	70
7.4.4 Sammenfatning af værdiansættelsen	71
8. Følsomhedsanalyse	72
9. Konklusion	75
10. Litteratur- og kildelister.....	80
Bilag 1 til 10	81

1. Indledning

Den følgende afhandling omhandler emnet strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Aarstiderne A/S.

Aarstiderne A/S er en dansk virksomhed, der dyrker og sælger økologiske grøntsager og frugt via nettet, hvor kunderne typisk abonnerer på kasser med forskellige fødevarer i. Selskabet er etableret i 1999 af landmanden Thomas Harttung og kokken Søren Ejlersen.

Jeg har valgt at beskæftige mig med Aarstiderne A/S, fordi jeg mener, at det er et godt koncept. Aarstiderne A/S har som en af de første fået øje på muligheden, udviklingen og trenden med at sælge økologiske varer via internethandel. Aarstiderne A/S troede på, at der var en tilpas stor målgruppe, som var villige til at betale for økologiske varer og den ekstra service med at få bragt disse varer lige til døren.

Jeg vil i afhandlingen foretage en strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Aarstiderne A/S. Afhandlingen skal ses ud fra den synsvinkel, at undertegnede er en udefra interesseret person.

Afhandlingen udarbejdes og er ment til læsere, der kunne være eksisterende ejere, potentielle købere eller personer der ønsker en større viden omkring selskabet Aarstiderne A/S og dens værdi. Der forventes at læseren har et vist kendskab til strategiske regnskabsanalyser og økonomiske termer generelt.

1.2 Problemstilling

Aarstiderne A/S har siden begyndelsen haft en kraftig stigende omsætning og voldsom vækst indtil 2009, hvor finanskrisen også har indhentet Aarstiderne A/S. Væksten i Aarstiderne A/S hænger sammen med den bølge af økologi samt voldsom vækst i internethandel i Danmark de senere år, hvilket også har betydet, at der er kommet væsentlig flere konkurrenter på markedet. Ud over at de største detailkæder nu alle reklamerer stort med deres økologiske sortiment, er der også dukket flere små virksomheder op, der forsøger at gøre Aarstiderne A/S kunsten efter.

Aarstiderne A/S har haft en stigende omsætning i de sidste fem år fra 2014-2018, og har haft rekordregnskab syv år i træk indtil 2018.

På trods af Aarstiderne A/S' omsætning er steget fra 672 mio. kr. i 2017 til 685 mio. kr. i 2018, er overskuddet mere end halveret. Overskuddet i måltidskassevirksomheden er faldet med godt 25 mio. kr. Årets resultat gør en ende på en årrække med regnskaber, hvor overskuddet kun blev større og større.

Aarstiderne A/S går tilbage? Hvad kan der forventes i Aarstiderne A/S i fremtiden? Hvad er Aarstiderne A/S' markedsværdi ved et evt. salg?

Jeg vil med udgangspunkt i virksomhedens årsrapporter foretage en regnskabsanalyse af Aarstiderne A/S. Denne regnskabsanalyse, sammen med en strategisk analyse, benyttes til en vurdering af virksomhedens fremtidige økonomiske udvikling og værdi, som herefter videreføres med budgettering med det formål at opstille finansielle opgørelser i budgetform, dvs. proforma-årsregnskaber. Med et sæt proforma-årsregnskaber vil jeg lave en værdiansættelse af Aarstiderne A/S.

Denne strategiske regnskabsanalyse skal ligeledes bruges til at komme med begrundelser for, hvorfor virksomhedens regnskabsmæssige resultat er meget faldende fra 2017 til 2018. Sammen med Blue Ocean Strategy vil jeg også fremkomme med et bud på den fremtidige udvikling for virksomheden og give forslag til den fremtidige strategiske udvikling.

Denne opgave er lavet under coronakrisen i forår 2020, mens der i virksomheder landet over bliver fyret mange medarbejdere, hvor nedlukningen af Danmark fortsætter, så klarer Aarstiderne sig godt, fordi danskere efter regeringens anbefaling prioriterer og betaler for varer med levering for at undgå smitte. Jeg har valgt ikke at tage denne ”udsædvanlig” vækst med i min ”base case” af værdiansættelse.

Det er svært at afgøre, præcis hvad effekten af krisen med lukningerne har haft på økonomien. Regeringen i Danmark har kastet milliarder af kroner efter hjælpepakker til erhvervsliv og lønmodtagere for at minimere de kortsigtede konsekvenser af coronakrisen.

Jeg vil lave en følsomhedsanalyse som vil vise ”best case” scenariet med vækst, mens den økonomiske nedgang med faldet i vækstudsigterne i Danmark som følge af krisen vil ses som ”worst case” scenariet.

1.3 Problemformulering

Det overordnede formål med opgaven er at udarbejde en strategisk analyse samt en værdiansættelse af Aarstiderne A/S.

Opgavens hovedspørgsmål er derfor:

Hvad er den teoretiske værdi af Aarstiderne A/S set fra en ekstern analytikers synsvinkel?

Kan Aarstiderne A/S skabe en mere positiv økonomisk udvikling med evt. nye tiltag?

For at kunne besvare problemformuleringen opstilles følgende undersøgelsesspørgsmål, der skal være med til at uddybe ovenstående problemformulering:

- Hvilke samfundsmæssige og brancheforhold påvirker Aarstiderne A/S’ indtjeningsevne og hvordan er udvikling for disse faktorer?
- Hvordan har udviklingen af de centrale finansielle drivere været i analyseperioden?
- Hvad er Aarstiderne A/S’ forventede indtjening?
- Har Aarstiderne A/S muligheder for at skabe et blå ocean?

1.4 Afgrænsning

Afhandlingen vil blive udarbejdet ud fra en ekstern synsvinkel, da der kun benyttes offentligt tilgængeligt materiale fra Aarstiderne A/S’ hjemmeside, årsrapporter samt artikler om virksomheden.

Afhandling er skrevet med udgangspunkt i faget regnskabsanalyse og værdiansættelse, hvilket indebærer, at opgavens fokus er på analyse af interne og eksterne strategifaktorer, reformulering af årsrapporter samt beregning af nøgletal, og til sidst værdiansættelse af virksomheden.

Jeg vil endvidere arbejde med Blue Ocean Strategy, som ikke har været en del af undervisningen på HD-studiet.

Dette betyder, at denne opgave hovedsagligt vil tage udgangspunkt i bogen ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang” og ”Blue Ocean Strategy”.

Hovedopgaven udarbejdes udelukkende med udgangspunkt i Aarstiderne A/S-koncernen, hvorfor ejerne og Aarstiderne A/S’ datterselskaber ikke inddrages pga. opgavens omfang.

Regnskabsanalysen er fortaget på baggrund af de seneste fem årsrapporter. Herunder er der ikke kommenteret på anvendte regnskabspraksis, da det ikke vurderes relevant for problemformuleringen. Derimod er andre dele af årsrapporterne, såsom noter og ledelsens årsberetninger, anvendt til at fuldstændiggøre regnskabsanalysen.

I regnskabsanalysen vil jeg analysere regnskaber for perioden 2014 til 2018. Årsrapporten for 2019 vil ikke indgå i analysen, idet denne ikke er offentliggjort tids nok til at give mulighed for dette. Der vil heller ikke foretages en dybere analyse af påtegningerne i årsrapporterne, men anvendes oplysninger herfra i min analyse.

I den strategiske del af opgaven vil teorier og modeller PESTEL, Porters Five Forces, værdikæde og SWOT-analyse blive beskrevet og anvendt.

I afsnittet om Blue Ocean Strategy har jeg valgt kun at beskrive de veje til et blå ocean, som jeg mener, er relevante i Aarstiderne A/S’ tilfælde.

På grund af opgavens omfang bliver der ikke foretaget virksomhedssammenligning, hvor virksomhedens regnskabs- og nøgletal sammenholdes med de nærmeste konkurrenter inden for branchen.

Værdiansættelsen foretages med udgangspunkt i DCF-modellen og efterkontrolleres med RIDO-modellen.

De andre værdiansættelsesmodeller inddrages ikke i opgaven, dels pga. opgavens omfang og dels fordi inddragelsen af andre værdiansættelsesmodeller vil overflødiggøre DCF-modellen og dermed begrænse dens dybde præsenteret i opgaven.

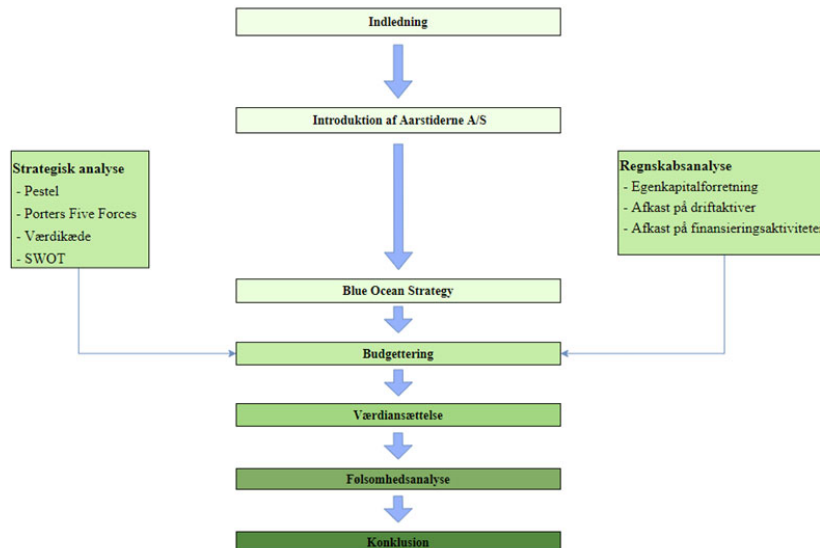
Jeg har i stort omfang anvendt oplysninger fra virksomhedens hjemmeside www.aarstiderne.com. I de tilfælde, hvor jeg har anvendt direkte citater eller andre væsentlige oplysninger, henviser jeg til det fuldkomne hyperlink. I de resterende tilfælde henviser jeg kun til virksomhedens hjemmeside.

Jeg har haft kontakt til Aarstiderne A/S i forbindelse med denne afhandling, men det har selvfølgelig været begrænset, hvad de har villet oplyse om, hvorfor den interne strategianalyse ikke kan betragtes som fyldestgørende.

Jeg vil i den resterende del af afhandlingen henvise til Aarstiderne A/S som Aarstiderne.

1.5 Opbygning og metodevalg

Opgavens overordnede formål er at værdiansætte Aarstiderne. For at kunne udføre værdiansættelsen og derved besvare problemformuleringen, vil jeg bruge en række analysemodeller og jeg har valgt at opbygge min rapport ud fra følgende overordnede struktur:



1.5.1 Introduktion af Aarstiderne A/S

Opgaven starter jeg med at beskrive virksomheden og forsøger at give læserne et overordnet indtryk af virksomheden.

1.5.2 Strategisk analyse

Den strategiske analyse er primært bygget op omkring kvalitativt materiale. Dette kvalitative data er anvendt i forbindelse med den generelle beskrivelse af Aarstiderne, analysen af omverdens faktorerne og analyse af konkurrenceintensiteten mv.

Ved hjælp af en strategisk analyse ser jeg nærmere på virksomheden, som vil bestå af en analyse af interne og eksterne strategifaktorer.

Jeg har udvalgt ovennævnte modeller under strategisk analyse på følgende baggrund:

Den eksterne analyse udarbejdes med baggrund i en PESTEL-analyse og Porters Five Forces. PESTEL-analysen avendes til at analysere, hvordan makroforholdene påvirker Aarstiderne. Ved anvendelse af denne model analyseres de politiske og lovgivningsmæssige forhold, de økonomiske forhold, de sociokulturelle og miljømæssige forhold samt de teknologiske forhold.

Den eksterne analyse afsluttes med Porters Five Forces-modellen, hvis formål er at analysere, hvor attraktivt markedet for måltidskasser er. Med Porters Five Forces analyseres rivaliseringen i branchen mellem eksisterende virksomheder, trusler fra potentielle indtrængere, trusler fra substituerende produkter samt købernes og leverandørenes forhandlingsstyrke.

Intern analyse med Værdikæden er valgt for at analysere virksomhedens effektivitet og kernekompetencer, som er med til at skabe Aarstidernes vedvarende konkurrencefordele.

I en SWOT-analyse vil jeg opsummere virksomhedens vigtigste parametre, som et supplement til regnskabsanalysen vil kunne give et overblik over de kvalitative faktorer, der skal indgå i vurderingen af virksomheden og derefter en værdiansættelse (i en sådan situation vil analysens indhold naturligvis være begrænset til de forhold, man som ekstern analytiker har mulighed for at undersøge).

1.5.3 Blue Ocean Strategy

Så vil jeg se nærmere på Blue Ocean Strategy og prøve at sætte Aarstiderne ind i denne sammenhæng. Hertil har jeg bl.a. skulle bruge eksterne holdninger og meninger om nøglefaktorer i forbindelse med køb af måltidskasser. Da jeg ikke har haft mulighed for, at komme i kontakt med Aarstidernes kunder, og pga. manglende ressourcer til en statistisk korrekt undersøgelse, baserer disse nøglefaktorer på egne holdninger, samt et udvalg af bekendtes ved udfyldelse af et spørgeskema.

1.5.4 Regnskabsanalyse

Den regnskabsmæssige analyse er primært opbygget af kvantitativt materiale i form af offentliggjorte årsrapporter fra de seneste 5 år.

Jeg vil reformulere årsrapporterne for Aarstiderne fra 2014 til 2018 og herudfra beregne de relevante nøgletal. De beregnede nøgletal vil bruges til at analysere og vurdere virksomhedens resultater. Jeg vil vurdere nøgletallenes sammenhæng med konklusionerne i den strategiske regnskabsanalyse. De finansielle value driveres og de ikke-finansielle value driveres fra den strategiske analyse danner således grundlag for budgetforudsætningerne i det efterfølgende kapitel om budgettering.

1.5.5 Budgettering

Budgetteringen omfatter følgende poster; omsætningsvækst, overskudsgrad før skat, effektiv skattesats, aktivernes omsætningshastighed og andet driftsoverskud efter skat.

1.5.6 Værdiansættelse

Til sidst beregnes Aarstidernes egenkapital og virksomhedsværdi ud fra de fremtidige estimerede pengestrømme, der er fastsat i budget- og terminalperioden. Opgaven anvender DCF-modellen til at beregne Aarstidernes værdi, som efterkontrolleres med RIDO-modellen. Begge modeller resulterer således i samme værdiansættelsessum, og er indirekte metoder til at beregne en virksomheds værdi. DCF-metoden er valgt med baggrund i, at det er den mest anvendte værdiansættelsesmodel og fordi den er brugervenlig i og med, at mange forudsætninger for selv værdiansættelsen er tilgængelige via informationerne i årsrapporterne.

1.5.7 Følsomhedsanalyse

Jeg vil lave en følsomhedsanalyse, hvis formål er at synliggøre, hvor stor en påvirkning det har på Aarstidernes værdi, såfremt en af de væsentlige drivere ændres. F.eks. påvirkningen af coronakrisen med de ”ekstra” vækst i 2020, og den økonomiske nedgang for hele Danmark og verden kan være med til de væsentlige drivere ændres, følsomhedsanalysen vil ses både med ”best case” scenariet og ”worst case” scenariet.

1.5.8 Konklusion

Sammendrag af delkonklusioner og en samlet konklusion på problemstillingen.

2. Introduktion af Aarstiderne A/S

2.1 Aarstiderne – kort fortalt

Aarstiderne laver kasser med økologisk frugt, grønt og kolonial som leveres på kundernes dørtrin på abonnementsbasis. I dag leverer Aarstiderne til ca. 70.000 aktive kunder i Danmark og Sverige¹.

Aarstiderne dyrker selv grøntsager i deres haver på Krogerup Avlsgaard i nordsjællandske Humlebæk og på gården Barritskov ved østjyske Vejle. Dertil købes frugt og grønt hos både danske og udenlandske økologiske grønt- og frugtavlere. Den helt simple tanke er at gøre vejen fra jord til bord så kort som muligt – det kalder jordforbindelse.

Ideen om at dyrke grøntsager i direkte kontakt med kunderne startede allerede i 1996, hvor landmanden Thomas Harttung stiftede foreningen Barritskov Grøntsagshave. I starten var der 100 medlemmer. De hentede selv kasserne med friske økologiske grøntsager, som var dyrket i haven. Sæsonen varede dengang 10 uger.

Året efter etablerede kokken Søren Ejlersen Urtekompaniet – en vestsjællandsk søsterhave til Barritskov Grøntsagshave.

Thomas Harttung og Søren Ejlersen gik i 1999 sammen om at stifte Aarstiderne. Til forskel fra både Barritskov Grøntsagshave og Urtekompaniet, startede Aarstiderne med at køre kasserne helt ud til kunderne. Dertil kom en simpel hjemmeside og grundpillen til Aarstiderne var lagt og jordforbindelsen etableret.

I dag har grønt- og frugtkasserne fået følgeskab af bl.a. fiske- og kødkasser og ikke mindst måltidskasserne - kasser med opskrifter og alle nødvendige råvarer og ingredienser i varierende størrelser fra singlen til alenefaren til fire, og der kommer nye kasser til hvert år. Mange tidligere grøntsagskassekunder er blevet måltidskassekunder.

Markedet for måltidskasser har været stærkt på vej opad i de seneste mange år, og det nyder Aarstiderne især godt af. Aarstiderne har siden år 2000 syv år i træk landet rekordregnskab. I 2016 har Aarstiderne leveret tæt på 9.000.000 måltider, i 2017 leverede de ugentligt omkring 250.000 måltidskasser til godt 60.000 kunder.

Aarstiderne har i dag en omsætning på 685 mio. (2018 regnskab), og knap 300 ansatte (omregnet til fuldtidsstillinger ca. 269 medarbejdere) der er med til at producere og levere de mange mio. kasser om året.

3. Strategisk analyse

Den interne og den eksterne analyse kaldes samlet for den strategiske analyse, som er det første skridt i den fundamentale værdiansættelsesproces af en virksomhed.

Formålet med den strategiske analyse af Aarstiderne er, at identificere de faktorer, der primært påvirker værdien af virksomheden. Med en omverdensanalyse kan vi identificere Aarstidernes ikke-finansielle værdidrivere samt de risikofaktorer, som er forbundet med Aarstidernes primære aktivitet, som kan have væsentlig betydning for værdiskabelsen. Det vil også belyse de forhold, der

¹ Kilde: <https://www.aarstiderne.com/om-aarstiderne/baggrund-og-tal>

har indflydelse på de finansielle værdidrivere. De ikke-finansielle værdidrivere er kvalitative i sin natur og er determinanterne for de finansielle drivere, som er kvantitative (numeriske) i sin natur. Dette betyder, at de finansielle værdidrivere forekommer som et resultat af de ikke-finansielle værdidrivere.

Formålet med identificeringen af de ikke-finansielle værdidrivere er, at nå frem til budgetforudsætningerne, som er anvendt i budgetteringen, der ligger til grund for værdiansættelse af Aarstiderne.

3.1 Ekstern analyse

Den eksterne analyse er delt op i to dele. En analyse af makromiljøet og en analyse af mikromiljøet.

Makromiljøet kendetegnes ved de forhold, som Aarstiderne ikke kan påvirke, men som alligevel har indflydelse på Aarstidernes udvikling og dens muligheder for at skabe værdi. På makroniveau systematiseres de ofte i den såkaldt PESTEL-analyse. PESTEL er en forkortelse for politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold.

Mikromiljøet er kendetegnet ved de faktorer, der også har indflydelse på Aarstidernes udvikling, men som Aarstiderne kan påvirke. Det drejer sig om en række interessenter, som Aarstiderne er i løbende kontakt med. Der er således tale om Aarstidernes kunder, konkurrenter og leverandører og deres indflydelse på Aarstidernes indtjeningsmuligheder.

En Porters Five Forces-model vil bruges til en analyse af Aarstidernes mikromiljø.



Figur²

3.1.1 PESTEL-analyse

Som ovenfor beskrevet, omhandler PESTEL-analysen de politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold, som Aarstiderne ikke kan påvirke. PESTEL-analysen er dog i forbindelse med denne opgave begrænset til de nøgelfaktorer, hvori ændringer vurderes at have størst indflydelse på Aarstidernes fremtidige værdiskabende evne.

3.1.1.1 Politiske og lovgivningsmæssige forhold

Der er mange politiske og lovgivningsmæssige forhold, der har indflydelse på Aarstiderne.

² Kilde: <http://marketing-info.dk/Lektioner/8.pdf> side 6

Da Aastidernes idégrundlag er at levere økologiske fødevarer til kunder, kan lovgivning omkring økologi og fødevarer påvirke Aarstiderne væsentligt. Jo mildere lovgivningen bliver på området, jo nemmere/billigere bliver det for Aarstiderne, at producere/sælge deres varer som økologiske. Der er som regel en sammenhæng mellem antallet af krav og størrelsen af omkostninger ved at opfylde disse krav. Dermed, jo strammere lovgivningen bliver, jo sværere vil det være for konkurrenter at starte op på det økologiske marked. Disse forhold kan udvikle sig både positivt og negativt for virksomheden.

Aarstiderne sælger varer med det danske Ø-mærke, som er et af verdens mest restriktive. Det betyder, at det er et statskontrolleret økologisk produkt, der lever op til EU's regler for økologisk landbrug eller danske regler for økologisk husdyrproduktion.

Skatte- og afgiftslovgivningen er også væsentlig, da den påvirker både Aarstiderne og andre virksomheder på flere måder.

I Danmark skal selskaber betale selskabsskat - en procentsats af deres skattepligtige indkomst. Aarstiderne betalte 22% i 2018. Desto mindre skat Aarstiderne skal betale af deres resultat, jo mere kapital har Aarstiderne tilbage til at udvikle virksomheden.

Ligeledes har momslovgivningen betydning, da denne har indvirkning på måltidskassernes salgspriser. Hvis momsen på frugt og grønt blev sat ned, ville det sandsynligvis have en positiv indvirkning på Aarstidernes salg heraf.

Lovgivningen i Danmark og EU påvirker også Aarstiderne. Da firmaet både sælger på det danske og det svenske marked, og måske senere i andre lande, er der også forskellige lovgivninger, der spiller ind, da det sandsynligvis vil være nødvendigt for Aarstiderne, at få deres varer godkendt til det pågældendes lands økologimærke. Og at virksomhederne finder nye måder, at reklamere deres produkter på mht. markedsføringsloven.

3.1.1.2 Økonomiske forhold

De økonomiske forhold i Aarstidernes makromiljø har en afgørende betydning for virksomhedens indtjeningsmuligheder. I dette afsnit diskuteres særligt de faktorer, der efter min vurdering har den største indflydelse på Aarstidernes indtjeningsmuligheder.

Samfundets økonomiske situation i Danmark påvirker alle virksomheder i landet. Jo bedre økonomi, der er i landet, jo mere påvirkes virksomhederne positivt.

Økonomisk vækst og stigende BNP i landet er vigtige faktorer for Aarstiderne, da de direkte kan påvirke firmaets omsætning. Udviklingen i BNP kan fortolkes som udviklingen i købekraften hos befolkningen, en voksende BNP signalerer en stigning i BNP pr. indbygger, hvilket betyder større disponibel indkomst pr. indbygger.

Der er en klar positiv sammenhæng mellem forbrug og disponibel indkomst; når indkomsten stiger, stiger forbruget tilsvarende, omvendt falder indkomsten, falder forbruget tilsvarende.

Indkomst er forudsætningen for forbrug. Indkomstniveauet bestemmer niveauet for forbrugskapacitet og påvirker direkte forbrugertilliden, forbrugslysten og forbrugspotentialet. Jo større disponibel indkomst pr. indbygger, des større sandsynlighed for køb af Aarstidernes målkasser med økologivarer.

If. Økonomisk Redegørelse 2019 fra Finansministeriet forventes den økonomiske vækst at falde i forhold til de tidligere år i Danmark.

*”Efter fremgang på omtrent 2½ pct. om året de seneste år står dansk økonomi nu på toppen af en højkonjunktur. Samtidig viser den globale økonomi tegn på afmatning, og der er derfor udsigt til, at væksten går ned i tempo. BNP ventes at stige med ca. 1½ pct. i 2020 og 2021. Der er udsigt til, at beskæftigelsen fortsætter med at vokse, og at ledighedskøen vil forblive kort. Udviklingen i udlandet er en usikkerhedsfaktor. Hvis den globale økonomi bremser yderligere op, vil det sætte sig i den danske vækst.”*³

Med en lav arbejdsløshed, vil der give flere penge i samfundet, og flere vil synes, at de har råd til at betale for og prioritere økologiske varer pga. høj kvalitet samt hensyn til miljø og natur. Det samme vil også være tilfældet ved de generelle udviklinger i økonomiske forhold såsom lønstigninger, skattebesparelser og andet, der giver forbrugerne flere penge at bruge, som igen kan være med til at ændre forbrugsmønstret.

Overstående forventning er beskrevet inden virusudbruddet i 2020, coronavirussen har desværre medført en høj arbejdsløshed i Danmark, regeringen arbejder på at forbedre og udvide de forskellige hjælpepakker, så påvirkningen fra coronavirussen ikke er længerevarende. Der er forventning om, at udviklingen vender hurtigt i den rigtige retning igen.

Da Aarstiderne også deler måltidskasser ud i Sverige, som de seneste år har vist sig at være et voksende marked for virksomheden, vil svingende valutakurser i Sverige give negativ indflydelse på regnskabet.

Prisudvikling i råvarer til produktionen af grøntsager/frugt, samt udvikling i priserne på varer indkøbt til videresalg kan have betydning for Aarstiderne.

3.1.1.3 Sociokulturelle og miljømæssige forhold

I dette afsnit behandles særligt de faktorer der vedrører de sociokulturelle og miljømæssige forhold, der efter min vurdering har de største betydninger for Aarstidernes indtjeningsmuligheder.

Der er mange sociale forhold, som påvirker Aarstiderne.

Der er en stigende global interesse for miljøet og sundhed, og under disse interesser hører også interessen for økologi. I de seneste år har der være en stigende interesse for at købe økologisk, og leve en sundere livsstil. Aarstidernes økologiske produkter er miljøkorrekte. Den stigende interesse påvirker eksempelvis måltidskasserne med frugt og grønt, som dermed øger deres marked og dermed afsætningsmuligheder.

I 2018 er der for første gang lavet en tilbagevendende analyse af måltidskasser. Analysen viser, at 6 pct. af danskerne købte en måltidskasse i september og oktober 2018. Danskernes stigende trang til lette madløsninger spreder sig som en hvirvelvind, og markedslederen Aarstiderne klarer sig bedst med 48 procent af de danskere, som foretrækker måltidskasser.⁴

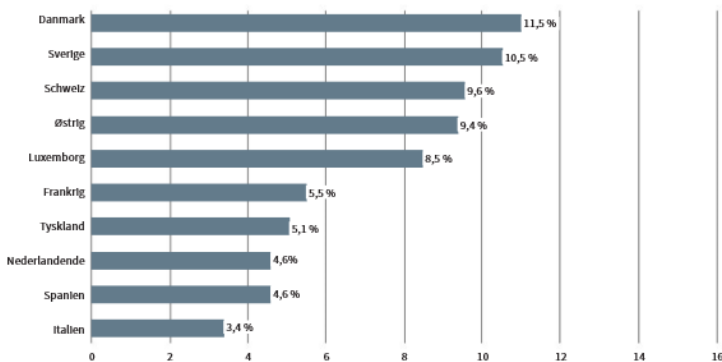
³ Kilde: <https://www.fm.dk/publikationer/2019/oekonomisk-redegoerelse-dec-19>

⁴ Kilde: <https://finans.dk/erhverv/ECE11152754/analyse-seks-procent-af-danskerne-koeber-maaltidskasser/?ctxref=ext>

Det schweiziske forskningscenter FiBL og den internationale økologiske organisation, IFOAM har i 2018 offentliggjort en international rapport der viser at danskerne sætter ny økologisk verdensrekord. Danmark havde på daværende tidspunkt passeret 10 procent i økologisk markedsandel – som det første land i verden, se figur herunder: ⁵

Nedenstående figur viser, at Danmark har de mest pro-økologiske forbrugere efterfulgt af Sverige og Schweiz.

LANDE MED DEN HØJESTE ØKO-ANDEL



Kilde: Tabellen er baseret på FiBLs tabel over de økologiske markedsandele i 2017 samt estimat af Økologisk Landsforening for 2018 fremskrevet ud fra den procentvise vækst fra 2016-2017. Økologiandelen for Danmark er den faktiske andel baseret på tal fra Danmarks Statistik.

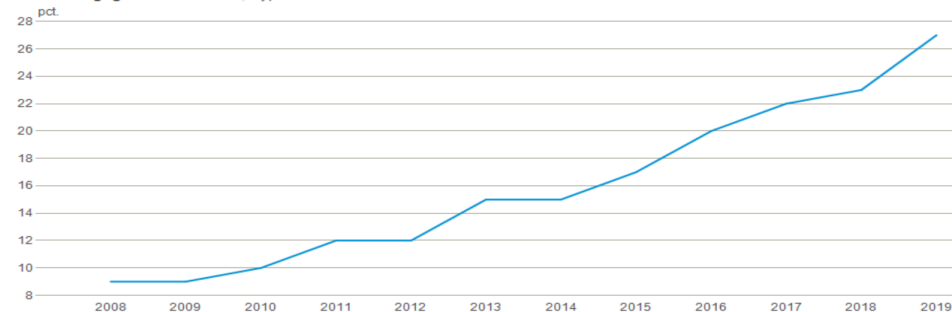
I samfundet sker der også ændringer i brugen af internettet (nettet). Der er en stigning i internetkøb. Stigningen i køb via nettet, kan skyldes at sikkerheden ved sådanne køb er blevet væsentligt forbedret. Dog skal virksomheden fortsat sikre, at ingen kan misbruge kundernes personlige oplysninger, når de handler med dem, idet dette vil kunne påvirke virksomheden meget negativt.

De danske forbrugere er vilde med at handle på nettet. Det bliver bekræftet af Danmarks Statistiks analyse - It-anvendelse i befolkningen⁶. Analysen viser, at 4 ud af 5 danskere har handlet på nettet inden for det seneste år.

Hvis vi kigger nærmere på internetkøb for madvarer, er den også vokset, fra at det for blot 10 år siden kun var 9 procent af befolkningen, som havde handlet madvarer på nettet over en etårig periode, er det i dag 27 procent. Udviklingen fra 2008 til 2019 kan ses herunder:

Internetkøb inden for sidste år

Produkt: Dagligvarer/madvarer | Type: I alt



Kilde: Danmarks Statistik

⁵ Kilde: https://issuu.com/okologidk/docs/markedsnotat_2019 side 26

⁶ Kilde: <https://www.dst.dk/da/Statistik/Publikationer/VisPub?cid=29448>

3.1.1.4 Teknologiske forhold

I dette afsnit behandles særligt de faktorer der vedrører de teknologiske faktorer, der kan have en stor betydning for Aarstidernes indtjeningsmuligheder.

Den tilgængelige teknologi har stor indflydelse på produktionens kvalitet og hastighed. Teknologi omfatter f.eks. udvikling af nye produktionsmetoder, it-system til at styrke leveringssikkerheden og nye robotter til at stable kasserne.

Aarstiderne fik en udbygning af det gamle pakkeri i 2016 med mere plads, og med to nye produktionslinjer på ferskvarer og grønt, som øger aktiviteten med 80% i forhold til daværende niveau.

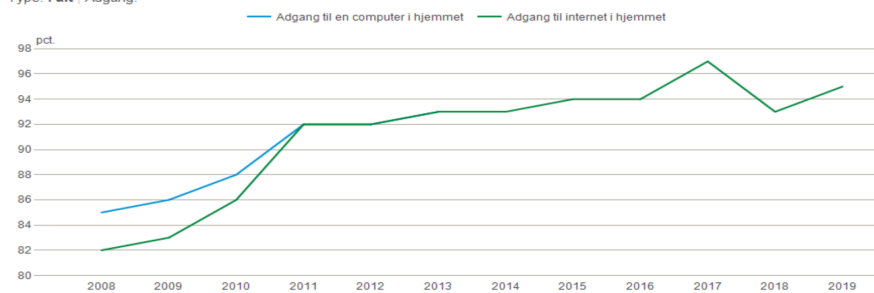
Aarstiderne vil med fordel fortsætte med at fokusere på udvikling inden for pakkerier, dyrkning og innovationsforskning, for med nuværende vækst for måltidskasser, kan de nemt blive overhalet af tiden og teknologien.

Udviklingen og forbedringen af netværks- og kommunikationsvirksomheder har i høj grad fremmet udviklingen af e-handelsvirksomheder. E-handel ledsager og øger også den hurtige udvikling af leverings/transport branchen. Aarstidernes kan med fordel også have fokus på teknologien på transportområdet, og ny løsning på brændstofdudfordringen, da det kan påvirke både virksomhedens økonomi og værdi mht. miljøløft.

Al Aarstidernes salg baseres jo på salg i gennem internettet, og derfor har teknologi indenfor it en meget væsentlig betydning for Aarstiderne. Let adgang til pc, smartphones og tablets med internet øger muligheden for, at flere forbrugere vil se Aarstidernes hjemmeside, og derved øges muligheden for yderligere bestillinger og salg. Figuren herunder viser at antallet af familier, der har adgang til pc og adgang til internettet i hjemmet er stigende i Danmark; denne udvikling er til fordel for Aarstiderne.

Familiernes adgang til pc og internet i hjemmet

Type: I alt | Adgang:



Kilde: Danmarks Statistik

3.1.1.5 Delkonklusion

Der er mange væsentlige eksterne forhold, som har betydning for Aarstidernes strategiudvikling.

Økonomisk vækst og BNP i landet er vigtigste faktorer for Aarstiderne. Jo bedre økonomi, der er i landet, jo mere påvirkes virksomhederne positivt, og omvendt.

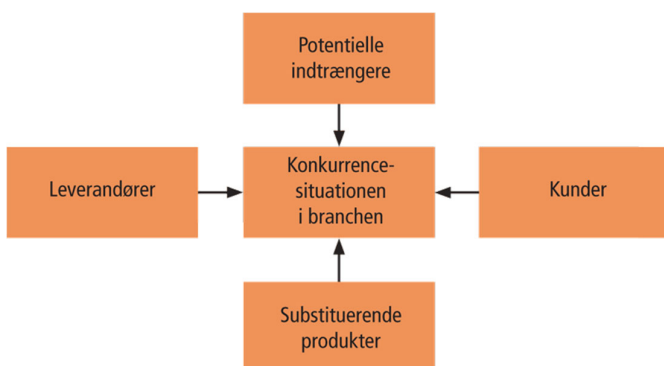
Noget af det, der også har den største betydning, er de sociale forhold, især med henblik på, hvilke ændringer befolkningens værdier gennemgår. Den stigende interesse for miljø, dyrevelfærd, økologi mv., er til fordel for Aarstiderne. Det åbner for et større kundegrundlag.

Teknologien er også et vigtigt eksternt forhold for Aarstidernes strategiudvikling, i form af den udvikling, som internettet har medført, da dette giver flere muligheder for Aarstidernes salg over internettet.

Efter at have fortaget en analyse af Aarstidernes makromiljø vha. PESTEL-modellen, fortages der i det næste afsnit en analyse af mikromiljøet.

3.1.2 Porters Five Forces

Mikromiljøet analyseres vha. af Porters Five Forces. I den strategiske planlægning anvendes Porters Five Forces til analyse af, hvor attraktiv en branche er. Branchens attraktivitet afhænger af fem forskellige faktorer, jf. nedenstående figur. Jo større indflydelse de enkelte faktorer har på en branche, desto mindre er indtjeningsmuligheder i den pågældende branche.



figur P5F ⁷

3.1.2.1 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder fortæller noget om konkurrencegraden i branchen. Er konkurrencesituationen høj, vil indtjeningsmulighederne være mindre.

Der ses en stigende tendens til, at markedet for måltidskasser vokser kraftigt i Danmark⁸. Det kan man se på omsætninger fra Aarstiderne, som er vokset fra 368 mio. til 685 mio. på bare fem år fra 2014 til 2018.

Flere og flere leverandører træder ind på markedet i dag. For regnskabsåret 2018 måtte Aarstiderne nøjes med en fremgang på 2 pct. bl.a. udløst af hårdere konkurrence. Aarstiderne er dog stadig den største spiller på det danske markedet som tilbyder økologiske måltider.

Der er mange konkurrenter i branchen for måltidskasser, f.eks. kan nævnes: RetNemt, Nemlig.com, Simple Feast, Skagenfood, Kokkens Hverdagsmad, mv.

Vi kan se nærmere på en af de største konkurrenter til Aarstiderne, Nemlig.com. If. "Dansk Erhverv", ligger Nemlig.com på en andenplads med 15 procent af danskerne foretrukne indenfor

⁷ Kilde: <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3415>

⁸ Kilde: <https://trendsonline.dk/2019/10/31/online-trend-maaltidskasser-i-kraftig-vaekst/>

måltidskasser, kun overgået af markedslederen Aarstiderne, der ligger på 48 procent og efterfulgt af Skagenfood med 10 procent⁹.

Nemlig.com er landets største aktør inden for dagligvarehandel på nettet. I august 2018 meldte Nemlig.com ind i krigen om måltidskassemarkedet og hos Nemlig.com kan man både bestille måltidskasser og handle alle øvrige dagligvarer online på samme tid.

Nemlig.com har samme koncept som Aarstiderne med at der leveres råvarer med opskrifter. Det der er anderledes end Aarstiderne er, Nemlig.com har seks forskellige måltidskasser. Kunden kan købe faste kasser eller skræddersy sin helt egen kasse ud fra ugens opskrifter med økologisk og ikke-økologisk kasser.

Her har Aarstiderne kun økologiske varer, men til gengæld mange flere kasser, der kan vælges i mellem.

I branchen for måltidskasser, må der siges at være få differentieringsmuligheder, hvilket kan medvirke til at gøre prisen til et afgørende parameter for kunden. De parametre, der er at spille på, er udvalget af produkterne og kvaliteten heraf, samt den service, der tilbydes.

Jeg tror også på at mange danske har valgt Nemlig.com, pga. deres fleksible fordele ved måltidskassekonceptet, som f.eks. fleksibel levering, kan selv skræddersy egen måltidskasse ud fra ugens opskrifter.

Dysten om at levere måltidskasser til danskerne er i forvejen intens med flere aktører, en tysk madkoncern Marley Spoon med hovedsæde i Berlin er i 2019 også startet med levering af måltidskasser på abonnementsbasis i Danmark. Selskabet markerer sig med, at de tilbyder 20 nye opskrifter hver uge¹⁰.

Der findes endvidere mange helt små konkurrenter, som leverer til lokalområder. Nogle kunder ønsker at handle og støtte lokalt. Her må Aarstiderne konkurrere på sit anerkendte image, den store erfaring, de har og de stordriftsfordele, de kan give kunderne (eksempelvis et bredere sortiment).

Hvis man kigger bredere på konkurrenter, ud over dem som leverer måltidskasser, er der endnu flere ”indirekte” konkurrenter, idet fødevarer inkl. økologisk frugt og grønt generelt fås rigtig mange steder, eksempelvis supermarkeder, hos købmænd, hos grønthandlere mv.! I forhold til disse konkurrenter, vil Aarstiderne have en væsentlig højere pris. Derfor er deres konkurrencemæssige fordel, som de kan fremhæve, den nemhed kunden får i form af levering til døren og medfølgende opskrifter, hvor kunden får råvarerne indeholdende alle ingredienserne til at lave måltidet, samt Aarstidernes løfter om at levere varieret, sundt og 100 % økologisk mad.

Aarstiderne med sine abonnement-løsninger sikres en solid kundeloyalitet og udfra udbydere af måltidskasser, synes jeg ikke at der er mange trusler fra den helt snævre konkurrence.

⁹ Kilde: <https://finans.dk/erhverv/ECE11333624/nemligcom-tromler-frem-med-maaltidskasser/>

¹⁰ Kilde: <https://finans.dk/erhverv/ECE11655061/tysk-selskab-vil-saette-sig-paa-maaltidskasser-til-danskerne/>

3.1.2.2 Trussel fra potentielle indtrængere

Stordriftsjuridiske og erfaringsfordele, "first mover" advantage, adgang til distributionskanaler og aftaler, juridiske barrierer samt muligheden for overnormale overskud er bl.a. de faktorer, som nye indtrængere bør forholde sig til inden de træder ind på et nyt marked.

Aarstidernes størrelse og mangeårige eksistens giver virksomheden stordrifts- og erfaringsfordele. Virksomheden har en mulighed for at indgå aftaler med de mest attraktive licensudbydere og dermed være "first mover".

I forhold til, at f.eks. Aarstiderne år efter år viser overskud og området er et af de hurtigst voksende inden for dansk dagligvarehandel, er det på det parameter en attraktiv branche for nye udbydere.

I og med at måltidskasseløsningen bliver mere og mere populær, som kan ses på aktørernes forøgelse i abonnementer, giver det potentielt nye udbydere incitament til at forsøge sig med samme produkter. Dog kan det være svært at differentiere sine produkter fra de andres måltidskasser, og der kræves en vis kapital i forhold til leverandører og adgang til distributionskanaler. Ud fra ovenstående, anses truslen fra nye udbydere som relativ stor.

Høje omkostninger forbundet med at starte på måltidskassemarkedet kan virke som en stor adgangsbarriere. Investeringer i logistikomkostninger til biler og planlægning af udbringningen, er faktorer som gør adgangsbarriererne højere for nye konkurrenter. Der er også udgifter til at skaffe de rigtige leverandører.

Stort udvalg/sortiment og hurtigere levering kan hurtigt oparbejde for mange omkostninger for nyetablerede virksomheder på dette marked, enten ved for meget varekøb, som må kasseres eller ved for høje købspriser/leveringsomkostninger, fordi varen bestilles i sidste øjeblik.

Transportomkostningerne udgør en stor del af omkostninger: i starten har man måske ikke så mange kunder, derfor er det nødvendigt, at man starter med, kun at levere til et mindre geografisk område, hvori virksomheden er beliggende. Når man så har fået et veletableret ry blandt sine kunder og er blevet mere kendt i forhold til andre, kan man begynde at udvide dette geografiske område.

I dagligvarenethandelsbrancher er denne barriere blevet overvundet af deres forretningsposition. Som f.eks. under afsnit overfor "Rivalisering mellem eksisterende virksomheder" er der også nævnt at både den danske nethandel nemlig.com og udenlandske madkoncern Tysk Marley Spoon er gået ind i måltidskassemarkedet inden for de sidst to år.

Nye konkurrenter til Aarstiderne, kan også have lave adgangsbarrierer, hvis de ikke konkurrerer direkte med Aarstidernes forretningsområde, måltidskasserne. Eksempelvis kunne en bod på en markedsplads indirekte være en konkurrent til Aarstiderne, hvis de udbyder lignende produkter. Endvidere har nye konkurrenter også den mulighed, at outsource eksempelvis leveringsdelen, hvilket kan give dem lavere etableringsomkostninger.

3.1.2.3 Trussel fra substituerende produkter

Substituerende produkter er produkter, som erstatter et andet. Dét at noget er substituerende, betyder at det er noget, kunderne potentielt køber i stedet for et andet produkt. Kunderne køber altså ikke begge produkter, men køber det ene produkt i stedet for det andet, da de opfylder samme behov. De kan nogle gange udgøre en større trussel end direkte konkurrenter.

Hvis man ser på måltidskassen med økologiske fødevarer inkl. frugt og grønt, er substituerende produkter andre madvarer, der kan tilfredsstille det basale behov.

Hvis substituerende produkter til måltidskassen defineres som mad der kan udbringes, hvor produktet lægger vægt på økologi og at det skal være sundt, udbringning af mad er let tilgængelig, og der kommer flere udbydere på den front, og man i dag kan købe økologiske madvarer stort set alle steder i landets supermarkeder, vurderes truslen fra substituerende produkter som stor.

3.1.2.4 Købernes forhandlingsstyrke

Købernes forhandlingsstyrke påvirker også en virksomheds indtjeningsmuligheder. Købernes forhandlingsstyrke er afhængig af virksomhedens mulighed for at diktere priser og fastsætte leverings- og betalingsbetingelser.

Der er i dag så mange muligheder, hvorpå forbrugerne kan få dækket det behov, som Aarstiderne tilbyder at dække. Forbrugerne har derfor en stor forhandlingskraft. Hvis de får en negativ oplevelse af virksomheden eller ikke føler sig tilfredse med deres varer, kan de meget nemt vælge andre alternativer, såsom at skifte til en anden virksomhed. Når måltidskasserne ikke er differentieret, og skifteomkostningerne er små, vil køberen sandsynligvis lede efter et prisbilligere alternativ, selv med de nødvendige søgeomkostninger. Ud fra dette vurderes at kunderne har en stor forhandlingskraft med de mange andre muligheder som kan dække samme behov.

Virksomheden skal pleje sit image og være meget opmærksom på tilfredsheden hos kunderne, så de spreder god omtale og dermed flere nye og loyale kunder.

Aarstiderne er opmærksom på at øge fokus på relationer til både kunder og avlere; det kan man læse i deres blog: *"Aarstiderne vil gøre os endnu dygtigere til at lytte til den menneskelige stemme. Den, der lyder menneskelig, og som fortjener menneskelig respons"*.

3.1.2.5 Leverandørenes forhandlingsstyrke

Leverandørenes forhandlingsstyrke kendetegnes ved deres mængde. Jo større antallet af leverandører er, desto lavere forhandlingsstyrke har de. Herudover afspejles leverandørenes forhandlingsstyrke igennem deres muligheder for at diktere priser samt salg- og leveringsbetingelser på deres vare og tjenesteydelser.

Aarstiderne har mange leverandører, hvilket trækker de enkelte leverandørers forhandlingsstyrke nedad. Man kan læse på deres hjemmeside at de var oppe på 226 avlere og producenter i ind- og udland i 2017. Der finders mange flere øko-omlagte hektar i både ind- og udland, som giver Aarstiderne muligheder med valg af de økologiske leverandører.

Når der er så mange leverandører, vil eventuelle krav fra en leverandør ikke påvirke Aarstiderne så meget. Det vil være nemt at skifte en leverandør ud, og det kræver ikke store omkostninger med at finde/undersøge en ny leverandør, for at sikre, at denne kan leve op til den standard, som Aarstiderne forventer af sine leverandører.

3.1.2.6 Delkonklusion

Ud fra analysen af Aarstiderne med Porters Five Forces, er det min vurdering, at denne branche er præget af meget hård konkurrence.

Dette skyldes til dels, at virksomhedens kunder samlet set har stor forhandlingskraft, fordi de hurtigt og nemt kan skifte over til en konkurrent. Endvidere skyldes den hårde konkurrence også, at der er

så mange konkurrenter i form af både direkte og indirekte konkurrenter, samt så mange substituerende produkter.

Leverandørerne besidder ikke en voldsom stor forhandlingsstyrke, fordi disse er mere afhængige af Aarstiderne end omvendt. En virksomhed som Aarstiderne vil formentlig altid kunne skaffe leverandører til sine råvarer, netop fordi der er tale om så store mængder.

3.2 Intern analyse

Interne analyse med værdikæden bruges til at finde ud af, hvilke ting, der støtter og skaber værdi hele vejen igennem virksomheden. Den skal også hjælpe virksomheden med at blive bedre til, at skabe konkurrencemæssige fordele ved hver proces.

3.2.1 Værdikæde

Gennem en analyse af en virksomheds værdikæde vil jeg kigge på, hvorvidt de forskellige aktiviteter kan gøres mere effektive i Aarstiderne, og om virksomheden udnytter dens fulde potentiale?

En virksomheds værdikæde består af en række aktiviteter, der udføres for at produktudvikle, indkøbe, producere, markedsføre, levere og servicere virksomhedens produkt, som tilsammen skaber produktets værdi for kunden. Ved at foretage en værdikædeanalyse, analyseres alle de led, der tilsammen skaber virksomhedens konkurrenceevne. Den kan give virksomheden et fingerpeg om, hvor der kan spares, uden at dette vil reducere produktets nytteværdi for kunden, og hvor der bør indsættes ekstra ressourcer for, på en positiv måde, at differentiere virksomhedens produkt fra konkurrenternes produkter.

Værdikæden består af 9 aktiviteter, der hver for sig skaber værdi, og som skal sikre, at virksomheden tjener penge. Aktiviteterne er opdelt i:

- Primæraktiviteter
- Støtteaktiviteter

Værdikædens primæraktiviteter omfatter virksomhedens hovedaktivitetsområder, der alle har til formål at medvirke i processen med at fremstille den ydelse, som leveres til kunden.

De fem primæraktiviteter er:

- ✓ Indgående logistik: Omfatter modtagelse, kontrol og lagring af råvarer og hjælpematerialer.
- ✓ Produktion: Består af designudvikling og de aktiviteter, der omdanner de indkøbte råvarer og materialer til færdigvare.
- ✓ Udgående logistik: Omfatter aktiviteter som ordremodtagelse, pakning af de bestilte varer samt den fysiske distribution af varen til kunden.
- ✓ Markedsføring og salg: Består af en række aktiviteter der har til formål at få kunderne til at købe produktet. Sammenfattende kan det siges, at disse aktiviteter svarer til parametrene: produkt, pris, promotion og distribution.
- ✓ Service: Omfatter de aktiviteter der skal sikre at kunden får den fulde værdi af det købte produkt. Service kan f.eks. omfatte kundevejledning, installation og reparation.

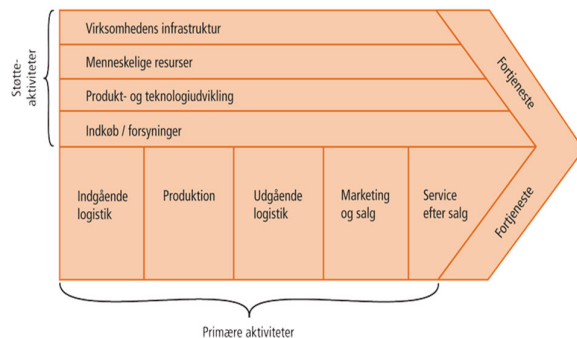
Støtteaktiviteterne i værdikæden har til formål at koordinere værdikædens hovedaktiviteter. Støtteaktiviteterne omfatter funktionerne: Infrastruktur, menneskelige ressourcer, teknologi og indkøb.

De fire støtteaktiviteter er:

- ✓ Virksomhedens struktur: Organisationsstruktur, ledelse, planlægning, økonomistyring m.v. Det drejer sig med andre ord om de overordnede styringsprocesser, der skal støtte de øvrige aktiviteter i hele værdikæden.
- ✓ Menneskelige ressourcer: Menneskelige ressourcer består af virksomhedens ledelse og øvrige medarbejdere. Denne støtteaktivitet har bl.a. til formål at sørge for rekruttering af medarbejdere og sikre veluddannede og motiverede medarbejdere.
- ✓ Teknologiske ressourcer: Den tilgængelige teknologi har stor indflydelse på produktionens kvalitet og hastighed. Teknologi omfatter f.eks. udvikling af nye produktionsmetoder m.m
- ✓ Indkøb: Indkøb består f.eks. af fastlæggelse af indkøbskvantum og valg af leverandører samt ordreafgivelse for alt, hvad der skal indkøbes i virksomheden.

I forhold til Aarstiderne vil jeg nu fastlægge, hvilke områder i virksomhedens værdikæde, der kan gøres mere effektive, og finde frem til det stærkeste led i Aarstidernes værdikæde. I den forbindelse kigger jeg kun på værdikæden i forhold til måltidskasserne.

Figur værdikæde¹¹



3.2.1.1 Primære aktiviteter

Indgående logistik

Aarstiderne er kendt for deres omtanke for miljøet. De har altid fragtet alle deres råvarer uden brug af flytransport, derfor prioriterer de køb af lokale varer.

Hos Aarstiderne består den indgående logistik af modtagelse og kontrol af varer fra deres egen gård og de andre leverandører.

Virksomheden lægger stor vægt på, at varerne, som blive modtaget, opfylder en høj standard, derfor prøver det at have så stor indflydelse på kvaliteten som muligt i den indgående logistik.

Råvarerne bliver tjekket for friskhed ved hjælp af kvalitetskontrol, før den sendes videre ud i systemet.

¹¹ Kilde: <https://vob.systime.dk/index.php?id=612>

Råvarerne i Aarstiderne kan groft opdeles i den frugt, grønt, kød, fisk og kolonial, som hver især har forskellig holdbarhed. Mange af varerne har en kort holdbarhed, derfor er det vigtigt, at varerne er pakket forsvarligt i forhold til transporten fra gårdene og leverandørerne og at den videre vej gennem virksomheden/mellemtransporten fra pakkeriet på Barritskov til én af de 9 fordelingscentraler i Danmark og de 4 fordelingscentraler i Sverige.

Transporten foretages primært i Aarstidernes egen 40 tons lastbil, varerne skal altid køles eller fryses ned og opbevares i den rette temperatur, så holdbarheden bevares. Der står køleanlæg i Barrit, Bjæverskov, Stockholm og Avedøre, samt de øvrige omladepladser.¹²

For at sikre nærheden, sporbarheden og den gode smag, er det vigtigt at distributionen af råvarerne sker hurtigt, rigtigt og effektivt, da varerne har en lav levetid før de bliver dårlige.

Hvis kunderne modtager varer, som ikke længere er friske og dermed heller ikke kan holde sig ret længe, vil virksomheden møde stor utilfredshed fra kunderne og formentlig miste kunder.

Denne vigtige proces mener jeg ikke, at virksomheden kan fjerne eller outsource til andre, da den sikre kvalitet af virksomhedens produkter/varer og processen skaber også stor værdi for kunderne. Det kan dog på den baggrund ikke afvises, at der er plads til forbedringer, f.eks. ruteplanlægning.

Produktion

Aarstidernes primærprodukt er de forskellige kassetyper solgt via internettet på abonnementsbasis til private husholdninger, firmaer samt storkøkkener og restauranter.

Aarstiderne har solgt det økologiske landbrug Billeslund i 2014 og flytter i dag det meste af produktionen ud i samarbejder med andre landmænd, og til mindre haver på Barritskov og Krogerup.

Produktion i Aarstidernes tilfælde, bestående af produktion fra de to testhaver på Barritskov og i Humlebæk.

Idet Aarstiderne har utroligt mange eksterne leverandører, synes jeg ikke at egenproduktion er et af de væsentligste elementer i værdikæden. Deres egen produktion bruges til produktudvikling samt videresalg til deres arrangementer, såsom fællesspisning, havefællesskaber, høstmarkeder og fermenteringsworkshops til spisehus og foredrag, og udgør dermed en mindre andel af de samlede varer til måltidskasserne.

Aarstiderne kan ikke outsource egenproduktionsprocessen helt, ellers ville virksomhedens mission være andreledes end den er i dag, Aarstiderne idé lyder: ”Aarstiderne genskaber den tætte forbindelse mellem dyrkningen af jorden og glæden ved måltider, fulde af gode råvarer, sundhed, smagsoplevelser og nærvær”.

På Barrit og Krogerup Avlsgaard er der en smagsmark, hvor Aarstiderne dyrker over 300 forskellige slags afgrøder. Disse små forsøg bliver til deres nyeste produkt i pionerkassen. Men virksomheden bør kigge nærmere på fremstillingsprocessen; det er meget vigtigt, at se på det økonomiske aspekt, hvis egenproduktion ikke bidrager med positive resultater, skal man kunne afgøre, om egenproduktionen kan effektiviseres eller skal skæres ned.

¹² Kilde: <https://www.aarstiderne.com/media/1162/aarstidernes-miljoeredegoerelse-2011.pdf>

Udgående logistik

Den udgående logistik, som består af både leveringen (distributionen) til kunden og også selve pakningen/sorteringen af varerne i de forskellige kasser. Al pakning varetages af Aarstiderne selv, når varerne modtages fra gårdene og leverandørerne.

Aarstiderne skelner mellem ind- og sluttransport. Indtransporten er transport af frugt, grønt, kolonial samt ferske varer fra leverandøren til pakkeriet på Barritskov, mens sluttransporten omfatter den sidste distribution af kasserne fra den regionale fordelingscentral ud til kundens hoveddør.

Der bliver foretaget en kvalitetskontrol når kasserne pakkes for at dobbeltsikre, at ingen varer er fordærvede.

Det er selvfølgelig væsentligt, at der er styr på og overblik over denne sortering, især med henblik på at få de rigtige varer i de rigtige kasser og sikre kvaliteten af varerne. I selve pakkeriet har Aarstiderne to nye produktionslinjer på ferskvarer og grønt, hvilket også gør at der kan køre fersk- og færdigvarer hver for sig, og med det store udvalg, der er hos Aarstiderne, er der mange forskellige kombinationer til de forskellige kunder. Og de forskellige kasser er kundens varekøb af mad i perioden efter levering, er det vigtigt, at kunden får, hvad denne har bestilt til tiden.

De færdigpakke kasser bliver umiddelbart efter pakningen kørt ud til kundens hoveddør. Distributionen i Aarstiderne er lagt ud til private vognmænd, der har indgået en kontrakt med Aarstiderne, hvor varevognene forsynes med Aarstidernes logo.

Den udgående logistik i Aarstiderne må siges, at have meget stor betydning. Hvis den udgående logistik ikke fungerer, får kunderne ikke de rigtige varer til tiden eller slet ikke og det koster kunder og dermed indtægter.

Jeg synes at det er en god idé at lægge/outsourc distributionen ud til private vognmænd; ved at benytte sig af selvstændige vognmænd, er der ingen vedligeholdelsesudgifter til biler og fastudgifter, f.eks. løn. Her skal man kun betale, når der køres ud til kunder, med selvstændige vognmænd får Aarstiderne en faktura i slutningen af måneden og skal ikke tænke på alt det andet administrative opgaver. Hvis nu chaufførerne er ansat direkte i Aarstiderne, ville de have krav på bl.a. opsigelse, sygedagpenge, barsel osv. og i det tilfælde at chaufføren ikke udførte sit arbejde godt nok, ville de være nødt til at betale ham løn i opsigelsesperioden alligevel. Mens de med selvstændige vognmænd kan slippe nemmere af med den dårlige chauffør.

Især fordi Aarstiderne ikke har vognmandsforretning som kernekompetence, skaber outsourcing dermed skaleringsmulighed.

Markedsføring og salg

Aarstiderne anvender internettet som markedsføringsredskab.

Markedsføring og salg har ændret sig meget, siden Aarstiderne startede i 1999, de store og dyre opstartsmarkedsføringskampagner er nu overstået for Aarstidernes vedkommende. ”Mund til mund”-metoden er nu den største og billigste markedsføringsmetode Aarstiderne benytter.

Troværdigheden for en virksomhed er langt større, når kunderne får anbefalet den fra deres netværk end hvis virksomheden reklamerer via reklamer.

Aarstiderne bruger også deres kundecenter ”Samtalerne” til at markedsføre. ”Samtalerne” ringer til nye kunder med henblik på at lave nye ordre. Med ”Samtalerne” og brugerundersøgelser kan man spørge de tidligere kunder og finde ude af den egentlige årsag til kundernes opsigelse af abonnement. Dette gør Aarstiderne for hele tiden at skabe et billede af, hvad kunden ønsker, og hvorvidt de opfylder disse krav, eller hvor der evt. skal foretages ændringer for at fastholde de eksisterende kunder og tiltrækker nye.

En af Aarstidernes 5 kundeløfter lyder på, ”vi forpligter os til at hjælpe vores kunder til at blive en del af løsningen – i stedet for at være en del af problemet”, de lover at der vil forbedre kassen og servicen, så den passer bedst muligt til det, de hører gennem telefon, mail, sociale medier og ved Landkøkkener og events.

I og med at kunderne hovedsageligt har kendskab til Aarstiderne via deres hjemmeside, er det vigtig at hjemmesiden er præsentabelt og nem at navigere rundt i. Det lykkedes for virksomheden til en vis grad med hensyn til layout af hjemmesiden.

Hjemmesiden har gjort meget nemmere, både for Aarstiderne og deres kunder. Aarstiderne sparer arbejdskraft, kunderne får mere fleksibilitet – de kan indtaste deres ordre når som helst på døgnet, de kan nemt ændre adresse eller specialdesigne den kasse, de ønsker.

Idet virksomheden allerede har fået succes ved den mest givtige form for markedsføring: ”mund til mund” og benytter sig af markedsføring og reklame i så lille et omfang, mener jeg ikke, at det kan skabe mere værdi, at outsource denne proces. Jeg mener, når nu Aarstidernes hjemmeside er funktionel i dag, at virksomheden bedst selv kan opdatere den med ændringer og hvad der ellers måtte være. Ved store ekstraordinære ændringer til hjemmesiden mv., kan Aarstiderne eventuelt få et eksternt firma til at udføre dette.

Service

Service er også en væsentlig parameter i Aarstidernes værdikæde.

Aarstidernes Kundecenter Samtalernes primære opgaver indebærer at være til rådighed for kunden. De sørger for afklaring og opklaring, belyser og løser alle henvendelser om, hvad der sker mellem bestilling og levering.

Under sektionen kundeservice/samtalerne på virksomhedens hjemmeside, findes der svar på en masse hyppige spørgsmål, og derudover er der naturligvis oplyst både tlf. nr. og e-mail, som kunden kan rette henvendelse til.

Man kan via en ”online chat” få hjælp fra Aarstiderne på aarstiderne.com; der finders også en ”hjælpe-guiden” på, hvor man med nogle få spørgsmål om ens madvaner, hurtigt kan få et bud på den måltidskasse, der passer bedst til en.

Jeg mener ikke, at Aarstiderne kan spare noget ved at fjerne deres serviceaktivitet. Tværtimod er det servicen, der gør, at der stadig er kontakt mellem kunderne og virksomheden, og det er her, man har mulighed for at opdage og håndtere illoyale kunder, inden de forsvinder over til konkurrenten. Samtidig bevares kunders loyalitet igennem kontakten. Loyale kunder køber mere hos virksomheden, kræver færre ressourcer og er med til at tiltrække nye kunder gennem anbefalinger.

Aarstiderne har i 2018 lagt vægt på den fortsatte udvikling og yderligere uddybning af forholdet til kunderne blandt andet gennem en række initiativer som invitationer til landkøkkener.

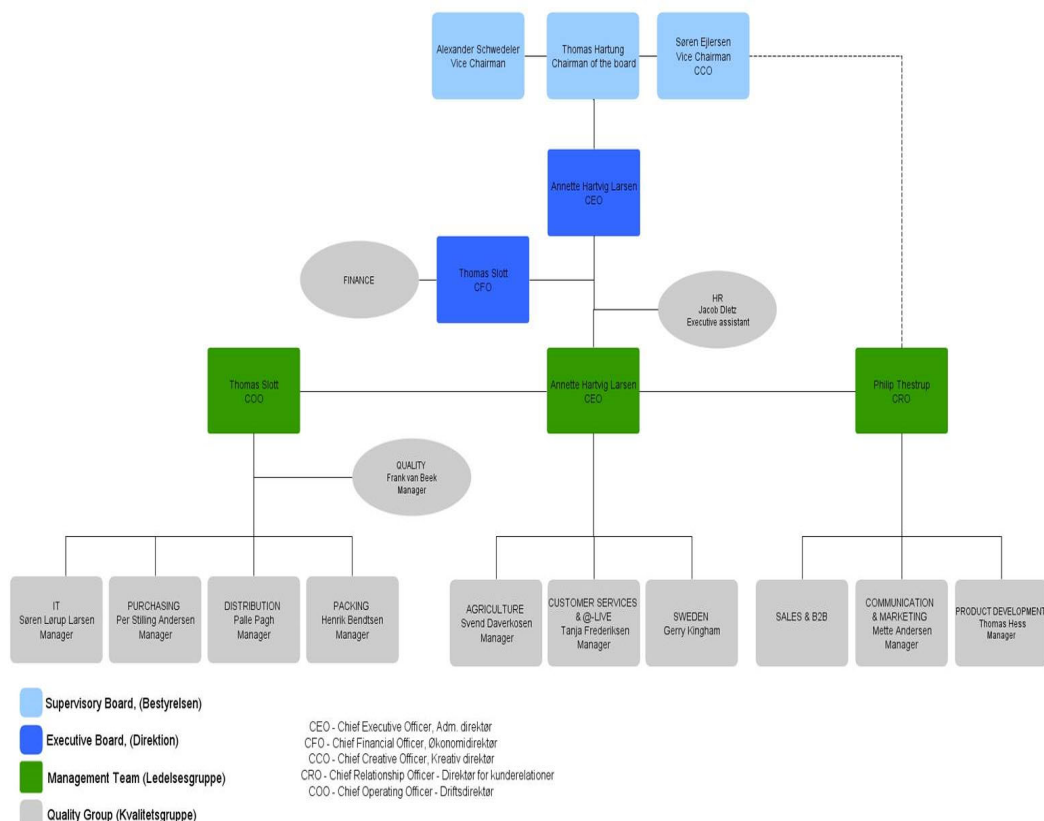
3.2.1.2 Støtteaktiviteter

Virksomhedens struktur

Der findes mange måder, at opbygge en organisation på, ud fra teorien herom. Og i praksis er udvalget endnu større. Da pensum på HDR ikke har uddybet teorierne af opbygninger af organisationen, vil jeg ud fra min begrænsende viden beskrive Aarstidernes organisations struktur.

If. Aarstidernes organisationsdiagram vurderer jeg at virksomheden har valgt en hierarkisk organisation (som 98% af alle organisationer), med nogle ændringer/udvidelser i forhold til en pyramides opbygning. Det tages forbehold til nedenstående organisationsdiagram, da Aarstiderne ikke har svaret på min henvendelse om, at der er sket ændring til deres organisation.¹³

Virksomhedens organisation er illustreret i nedenstående figur¹⁴



Organisationen er opbygget placeringen af den administrerende direktør med ansvar for 2 områder, samtidig med, at hun skal agere som chef for to afdelingsdirektører som hver har de forskellige ansvarsområder.

Mange af Aarstidernes arbejde foregår på deres to gårde - Barritskov ved Juelsminde og Krogerup Avlsgaard i Humlebæk.

¹³ Bilag 1. E-mail fra Aarstiderne

¹⁴ Kilde: <https://www.aarstiderne.com/media/1161/miljoeredegoerelse2007.pdf>

En typisk hierarkisk organisationsstruktur er karakteriseret ved en høj grad af topstyring af virksomheden og centralisering af beslutningskompetence hos den øverste ledelse. Informationsflowet går derfor også primært fra ledelsen og ned i organisationen og kun i mindre grad den anden vej.

Ved at dele ansvar ud ned igennem hele organisationen, afgiver den daglige ledelse en del af deres ansvar ned i hierarkiet, det giver ledelsen mulighed for mere tid til andre større områder/opgaver. eksempelvis arbejde med virksomhedens strategi, værdier mv., frem for at skulle træffe beslutninger om, f.eks. hvilken frugt, der skal erstatte appelsinerne i en kasse, hvis der ikke er nok appelsiner i den rigtige kvalitet.

Menneskelige ressourcer

De menneskelige ressourcer er altafgørende for at virksomheden kan nå sine mål - og trives medarbejderne ikke, så kan man være nok så dygtig på alle andre planer, men det slår bedst igennem, når de også trives.

Menneskelige ressourcer er en meget vigtig del af Aarstidernes værdikæde.

Hos Aarstiderne er der mere end 250 medarbejdere, som varetager forskellige opgaver med alt fra landbrug, distribution, pakning, kundeservice, landkøkken til kommunikation, gårdbutik og økonomi.

Det står bl.a. på Aarstidernes årsporter. Medarbejdernes engagement og evne til at tage ansvar for deres situation opmuntres gennem tværgående arbejdsgrupper og udviklingsprojekter. Aarstiderne Academy blev etableret i 2018 som en måde at strukturere og forbedre uddannelsen og udviklingen af medarbejdere i form af korte kurser. Akademiet drives udelukkende med et internt undervisningspersonale, dvs. ledere og specialister, og udgangspunkterne for kurserne er altid virkelige og relevante daglige spørgsmål.

Jeg synes, at de menneskelige ressourcer er den vigtigste støttefunktion i Aarstidernes værdikæde og de er også med til at skabe meget værdi til varerne og for kunderne.

Teknologiske ressourcer

Teknologiske ressourcer er en væsentlig del af Aarstidernes værdikæde, når det handler om procesteknologi og dyrkningsteknologi. Jeg vil også mene at økologisk avl og produktinnovation er en af kernekompetencer hos Aarstiderne. Det kan man bl.a. se i at Aarstiderne har i 2016 udvidet deres produktudviklingsafdeling, så der kan udvikles produkter specifikt til måltidskasserne. PionerKassen med helt særlige grøntsager fra deres forsøgsbasis i Smagsmarken og nære danske og udenlandske avlere er introduceret til kunder i 2017.

Aarstiderne har dyrket en række arvestoffer af ærter og bønner og testet deres anvendelse med det formål at genopfinde forsyningen med plantebaseret protein fra danske kilder. Projektet køres i samarbejde med andre økologiske landmænd og Teknologisk Institut.

I selskab med Aarhus Universitet tester et lokalt hospital og den økologiske landmandsorganisation bittært smagende grøntsager med det formål at finde de rigtige sorter til at forsyne diabetes 2-patienter med de rigtige metabolitter for bedre at kontrollere den medicinske lidelse¹⁵.

Senest er der etableret Det Grønne Værksted på Barritskov, der producerer alt fra snittede kålblandinger til fermenterede kondimenter, der giver en hjælpende hånd til et hurtigere måltid og beriger smagsoplevelsen i måltidskasserne.

Aarstiderne har moderne pakkeri med to nye produktionslinjer for ferskvarer og grønt, som kører fersk- og færdigvarer hver for sig; udover de trofaste pakkerimedarbejdere, der pakker kasserne, har de to robotter til at stable kasser.

Jeg synes, at støttefunktionen af teknologi som har direkte indflydelse på produktionens kvalitet er væsentlig, Aarstiderne kan med fordel fortsætte med at fokusere på udvikling inden for pakkerier, dyrkning og innovationsforskning.

Mht. til teknologianvendelse inden for miljø, synes jeg ikke det er en væsentlig del af Aarstidernes værdikæde. Her kan man benytte sig af teknologi udviklet uden for virksomheden. F.eks. teknologien på transportområdet og nye løsninger på brændstofudfordringen.

Indkøb

Indkøbsprocessen spiller en central rolle i Aarstidernes værdikæde.

Aarstiderne har en effektiv indkøbsafdeling, der sørger for at indkøbe produkter af de rigtige leverandører.

Aarstiderne ønsker at have tæt samarbejde med mange små leverandører, for at bevare den tætte forbindelse mellem dyrkning og forbrug af varen. De lægger vægt på gode, langvarige relationer med deres leverandører.

En stor del af året rejser deres to indkøbere Per Stilling og Flemming Andersen rundt og besøger avlerne. De har to rettesnore: så meget dansk som muligt og den bedst mulige kvalitet.

Det kan være tidskrævende at holde styr og forhandle aftaler med mange leverandører, men produkterne har som bekendt kort levetid og derfor er det vigtigt, at Aarstiderne er fleksible og på den måde kan omstille sig, hvis kunderne foretager ændringer eller leverandørens høst svigter, hvis eksempelvis høsten hos en leverandør går dårligt, eller hvis en af leverandørerne lukker sin virksomhed. Her har man allerede en anden leverandør, som man har en etableret kontakt med og som man derfor sandsynligvis hurtigt vil kunne få tilføjet en ordre hos.

Da indkøb er en så central del af Aarstiderne, mener jeg ikke, at det vil skabe mere værdi, at fjerne eller outsource denne funktion. Det vil også gøre det meget sværere for virksomheden, at reagere hurtigt på ændringer fra kundernes side.

¹⁵ Kilde: <https://www.aarstiderne.com/om-aarstiderne/innovation-og-produktudvikling>

Kernekompetencer

En værdikædeanalyse kan således medvirke til at identificere de områder, hvor virksomheden har nogle konkurrencemæssige fordele frem for konkurrenterne, man kan på den måde indkredse sine kernekompetencer.

En af virksomhedens kernekompetencer er de aktiviteter, virksomheden er særlig god til, og som har en afgørende indflydelse på kundernes valg af produkter eller serviceydelser.

Aarstiderne er first movers og kendt for sine mange forskellige økologiske grøntsager og jeg vil også sige at virksomhedens kernekompetencer er at have det rigtige produktudvalg, samt at have de rigtige leverandører. Styrken i værdikæden stemmer overens med Aarstidernes mission om at have de bedste økologiske råvarer, og derfor virker det også naturligt at størstedelen af dets ressourcer vil gå hertil.

3.2.1.3 Delkonklusion

Ud fra min analyse af Aarstidernes værdikæde, kommer jeg frem til, at et af de steder i værdikæden, som skaber mest værdi, er logistikken.

Den indgående logistik sørger for, at varerne bliver kontrolleret og behandlet på den rigtige måde, at disse kan holde sig længere. Og den udgående logistik sørger for at varerne bliver opbevaret korrekt indtil de befinder sig på vejen til kunderne og den rigtige kunde får de rigtige varer på det rigtige tidspunkt. Den udgående logistik udgør et af de mest grundlæggende elementer for kundens tilfredshed og dermed fremtidige køb, samt anbefalinger af Aarstiderne til venner, familie og andre bekendte.

Aarstiderne er meget erfarne på dette område, hvilket også har gjort dem meget kvalificerede hertil.

Et andet område i værdikæden, som jeg også synes, er væsentligt med henblik på at skabe værdi for kunden, er indkøb. Her sikres, at man udvælger de rigtige leverandører, som lever op til de kvalitetskrav, som Aarstiderne stiller og som sikrer, at kunderne får kvalitetsvarer. Samtidig overholdes Aarstidernes mission med henblik på den tætte forbindelse til dyrkningen.

Et område i Aarstidernes værdikæde, som jeg ikke synes, er væsentligt med henblik på at skabe værdi for kunden, er teknologiudvikling på miljøområdet. Her synes jeg, at det vil være fint at købe de eksterne teknologiudviklinger, som der opstår og som der, med fordel, kunne bruges i Aarstidernes virksomhed.

3.3 SWOT- analyse

En SWOT-analyse kan anvendes til at komme frem til den pågældende virksomheds situation, internt og eksternt. Internt i en virksomhed, vil der altid være nogle styrker og svagheder.

Eksternt vil virksomheden være underlagt nogle muligheder og trusler i større eller mindre grad.

Det interessante er, at se på kombinationsmulighederne imellem de interne faktorer og de eksterne faktorer og hvilken indsats, der kan gøres.

Nedenstående figur viser resultater af min SWOT-analysen.

Stærke sider	Svage sider
- Stærkt navn - First movers - Miljøvenligt - Tæt samarbejde med underleverandører, stort netværk af både inden-/udenland - Stort udvalg af økologiske kvalitetsprodukter/Bredt Sortiment - levering af fødevarer direkte til døren - Er markedsleder - Har mange firmaaftaler - Har en effektiv distributionsstruktur - Har et stærkt og troværdigt brand - Loyale kunder - Vundet 1. generations E-handelspris i Danmark. - Sundhedsbevidste medarbejdere - Tæt på egen avl. - Egen forsøgshave (produktudvikling) - Egen restaurant/køkken - Meget funktionel / Overskuelig hjemmeside - God service - Genbrugerkasser (henter kasser igen) - Ingen mellemed (mellemlieferandør) – fra bonde til kunde - Bidrager til sundhed - Ejernes entusiasme - Åbenhed om produkter	- Markedsføring – mangel på reklamer/kampagner/Ingen præcis markedsføring - Låst fast i kasserne - Opfattelse høj pris på kasserne - Høje logistikomkostninger - For bredt udvalg af sekundære produkter - fokus væk fra kernekompetence - Salget er afhængigt af årstiden/vejret - Tager ikke imod kreditkort ved levering - Ingen defineret målgruppe - Mange forskellige leverandører - Dækker kun bestemte dele af Danmark på bestemte dage - Dyrt – stort beløb at give på én gang - Mangel på face-to-face salg
Muligheder	Trusler
- Ændring i danskernes holdning til sundhed/kost - Udvidelse til udlandet - Producerer eget kød – ingen afgift - Teknologi - Stigende miljøbevidsthed/Økologiinteresse - Stigende køb via Internettet/Ændring i danskernes købsvaner - Lovgivning	- Konkurrence på samme koncept - Lovgivning - Valutakurser - Finanskriser - Dårlige vejrforhold - Svigt af underleverandørerne - Internet svigter - Færre danskere vælger økologisk - Mange er skeptiske over for e-handel - Forbrugere er vænnet til billige og ensartede varer - Delvist sæsonbetonet dyrkelse af grønt i Danmark - Online supermarkeder og andre supermarkeder, som sælger økologi på nettet - Trusler fra andre lokale landmænd og kiosker – samme målgruppe - Folk har ikke råd til økologi - Afgifter og moms på frugt, grønt og økologi - Danskere bruger meget lidt penge på mad - Lave priser på grøntsager

3.3.1 Styrker: styrker er det firmaet er god til. Det er nogle karakteristika, der giver det en god slagkraft.

- **Stærkt navn** - Aarstiderne har et stærkt navn, navnet skulle både afspejle dyrkning af jorden og tilberedning af råvarerne. "Sæsonerne", "Årstiderne" eller "De 4 årstider" lå lige for - men navnet skulle også have en unik form. Og de fleste danskere har kendskab til navnet.
- **First movers** – De første med denne type produkt. De fleste i Danmark, som kender Aarstiderne, er klar over, hvad virksomheden står for, hvilke værdier de har, og hvad, de kan tilbyde

- **Miljøvenligt** – Omtanken for miljøet har en naturlig og høj prioritet i Aarstiderne. Og de arbejder konstant på at blive bedre til at passe på natur og mennesker. Opmærksomhed på den globale opvarmning gør, at Aarstiderne arbejder målrettet på at mindske udledning af drivhusgasser. Kunderne er bevidste om at Aarstiderne passer på naturen.
- **Tæt samarbejde med forskellige underleverandører, stort netværk af både inden-/udenlandske leverandør** – Det tætte samarbejde skaber en højere kvalitet på produkter. Det skaber også et tillidsbånd mellem kunden og Aarstiderne, at kunden på hjemmesiden kan følge med i, og læse om, hvor deres varer er fra. Mange forskellige leverandører giver et bredere udvalg og hurtige alternativer, hvis en af leverandører ikke er i stand til at levere og giver således også mindre forhandlingsstyrke til de enkelte leverandører. Samtidig er disse små leverandører også med til at opfylde den tætte forbindelse til dyrkningen, som Aarstiderne ønsker at skabe.
- **Stort udvalg af økologiske kvalitetsprodukter/bredt sortiment** - Aarstiderne har de mest populære økologiske frugtkasser, grøntsagskasser, kødkasser og fiskekasser; i en måltidskasse får man alle råvarer leveret til døren, opskrifter følger med, af og til kan man købe et mindre parti af en fantastisk ekstravare. F.eks. øl, vin, søde sager, juice og saft mv. Aarstiderne vælger leverandører med to rettesnore: så meget dansk som muligt og den bedst mulige kvalitet.
- **Levering af fødevarer direkte til døren** - I januar 1999 begyndte Aarstiderne at køre kasserne helt ud til kunderne. Det så uoverskueligt ud, men udfordringerne voksede. Heldigvis blev alle dog stadigt bedre og bedre til at løse problemerne, inden de opstod - eller i det mindste som de opstod.
- **Markedsleder** - I dag har Aarstiderne 70.000 kunder i både Sverige og Danmark, og har 250 medarbejdere. Avlere i både Danmark og udlandet hjælper med at dyrke frugt og grøntsager, Aarstiderne har en særlig forkærlighed for de små producenter, der leverer den store kvalitet.
- **Har mange firmaaftaler** - Aarstiderne samarbejder med en række forskellige landbrug herhjemme og i udlandet. Der handlers kun med dygtige økologiske landmænd, som de stoler på. F.eks. købes grønt og frugt fra Italien og Holland, og så hos specialister i Danmark, som er særligt dygtige til bestemte grøntsager eller frugter, der er et tæt samarbejde med en række spanske avlere.
- **En effektiv distribution/Logistik** - En af Aarstidernes styrker er deres logistik i forbindelse med deres distribution ud til kunderne. Aarstiderne har etableret en utrolig god logistik på dette område. De gør det muligt, at varerne kan være på køl under leveringen og at gøre dagligvarer og internettet til en god kombination.
- **Stærkt og troværdigt brand** - Aarstiderne har opbygget et meget stærkt brand, hvilket giver dem en klar fordel i markedet. De er meget stærke til at komme ud til omverdenen med, hvad virksomheden står for, hvilke værdier virksomheden har og hvad, virksomheden ønsker at tilbyde forbrugeren. Brand'et "Aarstiderne" vil heller ikke blive forældet med tiden, idet virksomhedens navn "Aarstiderne" altid vil være relevant. Aarstidernes navn dækker over, at firmaet altid sælger årstidens frugt og grønt.

- **Loyale kunder-** Aarstidernes første kunder i 1996 var med til at skaffe de næste, der igen fandt nye og så fremdeles. De fleste af deres abonnenter har handlet hos dem i mange år.
- **Vundet 1. generations E-handelspris i Danmark** - E-Handelsprisen 2000 gav ekstra skub i aarstiderne.com - forretningen med økologiske kvalitetsprodukter¹⁶.
- **Sundhedsbevidste medarbejdere** - Aarstiderne har og vil have sundhedsbevidste medarbejdere, som skal kunne fortælle kunderne om de spændende måltidskasser som de har fået på lager.
- **Tæt på egen avl** - Årstiderne ligger på Barritskov Gods som er deres største leverandør af økologiske varer.
- **Egen forsøgshave(produktudvikling)** - Krogerup Avlsgaard råder i dag over 80 ha agerjord, som drives med korn, græs, æbler, grønsager og skolehaver. Der dyrkes mange grøntsager til gårdbutikken og køkkengryderne. Der laves en del forsøg med gamle grøntsagsarter og kompostaktiviteter.
- **Egen restaurant/køkken** - De får afprøvet kvaliteten af varerne, afprøvet opskrifterne der bliver sendt ud til kunderne samtidig med, at der er en form for sales promotion, hvor kunderne kan se alle produkterne.
- **Meget funktionel/overskuelig hjemmeside** - Aarstiderne har en meget professionel og funktionel hjemmeside.
- **God service-** Aarstiderne har mange gode servicer; her kan nævnes:
 - Man kan, når som helst, sige sit faste abonnement op ved at ringe eller skrive en mail på ”Min side”. Selv om man stopper de faste leveringer, kan man fortsat handle hos Aarstiderne.
 - Helt frem til to dage før næste levering kan man skifte til en anden kasse. Man kan også melde kassen fra i ferier.
 - Hvis man modtager en dårlig frugt eller grøntsag, trækker de den fra på regningen.
 - I nogle dele af landet er der efterleveringen, hvis der er sket en fejl.
 - Chaufføren tager den tomme kasse med retur.
 - Der ligger et nyhedsbrev med opskrifter i bunden af alle grøntsagskasser. Man kan også læse nyhedsbreve og søge efter flere opskrifter på deres hjemmeside.
- **Genbrugerkasser (henter kasser igen)** - Aarstiderne genbruger trækasserne og de store flamingokasser (dog ikke fiskekasserne), kunderne sætter den tomme kasse ud ved næste levering, så tager chaufføren den med retur; kasserne bliver herefter genbrugt til nye lignende produkter.
- **Ingen mellemlid (mellemlieferandør)** – fra bonde til kunde: Aarstiderne dyrker nogle økologiske grøntsager på deres gårde, pakker økologiske råvarer i en kasse, lægger opskrifter på hverdagsretter ved og kører kassen ud til kundens hoveddør.

¹⁶ Kilde: <https://www.computerworld.dk/art/129057/danske-e-handelspriser-overrakt-i-falkoner-centret>

- **Bidraget til sundhed** - Aarstidernes mission lyder på: Aarstiderne genskaber den tætte forbindelse mellem dyrkningen af jorden og glæden ved måltider, fulde af gode råvarer, sundhed, smagsoplevelser og nærvær.
- **Ejernes entusiasme** - Ejernes entusiasme for virksomhedens koncept, værdier, historie osv. er også en stor styrke hos Aarstiderne, som, alt andet lige, må virke inspirerende for medarbejderne i virksomhederne.
- **Åbenhed om produkter** - En af Aarstidernes styrker er også deres åbenhed omkring deres produkter, at de oplyser kunderne om, hvor deres varer kommer fra, hvordan de er blevet produceret osv. Dette er både en styrke overfor kunderne, idet de øger tilliden herfra og det er en service overfor kunderne, der er med til at øge kundernes opfattelse af den samlede værdi af det, Aarstiderne tilbyder. Jeg mener, at åbenhed om produkter både er til fordel som nuværende kunde, men at det også vil lokke nye kunder til.

3.3.2 Svagheder: Svaghed er noget firmaet ikke har/ eller kan styre, gør dårligt i forhold til konkurrenterne og situationer, der sætter dem i et dårlig lys.

- **Markedsføring** - Manglende reklamer - skaber forvirring eller manglende forståelse for produktudvalg.
- **Låst fast i kasserne** - mulighed for at potentielle kunder fravælger firmaet, da de er meget fastlåste i de forskellige kassers indhold.
- **Høj pris på kasserne** - potentielle kunder får hurtigt en opfattelse af, at det er for dyrt.
- **For bred udvalg af sekundære produkter** - fokus væk fra kernekompetence.
- **Salget er afhængigt af årstiden/vejret** - Folk har andre muligheder, f.eks. om sommeren hvor man selv dyrker grøntsager eller frugter eller afbestiller kasserne pga. andre aktiviteter.
- **Målgruppe** – Jeg tror at det største kundepotentiale må ligge hos de familier med hjemmeboende børn bosat i storbyområder, hvis indkomst er middel eller høj. Økologi er prioriteret højt pga. hensyn til miljø og natur, og pga. den høje kvalitet på økologiske fødevarer. De fleste unge, som under 30 år prioriterer enten ikke økologi eller stiller sig tilfreds med det økologiske udvalg, der findes i supermarkedet.
- **Mange forskellige leverandører** - De mange forskellige leverandører kan også blive en svaghed for virksomheden. Der kan være problemstillinger i forhold til den interne kvalitetskontrol. Jo flere leverandører, jo flere er der, som skal kontrolleres, for at sikre overholdelse af de interne kvalitetskrav.
- **Andre svagheder:**
 - Dækker kun bestemte dage og bestemt dele af Danmark.
 - Dyrt - stort beløb at give på en gang.
 - Mangel på face-to-face salg er Aarstidernes svage sider.

3.3.3 Muligheder: Mulighederne på markedet kan være mange eller få.

- **Ændring i danskernes holdning til sundhed/kost** - den almene danskers indstilling til sundhed er ændret drastisk de sidste mange år.
- **Udvidelse til udlandet** - Samarbejder med bondegårde i Sverige.
- **Producerer eget kød** - ingen afgift
- **Teknologi** - Aarstiderne har flere muligheder i forbindelse med de teknologiske udviklinger. Bl.a. har udviklingen med internettet givet dem mange muligheder. Størstedelen af befolkningen har smartphone, og dette har Aarstiderne benyttet ved at etablere deres salgsfunktion via en app. Teknologiske fremskridt i fremtiden, kunne give Aarstiderne lignende muligheder, for at effektivisere deres salgsprocesser og for at få virksomheden ind i forbrugernes bevidsthed.
Idet Aarstiderne har mange omkostninger til udbringning af varer, især til brændstof og vedligeholdelse af varevognene, vil teknologifremskridt på disse områder også kunne muliggøre besparelser eller forbedringer for Aarstiderne. Man kunne forestille sig en udvikling af eksempelvis billigere brændstof eller udvikling af varevogne i en bedre kvalitet af bedre materialer, der vil kræve mindre vedligeholdelse.
- **Stigende miljø-/økologiinteresse** - Der er generelt globalt en stigende interesse for, at vi i verden passer på miljøet og den verden, vi lever i. Interessen for den enkelte persons sundhed og velvære er også stigende. Disse faktorer hjælper med til, at interessen for økologi også stiger. Dette vil være en klar fordel for Aarstiderne, idet alle deres produkter bunder i økologi og miljørigtighed.
- **Stigende køb via internettet/ændring i danskernes købsvaner** - Danskerne er blevet mere fortrolige med handel på internettet. De fleste mennesker i Danmark har adgang til internettet, hvorfor dette medie kan nå ud til rigtig mange forbrugere. Der er også en stigning i forbrugernes køb via internettet, som øger Aarstidernes muligheder for at øge deres salg via det medie. Sikkerheden for internethandler er blevet bedre og bedre med tiden, og det ser ud til at smitte af på antallet af internetkøb, som også er stigende. Dette er positivt for Aarstiderne, da dette vil muliggøre, at salget over internettet kan øges.
- **Lovgivning** - Lovgivningen i Danmark og EU påvirker også Aarstiderne. Lovgivning omkring økologi kan også påvirke Aarstiderne væsentligt. Jo mildere lovgivningen bliver på området, jo nemmere/billigere bliver det for Aarstiderne at producere/sælge deres varer som økologiske. Jo strammere de bliver, jo sværere vil det være for konkurrenter, at starte op på det økologiske marked.
Jeg tror f.eks. på, at en nedsættelse af momsen på frugt og grønt, vil få danskerne til at spise mere frugt og grønt. Hvis momsen på frugt og grønt blev nedsat, ville det sandsynligvis have en positiv indvirkning på Aarstidernes salg heraf.

3.3.4 Trusler: Trusler er faktorer fra omgivelserne, der truer virksomhedens forretningsmuligheder.

- **Stigende konkurrenceintensitet/konkurrence på sammen koncept** - flere og flere udbydere samme eller lignende ydelser. Aarstiderne har fået flere og flere konkurrenter gennem tiden, eksempelvis RetNemt, Nemlig.com osv.
- **Lovgivning** - Lovgivning omkring økologi er ikke kun en mulighed for Aarstiderne, det kan også være en trussel. Jo mildere lovgivningen bliver på området, jo nemmere vil det være for konkurrenter, at starte op på det økologiske marked. Jo strammere de bliver, jo sværere/dyrere bliver det for Aarstiderne at producere/sælge deres varer som økologiske. Afgifter og moms på frugt, grønt og økologi og anden lovgivning kan også være trusler for Aarstiderne. Eksempelvis er reglerne omkring fjernsalg anderledes, end hvis kunderne køber varerne i butikkerne.
- **Valutakurser** - f.eks. faldet i den svenske kroners værdi/omsætningen bliver målt mindre i danske kroner
- **Finanskriser** – finanskrisen med stor usikkerhed gør, at folk ikke vil bruge pengene på ”luksusgoder”, f.eks. skyldtes faldet i Aarstidernes omsætning og resultat i 2009 især den økonomiske krise i samfundet.
- **Ander trusler**
 - Internet svigter.
 - Færre danskere vælger økologisk, forbrugerne er vænnet til billige og ensartede varer.
 - Delvist sæsonbetonet dyrkelse af grønt i Danmark.
 - Online supermarkeder og andre supermarkeder, som sælger økologi på nettet.
 - Trusler fra andre lokale landmænd og kiosker – samme målgruppe.
 - Folk har ikke råd til økologi.
 - Fejlhøst pga. dårlige vejrforhold.
 - Medierne ligger i en gråzone, da de både kan være en styrke for virksomheden, og samtidig kan de også være en trussel
 - Danskere bruger meget lidt penge på mad
 - Lave priser på grøntsager

3.3.5 Delkonklusion

Ud fra ovenstående SWOT-analyse af Aarstiderne, kommer jeg frem til at virksomheden har mange styrker, men også en del svagheder, som vil kunne skabe problemer i den fremtidige konkurrencesituation.

Der skal tages hånd om, at få elimineret svaghederne, for at kunne stå stærkere i den fremtidige konkurrencesituation.

Til gengæld kan der også konkluderes, at Aarstiderne har mange styrker, som vil gavne dem i konkurrencesituationen. Aarstiderne har et solidt koncept og de har opbygget et meget stærk brand, som sammen med deres åbenhed omkring deres produkter og virksomhed, taler positivt til dagens forbrugere. Samtidig har Aarstiderne også oparbejdet gode aktiviteter i virksomheden med deres hjemmeside, som er udviklet over flere år og som er en god og funktionel hjemmeside, med meget stor indvirkning på salget.

Logistikken hos Aarstiderne er også en stor styrke for firmaet, idet de er meget kompetente på dette område. Dog skal der holdes øje med udvikling i distributionsomkostninger, samt den teknologiske udvikling på området, for om muligt, at kunne styrke dette område endnu mere.

Med SWOT-analysen kommer jeg også frem til, at Aarstiderne har mange muligheder og trusler, hvoraf flere af disse hænger sammen, eksempelvis kan lovgivningen være både en mulighed og en trussel, afhængigt af, på hvilken måde eksempelvis skattelovgivningen ændres.

Samfundet i dag viser en stadig stigende interesse for miljø, sundhed og økologi, hvilket giver mulighed for, at Aarstiderne får en positiv påvirkning herfra. Internetkøb er også stadig stigende, hvilket også giver Aarstiderne mulighed for, at få en positiv påvirkning på salget.

Endvidere står virksomheden stærkt inde for dets produkter, hvilket afspejles i dets valg eller fravalg af promotion, som har vist sig at være effektivt og gjort Aarstiderne til en markedsleder.

4. Blue Ocean Strategy

Som nævnt under problemstillingen, at på trods en mindre stigning af omsætning på 13 mio. kr. fra 2017 til 2018, er Aarstidernes overskud mere end halveret i 2108.

Med Blue Ocean Strategy vil jeg se på muligheden for de forskellige strategiske tiltag, der kan hjælpe Aarstiderne med at forbedre den fremtidige udvikling, samt hvordan værdiansættelsen ændres ved forskellige strategiske tiltag.

Blue Ocean Strategy er opsat af forfatterne W. Chan Kim og Renée Mauborgne. Her arbejder de med den klassiske kamp om markedspositionen ved at fremstille en tankegang og strategi, der bygger på at skabe et nyt marked uden konkurrenter, som bliver kaldt for det blå ocean.

Dette opnås ved bl.a. at skabe og opfange nye behov hos kunderne (blå ocean) modsat at understøtte den eksisterende efterspørgsel, som dominerer de klassiske teorier (røde ocean).¹⁷ Ifølge forfatterne skabes der et nyt blåt ocean, når en ny branche i erhvervslivet ser dagens lys. Med tiden kan det nye marked (blå ocean) blive oversvømmet af udbydere og derigennem udvikle sig til et rødt ocean.

Et godt eksempel på denne udvikling er computerbranchen i forhold til privatpersoner. For 20 år siden var privatpersoners efterspørgsel efter computere til privat brug ikke stor. I dag har hovedparten af den danske befolkning en computer i husstanden.

Grundet den intensive konkurrence blandt producenterne af stationære computere til privatforbrug, blev der skabt et blåt ocean via udviklingen af den bærbare computer. Branchen for bærbare computere har sidenhen udviklet sig, som den stationære computer, til et rødt ocean, da udbuddet overstiger efterspørgslen.

Blue Ocean Strategy er et strategiværktøj, der skal få en virksomhed væk fra det røde Ocean (markedet der er præget af konkurrence) og hen på et blåt ocean (et marked uden konkurrence).

¹⁷ Blue ocean strategy. W.Chan Kim/Renée Mauborgne. 2015

Jeg vil kort redegøre for hovedtrækkene i teorien, og derefter se på den i forhold til Aarstiderne.

Ifølge W. Chan Kim og Renée Mauborgne var der et mønster hos virksomhederne, der havde skabt et blåt ocean. Virksomhederne forsøgte ikke at udkonkurrere konkurrenter, men i stedet udbyde et værdispring til kunderne. På denne måde udvidede virksomhederne de eksisterende branchegrænser og skabte et marked uden konkurrence.

For at skabe det blå ocean, skal virksomheden gå efter værdiinnovation, de skal både skabe værdi for kunden og skabe lave omkostninger samtidig. Der er kun tale om værdiinnovation, så længe virksomheden har innovation på lige fod med produktets nytteværdi, pris og omkostningspositioner. For at finde Aarstidernes muligheder for et blåt ocean, har jeg valgt at fokusere på to af principperne vedr. formulering af strategi for blå oceaner, og ser bort fra implementering del.

Princip 1- Se på de 6 veje og anvender strategilærreder til at skabe blå oceaner.

Princip 2- Se ud over den eksisterende efterspørgsel, her skal man tænke på ikke-kunderne, før man tænker på kunderne.

Ifølge bogen ”Blue Ocean Strategy” findes der 6 veje til et blåt ocean, som virksomheden bør kigge nærmere på. For hver af de 6 veje kan man opstille et nyt strategilærred og herefter sammenligne lærrederne. Til sidst kan virksomheden finde den vej, der giver virksomheden den mest optimale chance for at nå et blåt ocean.

De 6 veje til et blåt ocean er:¹⁸

1. Man kan holde øje med alternative brancher
2. Man kan holde øje med andre strategiske segmenter
3. Man kan omdefinere branchens købergruppe
4. Man kan holde øje med komplementære produkter
5. Man kan revurdere branchens funktionelle/emotionelle orientering eller
6. Man kan følge tidens trend

Virksomheden skal for hvert af de 6 strategilærreder ikke forsøge at ville konkurrere på mange nøglefaktorer, men de skal koncentrere sig om indsatsen på få nøglefaktorer, så deres differentiering fremstår tydeligt.

4.1 Strategilærred i dag

Jeg har forsøgt at lave et strategilærred ud fra, hvordan jeg mener Aarstiderne, supermarkederne og grønthandlernes værdier af nøglefaktorer må se ud.

Strategilærredet danner grundlag for, hvordan virksomheden formulerer strategien for det blå ocean. Strategilærredet giver et indblik i, hvor konkurrenterne investerer, hvilke konkurrenceparametre der præger branchen i forhold til virksomhedens produkter, services og levering. Herudover kan det også give et indblik i, hvilken merværdi kunderne får fra det aktuelle produkt på markedet.¹⁹

I strategilærrederne er værdierne af nøglefaktorerne for Aarstiderne ud fra min vurdering.

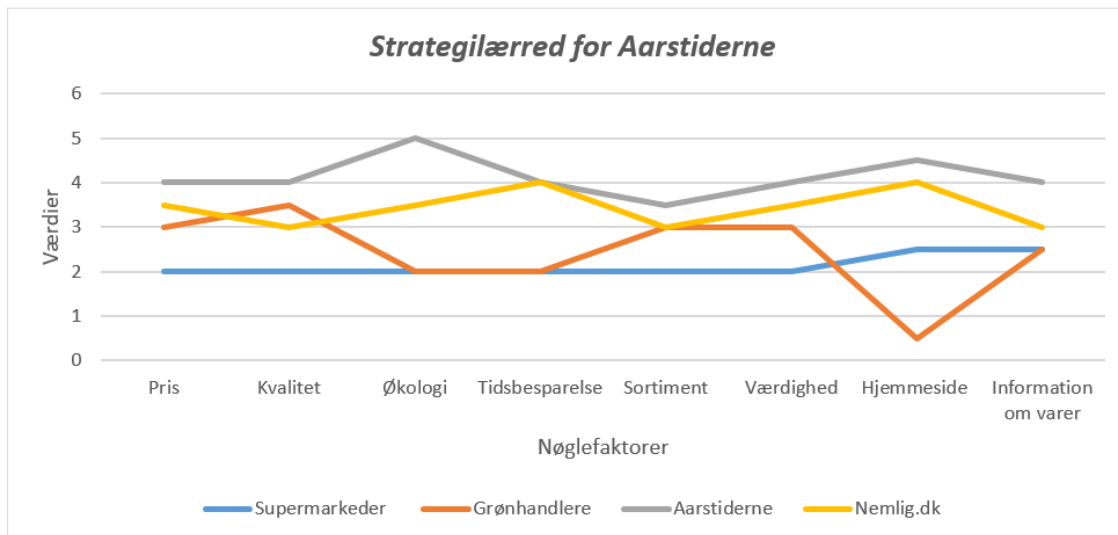
¹⁸ Blue ocean strategy. 2015. side 71

¹⁹ Blue ocean strategy. 2015. side 49

Strategilærredet opstilles ved at udvælge nøglefaktorer vedrørende virksomhedens produkt.

Strategilærredet opstilles som et diagram, hvor x-aksen består af nøglefaktorerne og y-aksen består af værdierne af nøglefaktorerne. Ved illustrerer alle disse informationer i grafisk form, vil man få et billede af, hvordan konkurrencen ser ud i dag.

Figur: Strategilærred i dag



Strategilærredet i dag viser at Aarstiderne generelt har højere værdier på de valgte nøglefaktorer end deres konkurrenter. Som udgangspunkt, ser det nuværende strategilærred meget fornuftigt ud for Aarstiderne, dog skal der være opmærksom på, at de andre konkurrenter har en lavere pris, og nemlig.dk følger godt efter på alle værdier.

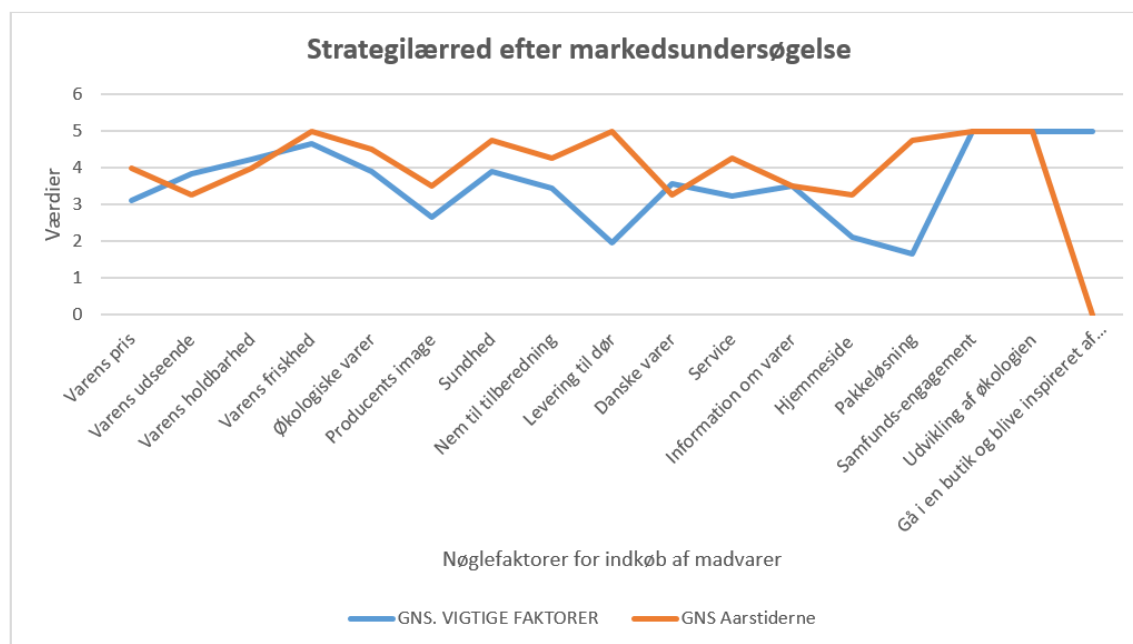
Herefter vil jeg kigge på et strategilærred udarbejdet efter en lille undersøgelse.

4.2 Strategilærred ud fra undersøgelse af marked

Der er udarbejdet et spørgeskema²⁰, med henblik på at undersøge, hvilke nøglefaktorer, der har betydning, når der købes madvarer som f.eks. grøntsager, kød og fisk. Nøglefaktorerne er opstillet ud fra egne formodninger, samt respondenterne har mulighed for komme med yderligere nøglefaktorer. Da der ikke har været ressourcer nok til at foretage en statistisk korrekt undersøgelse, er undersøgelsen besvaret af mine 18 kollegaer. Resultaterne heraf kan ses i bilag 2.

²⁰ Bilag 2: Spørgeskemaet samt resultat

Figur: Strategilærred efter markedsundersøgelse



Man kan se ud fra ovenstående strategilærred, at der er nogle nøglefaktorer, hvor Aarstiderne lever op til respondenternes forventninger og har samme holdninger til værdien heraf. F.eks. er der enighed om værdien af holdbarhed, samfunds-engagement og udvikling af økologien.

Der er også nøglefaktorer, hvor opfattelsen af værdi er meget forskellige for respondenterne og Aarstiderne. F.eks. levering til dør og pakkeløsning er ikke en så vigtig faktor for køberne af madvarer. 33% af de personer, der har svaret på spørgeskemaerne mener ikke, at levering til dør har en betydning for dem. Nogle af dem fortrækker at gå i en butik og se på varerne.

Dette betyder ikke nødvendigvis, at billedet er sådan for hele befolkningen, idet de respondenter jeg har brugt, ikke er statistiske korrekte på nogen måde og kun er anvendt for at give os et billede af, hvordan denne lille gruppes holdninger er til nøglefaktorerne. Men det kan alligevel ikke udelukkes, at der er en købegruppe i befolkningen, som har nogle andre nøglefaktorer som de tillægger værdi, end dem som Aarstiderne benytter sig af. Det vil højst sandsynligt være Aarstidernes ikke-kunder.

4.3 Aarstidernes veje til et blå ocean

Jeg vil nu se nærmere på de 6 forskellige veje, som Aarstiderne kan gå for at sejle ud på det blå ocean.

4.3.1 Alternative brancher/industrier

Når virksomheden skal analysere, hvem de er i konkurrence med, er det ifølge W. Chan Kim og Renée Mauborgne vigtigt at analysere alternative brancher. Den alternative branche er opdelt i to produktgrupper. Der skelnes imellem de substituerende og alternative produkter.²¹

²¹ Blue ocean strategy. 2015. side 71

Definition på substituerende produkter: Produkter eller serviceydelser, der har forskellige form, men tilbyder samme funktionalitet eller kernenyttевærdi

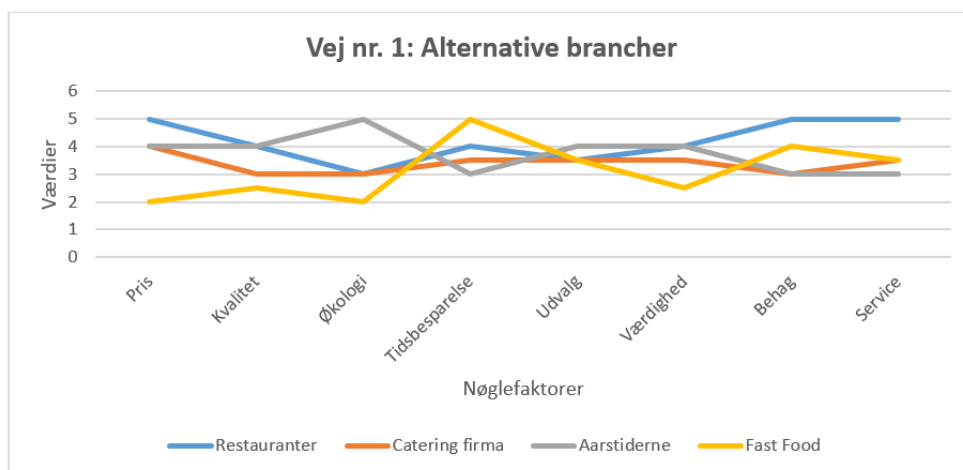
Definition på alternative produkter: Alternative produkter defineres som produkter og serviceydelser, der har forskellige funktioner og form, men samme formål

Man kan f.eks. sige, at papir og blyant og softwareprogrammet Word er alternative brancher til hinanden. Man kigger på, hvilke alternative brancher, der er til virksomheden og kan spørge kunderne i de forskellige brancher om, hvorfor de er kunde i den ene eller den anden branche. Dernæst kan man forsøge at tilrette sit strategilærred derefter.

Ved Aarstiderne kan alternative brancher være restaurationsbrancher, hvor man kan få stillet sin sult. Jeg har forsøgt at sammensætte de nøglefaktorer i et strategilærred, som jeg mener kan være med til at oplyse, hvad der gør at nogle danskere vælger at få stillet deres store appetit på restaurant eller via takeaway frem for at købe Aarstidernes abonnementskasser og omvendt. Hvorved Aarstiderne kan få ideer til, hvad de kan ændre på i deres virksomhed for at få det bedste fra de alternative brancher og derved hente kunder fra f.eks. restaurationsbranchen.

Nedenfor er et strategilærred, der viser, hvordan jeg mener, at denne situation ser ud for Aarstiderne i dag.

Figur: Alternative brancher/industrier



Her kan man se, at en af Aarstidernes stærke fordele i forhold til andre, er deres udvalg af økologiske produkter.

I forhold til restauranter har Aarstiderne til gengæld ikke en fordel ved nøglefaktor behag og service. Her scorer restauranter højere, og det, der tyder på, at forbrugere foretrækker en restaurant frem for en kasse fra Aarstiderne, er, at det er meget lettere, at man ikke selv skal tilberede maden. Det er som regel også mere eksklusivt, og en hyggelig atmosfære. Under nøglefaktor tidsbesparelse ligger Aarstiderne som den sidste.

Aarstiderne kan forsøge at inddrage elementer heraf i deres kasser, der kan være f.eks. at lave en hygge- eller gourmetkasse med halvfærdige madvarer, hvor der er gjort alt forarbejdet lige til at smide i ovnen, som dermed er meget nemme at gå til. For at skabe en hyggelig stemning, der kunne

være pynt og dekoration i kasser til de forskellige temaer, som f.eks. blomst og stearinlys o. lign. Disse kasser vil kun kræve en minimal indsats, men skal skabe en ”restaurantoplevelse” hos kunder.

4.3.2 Andre strategiske grupper inden for branchen/industrien

Det er også vigtigt at analysere strategiske grupper. Strategiske grupper skal opfattes som en gruppe virksomheder i branchen som følger samme strategi. Til at skabe et blå ocean igennem allerede eksisterende grupper er kundernes beslutningsmønstre. Her ser man nærmere på hvilke faktorer der gør, at kunden enten træder op eller ned fra én gruppe til en anden.²²

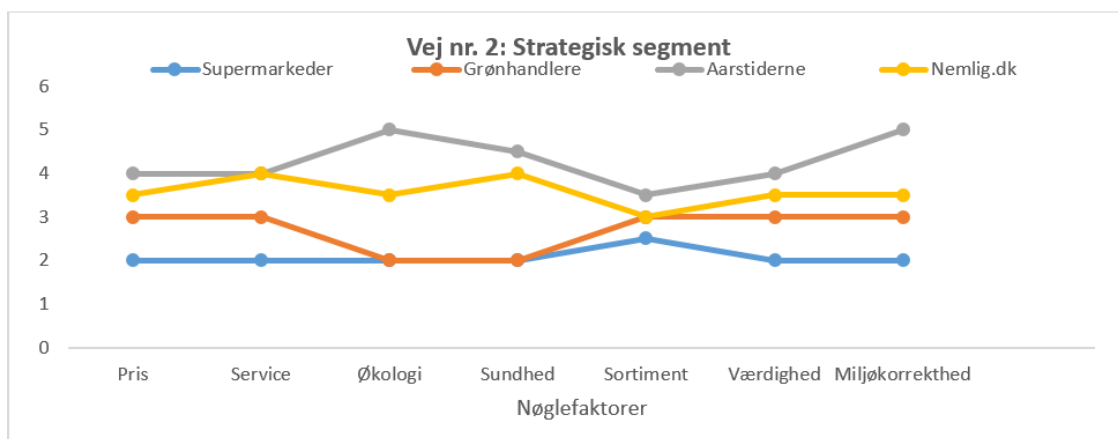
Man kan kigge i den samme branche og se, hvordan branchens forskellige aktører kan segmenteres på forskellig måde ud fra den strategi, de følger.

Hvis man kigger på branchen for fødevarer, frugt og grøntsager, befinder supermarkederne sig som en meget stor aktør i branchen. Men deres strategi er ikke nødvendigvis at sælge økologiske frugter og grøntsager, men alle slags, både ikke-økologiske og økologiske.

Det ser ud til, at Aarstiderne har den segmentering, hvor de sælger kun økologiske produkter. Det er heller ikke alle i branchen, der leverer deres varer direkte til døren, som Aarstiderne gør. Aarstiderne kan undersøge, hvad kunderne tillægger værdier hos dem, og hvilke værdier, de tillægger andre strategiske grupper, såsom supermarkeder og grønthandlere.

Nedenfor i figuren kan strategilærredet for denne vej ses.

Figur: Vej nr. 2: Strategiske grupper i branchen



Her kan man se, at Aarstiderne klarer sig bedst på flest nøglefaktorer, men har en pris som halter og kan tyde på, at de ikke vil være i stand til at skabe det blå ocean via denne vej.

4.3.3 Omdefinering af branchens købergruppe

Denne vej går ud på, at man prøver at finde nye definitioner af ens købergruppe.²³

Der er stor forskel på hvem, der tager købsbeslutningen i de forskellige brancher. En virksomhed skal ikke tage for givet, at dem der betaler for produktet eller serviceydelsen, er dem, der anvender produktet efterfølgende.

²² Blue ocean strategy. 2015. side 77

²³ Blue ocean strategy. 2015. side 82

Ved mange produkter er der flere interessenter forbundet med købet. F.eks. i Lego er slutbrugeren tiltænkt børn, hvor personen, der køber produktet, er forældrene. Om man vælger at henvende sig til barnet eller forældrene, vil det være forskellige parametre, man vil slå på i salgsprocessen.

Ved Aarstidernes salg til private er slutbrugeren og køber ofte den samme.

Aarstiderne har en hjemmeside, der henvender sig til erhverv. Deres ”Aarstiderne Engros” tilbyder at levere økologiske råvarer til storkøkkener, kantiner og restauranter direkte til kundens dørtrin. Med ”Firmaaftaler” har de institutionsfrugt og frugtordning som personalefrugt og mødeforplejning til virksomheder.

I disse tilfælde henvender man sig ikke direkte til slutbrugeren. Her er andre parametre, som kan være, at en arbejdsgiver ønsker en billig ordning, der er nem at administrere.

Jeg tror, at Aarstiderne har meget mere fokus på privat kunde end erhvervskunde, fordi man ikke får meget information om ”Aarstiderne Engros” og ”Firmaaftaler” på hjemmesiden. Man skal oprette som ”kunde” før man kan bestille. Jeg kan desværre ikke få Aarstiderne til at bekræfte min opfattelse af deres manglende fokus på erhvervskunder, da de har midlertidigt stoppet for al bistand med info til interesserede studerende på grund af coronakrisen.²⁴

Her tænker jeg, at Aarstiderne kan øge deres salg ved at omdefinere deres købergruppe endnu mere.

Jeg synes, at de skal gøre mere ud af salget til erhverv og institution som børnehaver, samt igangsætte salg mod andre offentlige institutioner, såsom plejehjem og sygehuse. Ifølge økologisk landsforening, de offentlige køkkener (hospitaller, børnehaver, institutioner osv.) udfører den største del (35%) af den økologiske omsætning indenfor foodservice i 2018.²⁵

Aarstiderne kan tage kontakt til kommunerne og offentlige arbejdspladser og forsøge at få nogle aftaler igennem. De bør undersøge, hvordan kommunerne håndterer de ydelser i dag. Aarstiderne kan tilbyde en firmaaftale evt. statsindkøbsaftale, som indebærer de fordele som; fastrabat og levering inden for et bestemt tidsrum efter aftalen, mens mængden af levering nemt kan justeres. De kan stå for madkurser til ansattes seminar med teambuilding, samt forsøge at få kommunerne til at outsource undervisning i hjemkundskab på skolerne til Aarstiderne.

Som tidligere nævnt i SWOT-analyse er der muligheder i den stigende interesse for økologi. Økologisk kantine kan være trends som Aarstiderne kan følge op i. Her kan være et stort marked i at sælge til offentlige arbejdspladser som universiteter med en masse studenter, hvor der vil indtages mange måltider både for medarbejdere og studenter.

Aarstiderne har mange forskellige leverandører til mange forskellige slags økologiske fødevarer, som kan sælges videre til mange forskellige slags restauranter og kantiner.

4.3.4 Komplementære produkt- og servicetilbud

De fleste produkter og serviceydelsers værdi bliver påvirket af andre produkter og serviceydelser. Det betyder, at der er en værdi, som bliver skjult af andre produkter eller serviceydelser, og som kan være adgang til et blåt ocean for virksomheden.

²⁴ Bilag 1: E-mail fra Aarstiderne

²⁵ Kilde: https://issuu.com/okologidk/docs/markedsnotat_2019. Side 18

”Vej 4” beskriver, at virksomheden kan skabe et blåt ocean igennem helhedsløsninger. Udviklingen af helhedsløsningen sker ved, at virksomhederne definerer hvad der sker før, mens og efter virksomhedens produkt bliver anvendt.²⁶

Et eksempel er børnefamilien, hvor forældrene gerne vil ind og se en biograffilm kun tilegnet personer over 15 år. Børnepasning og parkering er nødvendigt for denne familie. Serviceydelser som børnepasning og parkeringspladser er skjulte værdier, som kan øge attraktiviteten for kunderne, hvis de blev en helhedsløsning af det at gå i biografen, ville det skabe en merværdi for kunder med børn.

Jeg tror på, at mange af Aarstidernes kunder vil byde deres gæster med økologiske middag, hvis Aarstiderne kan tilbyde en pakkeløsning med både mad og servering til mange mennesker, eksempelvis til en fødselsdagsfest, hvor man kan få en 3-retters menu leveret til der, hvor festen holdes. Kunderne har mulighed for at vælge en samlet løsning på maden til festen med tema og ekstra service som et par timers tilberedelseshjælp. Forudsætningen her er, at det skal være en merværdi for kunder med en mindre omkostning.

4.3.5 Funktionelle/emotionelle orientering

Her skal man se på, hvordan virksomheder i branchen henvender sig til kunder; er det hovedsageligt funktionelt ud fra produktets pris og funktion, eller er det hovedsageligt emotionelt ud fra følelser²⁷. Ved den ene eller den anden mulighed kan man så kigge på, om det kan give fordele at tilføje mere af det element, som man benytter sig mindst af.

Aarstiderne satser på økologien, som har betydning for et bedre miljø, hvorpå de henvender sig til forbrugernes samvittighed. Sammen med deres mission ”det giver gode smagsoplevelser og nærvær” har Aarstiderne valgt at slå på det emotionelle samt funktionelle fordele som nem løsning til madlavning.

4.3.6 Tidens trend²⁸

Tidens trends ændrer sig løbende i forskellige brancher. En af tidens trend er den store interesse, der er for miljøet i dag. Dette er også nævnt tidligere i bl.a. PESTEL-analysen og SWOT-analysen. Denne trend er helt klart med til at skabe bedre muligheder for Aarstiderne. Deres økologiske produkter er miljømæssigt fortrukket frem for ikke økologiske produkter.

Samtidig er der i samfundet også en trend mod sundhed, hvilket også giver bedre muligheder for Aarstiderne i deres salg af abonnementskasser med frugt og grønt. Men der er mange andre konkurrenter, der også slår på disse trends. Derfor mener jeg ikke, at der ligger en mulighed i at skabe et blåt ocean alene på økologiske produkter igennem måltidskasserne.

For at udnytte denne trend må Aarstiderne tænke ud af boksen. De kan f.eks. tilbyde måltidskasser med diverse festtilbehør.

4.4 Forslag til fremtidigt strategilærred

Grundlæggende for princip 1 i Blue Ocean Strategy er, at virksomheden skal turde tænke på

²⁶ Blue ocean strategy. 2015. Side 86

²⁷ Blue ocean strategy. 2015. Side 90

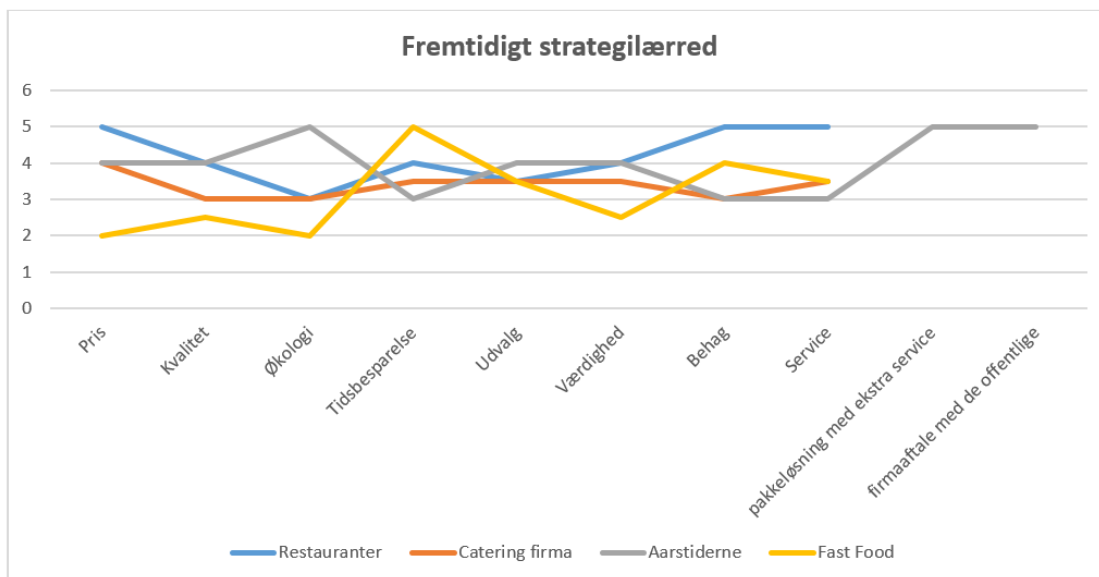
²⁸ Blue ocean strategy. 2015. Side 96

tværs af markedsgrænserne. Ved at omrokere de nuværende markedsgrænser vil virksomheden få indsigt i uudnyttet efterspørgsel, som kan være med til at skabe et blåt ocean.

Ud fra ovennævnte afsnit om de 6 veje har jeg udarbejdet et forslag til, hvordan det fremtidige strategilærred for Aarstiderne kan se ud. Der bliver fokuseret på veje som omdefinering af købergrupper, som efter min mening har størst potentiale for Aarstiderne.

Her skal det bemærkes, at man ikke skal implementere nye idéer uden at foretage en dybdegående analyse.

Figur: Fremtidigt strategilærred



I ovenstående strategilærred er der tilføjet de 2 nøglefaktorerne, som jeg mener, er unikke for Aarstiderne. Det er tiltag i forsøget på at følge vej nr. 1 og 4, laver pakkeløsning med ekstra service, f.eks. til konfirmation over 20 personer kan Aarstiderne arrangere for kunderne med festkasser inkl. servering.

Det andet forsøg på at følge vej nr. 3 er at lave firmaaftale med de offentlige og kommuner, som for eks. levering af firmafrugt med statsindkøbsaftale, at stå for kantine råvarelevering, udbyde madkurser til seminar med teambuilding, samt forsøge at få kommunerne til at outsource undervisning i hjemkundskab på skolerne til Aarstiderne.

4.5 Efterspørgsel

I dette afsnit vil jeg se på princip 2– se ud over den eksisterende efterspørgsel.

W. Chan Kim og Renée Mauborgne opstiller tre lag af ikke-kunder, som virksomheden skal analysere i deres bestræbelser på at skabe et blåt ocean. De tre lag af ikke-kunder tvinger virksomheden til at se udover den eksisterende efterspørgsel og derigennem få indblik i en ny og interessant kundegruppe. Det handler om for virksomheden at fokusere på den

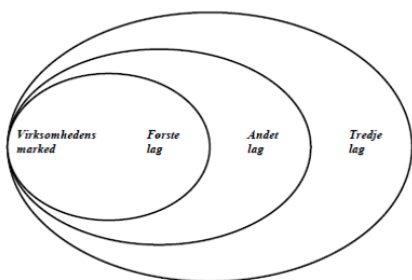
kundegruppe, der har det største kundeunderlag på det givende tidspunkt.²⁹

De tre lag af ikke-kunder bliver defineret, og opstillet i en figur, der illustrerer de tre lag af ikke-kunder i forhold til virksomhedens marked.³⁰

Definition på 1. lag ikke-kunder: *"På vej til at blive ikke-kunder" som befinder sig i udkanten af virksomhedens marked og venter på at springe fra borde.*

Definition på 2. lag ikke-kunder: *"Afvisende ikke-kunder" der bevidst vælger virksomhedens marked fra.*

Definition på 3. lag ikke-kunder: *"Uudforskede ikke-kunder" som befinder sig på et marked fjernt fra virksomhedens.*



Figur: De tre lag af ikke-kunder

I forhold til klassisk teori er det det *første og andet lag af ikke-kunder*, der vurderes til at have ligheder. *Tredje lag af ikke-kunder* åbner mere eller mindre op for virksomhedens nuværende marked og skaber muligheden for et blå ocean.

Der er ikke nogen fast regel for, hvornår og hvilken ikke-kundegruppe virksomheden skal fokusere på. Det vigtigste er, at virksomheden fokuserer på den gruppe, der har det største kundeunderlag på det givne tidspunkt.

4.5.1 Ikke-kunder i første lag

Det *første lag af ikke-kunder* er en kundegruppe, der befinder sig i udkanten af virksomhedens marked og venter på at springe fra.³¹ *Ikke-kunder i første lag* får ikke opfyldt deres præferencer fuldstændigt igennem virksomhedens produkt, men køber dog stadig produktet.

Det kan blive et problem for virksomhedens fremtid, hvis der er for mange ikke-kunder i første lag, da virksomheden hurtigt kan miste en stor del af kundeunderlaget, hvis nye og bedre alternativer udbydes. Hvis virksomheden derimod tilbyder ikke-kunder i første lag et værdispring, er der stor chance for, at de bibeholdes på virksomhedens marked.

Aarstiderne har mange loyale kunder, og de har fokus på relation med kunder. Derfor regner jeg ikke med, at der er mange ikke-kunder i første lag hos Aarstiderne.

²⁹ Blue ocean strategy. 2015. Side 121

³⁰ Blue ocean strategy. 2015. Side 123

³¹ Blue ocean strategy. 2015. Side 124

4.5.2 Ikke-kunder i andet lag

Ikke-kunder i andet lag er de *afvisende ikke-kunder*. De har kendskab til virksomhedens produkt, men vælger det bevidst fra grundet eksempelvis for høj pris, at deres behov og præferencerne er dækket hos konkurrenter, eller at de har ignoreret deres behov.

Under *ikke-kunderne i andet lag*, kan behovet og præferencerne være dækket hos konkurrenterne. Ifølge klassisk teori kan virksomheden få kendskab til kundegruppen igennem udførelsen af benchmarking. Benchmarking er en metode til at sammenligne konkurrenternes stærke sider overfor virksomheden selv og derigennem få et indblik i, hvor virksomheden står svagere eller stærkere end konkurrenterne.³²

I en benchmarking analyserer virksomheden de kriterier bl.a. produktets kompetencer, og der skabes et overblik over, hvilke af konkurrenternes kompetencer, der afviger fra virksomhedens eget. Ved at have kendskab til konkurrenternes kompetencer vil virksomheden også få et indblik i, hvorfor *ikke-kunderne i andet lag* foretrækker konkurrentens produkt. Imellem virksomhedens eksisterende kundegruppe og *ikke-kunderne i andet lag* kan virksomheden sammenligne fællesnævnerne og videreudvikle eget produkt, og derved skabe en større kundegruppe og efterspørgsel.

En analyse i 2018 af måltidskasser viser, at Nemlig.com ligger på anden plads som foretrækkende leverandør for danskere³³. Aarstiderne vil derfor have fordele ved at lave en benchmarking med Nemlig.com, samt have fokus på deres kernekompetencer for at beholde sin førsteplads som foretrækkende leverandør i Danmark.

Aarstiderne har i 2018 lagt vægt på at udvikle samarbejdet med leverandører, at udvide mangfoldigheden og niveauet af samarbejdet med landmænd og producenter af økologisk mad, og dermed sikre det rigtige produktudvalg, som er deres kernekompetencer.

4.5.3 Ikke-kunder i tredje lag

De *uudforskede ikke-kunder* i tredje lag er langt væk fra virksomheden. Branchens aktører har ikke anset disse ikke-kunder som potentiel målgruppe. Det har været tankegangen, at denne målgruppe har fået deres præferencer og behov dækket i andre brancher. Det, virksomheden skal fokusere på i tredje lag, er ikke-kunderne og de eksisterende kunders fællesnævner. Igennem fællesnævnerne vil virksomheden være i stand til at opnå en forståelse af, hvordan virksomheden kan få ikke-kunderne i tredje lag ind i deres kundegruppe.³⁴

Som tidligere nævnt under værdikæden bruges Aarstidernes egen produktion til deres arrangementer, såsom fællesspisning, havefællesskaber, høstmarkeder og fermenteringsworkshops til spisehus og foredrag.

Da disse arrangementer kun begrænses til Aarstidernes kunder og foregår kun på bestemte steder hos Aarstiderne, vil en opprioriteringsmulighed være, at Aarstiderne kan lave flere events rundt i forskellige større byer, evt. hos privat og offentligt firma.

³² Blue ocean strategy. 2015. Side 126

³³ Kilde: <https://finans.dk/erhverv/ECE11333624/nemligcom-tromler-frem-med-maaltidskasser/>

³⁴ Blue ocean strategy. 2015. Side 129

Under afsnit 4.3.1 ”vej 1” kommer vi frem til, at restauranter har en fordel ved nøglefaktorer service og behag. Aarstiderne kan tænke disse nøglefaktorer ind i deres produkter og forsøge at trække kunder fra restaurationsbrancher.

4.6 Delkonklusion med forslag til strategisk udvikling for Aarstiderne A/S

I henhold til afsnit om Blue Ocean Strategy sammenholdt med bl.a. afsnit fra SWOT-analyse, synes jeg, at der er en del muligheder for, hvordan Aarstiderne kan tilrettelægge sin strategiske udvikling for at skabe et blå ocean.

Jeg mener, at virksomheden skal forsøge at fastholde sin gode position i den konkurrencemæssige situation og forsøge at forbedre denne endnu mere ved at gøre nogle tiltag. Ud fra de 6 veje fra Blue Ocean Strategy mener jeg, at virksomheden skal vælge vej nr. 3: Omdefinering af købergruppe. Omdefineringen skal være, at kundesgruppen nu også skal udvides til flere dele af erhvervslivet.

Der må ligge et marked i at henvende sig til andre offentlige institutioner, både til ansatte i den offentlige sektor, men også til eksempelvis beboere i et plejehjem eller patienter på et sygehus. Danmarks Statistiks opgørelse for 2017 viser, at den økologiske omsætning i de offentlige køkkener er steget med 20% i foodservice i 2018³⁵ og svarer til en omsætning på ca. 0,875 mia.

Tiltag 1, Aarstiderne må selv aktivt forsøge at etablere kontakt og arbejde på en statsindkøbsaftale o. lign., hvor alle offentlige institutioner har retningslinjer, de handler efter, som dermed udvides til flere offentlige institutioner. Eksempelvis i skoler kan Aarstiderne være både som en frugtordning til skolen (lærere og elever), men også forsøge at overtage undervisningen i hjemkundskab samt stå for skolekantines levering.

Tiltag 2, Aarstiderne må tilføje merværdi for kunder, som vej 1 og vej 4 påpeger. Aarstiderne kan tilbyde forskellige former som festkasser til flere mennesker, eksempelvis fødselsdag, konfirmation med eller uden støtteservice.

Tiltag 3, fremkomne under ”Efterspørgsel”. Jeg synes, at Aarstiderne bør opprioritere flere arrangementer til privat- og erhvervslivet, som afholdes hos kunderne.

Alt i alt mener jeg, at Aarstiderne har mange mulige tiltag der kan hjælpe og støtte virksomheden i at ændre sin økonomiske udvikling og styrke den konkurrencemæssige situation. Dette er dog ikke umiddelbart en let opgave, og den bør vælges ud fra et ønske fra Aarstidernes ledelse om at skabe bedre resultater.

5. Regnskabsanalyse

Formålet med den regnskabsmæssige analyse er og få et historisk indblik i Aarstidernes finansielle udvikling og, hvad der driver rentabiliteten i Aarstiderne. Denne analyse skal, sammen med den strategiske analyse, danne grundlag for den efterfølgende budgettering og værdiansættelse.

Regnskabsanalysen er foretaget med udgangspunkt i Aarstidernes offentliggjorte årsrapporter fra 2014 til 2018, hvor årsregnskaberne er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for klasse C-virksomheder. Aarstidernes koncernregnskaber er i alle fem år påtegnet

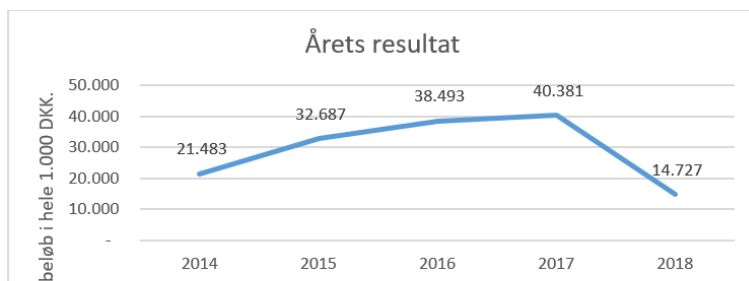
³⁵ https://issuu.com/okologidk/docs/markednotat_2019 side 17

med blanke revisionspåtegninger, hvorfor de anses for at give et retvisende billede af koncernens aktiviteter. Regnskabsanalysen indledes med reformulering af koncernregnskaber med henblik på at udregne de finansielle value drivers, som efterfølgende analyseres i forbindelse med rentabilitetsanalyse.

5.1 Økonomisk udvikling

Inden beregning af nøgletal til brug for regnskabsanalysen, vil jeg kort belyse virksomhedens økonomiske udvikling gennem resultatopgørelser for de sidste fem år.

Den økonomiske udvikling i Aarstiderne A/S



Den økonomiske udvikling i Aarstiderne. Kilde: egen tilvirkning

Som det kan ses ud af Aarstidernes regnskabsmæssige resultater, er der stort udsving fra 2017 til 2018.

Kurven viser udsvinget, hvor 2017 er toppen med et overskud på 40,3 mio. kr., hvorefter virksomhedens regnskabsmæssige resultat er meget faldende i 2018. Aarstiderne kom ud af 2018 med et overskud på 14,7 mio. kr. efter skat. Det er mere end halvering i forhold til året før. Den væsentligste årsag til det store fald skyldes, at en rekordvarm sommer fik danskerne til at afmelde eller sætte deres abonnement på måltidskasser på pause.

For Aarstiderne betød de høje temperaturer i løbet af foråret, sommeren og efteråret i 2018, et fald i overskuddet på 25,7 mio. kr.! Årets resultat lander i det seneste regnskabsår således på 14,7 mio. kr. i 2018 i kontrast til 40,4 mio. kr. i 2017. Da virksomheden er dybt afhængig af landbruget, har det kraftige snevejr i februar i 2018 også haft indflydelse på regnskabet. Det ustadige vejr skabte forsinkelser på måltidskasserne, hvilket resulterede i faldende omsætning i de sene vintermåneder³⁶.

5.2 Reformulering af årsrapporterne

For at foretage en regnskabsanalyse, bør man først fastlægge, hvilke ting man vil lægge vægt på og hvordan man belyser virksomhedens økonomiske stilling og udvikling bedst muligt.

Men for at kunne vurdere ovenstående aspekter og i den forbindelse beregne nøgletal, er jeg nødt til først at reformulere Aarstidernes årsrapporter, hvilket gennemgås nedenfor i afsnit.

Formålet med reformulering er, at fjerne eller mindske den regnskabsmæssige støj, der slører

³⁶ Kilde: <https://finans.dk/erhverv/ECE11290032/aarstiderne-gaar-tilbage-overskuddet-mere-end-halveret/?ctxref=ext-->

billedet af virksomhedens underliggende økonomiske aktiver og performance. Denne reformulering tjener til at klargøre opgørelserne til analysen³⁷. Først reformuleres opgørelse over Aarstidernes egenkapital, herefter balancen og afslutningsvis resultatopgørelse.

Da jeg skal reformulere årsrapporterne, så de kan anvendes til analyseformål, har jeg valgt, at tage udgangspunkt i bogen ” Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017 udgave” til at reformulere Aarstidernes årsrapporter over den valgte årrække.

5.2.1 Reformulering af egenkapitalen

Formålet med reformulering af Aarstidernes opgørelse over egenkapital er, at analysere transaktioner og posteringer, der berør ejernes egenkapital i virksomheden.

Når det regnskabsmæssige overskud anvendes i forbindelse med værdiansættelse, skal overskuddet være opgjort på totalindkomstbasis, ellers ses der bort fra værdi i beregning.

Den reformulerede opgørelse af Aarstidernes egenkapital (EK) fremgår af nedenstående figur.

Beløb i 1.000 kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Primo, 1. januar	27.499	20.025	20.234	32.689	38.661	61.313
Transaktioner med ejere						
+ Kapitalindskud (fra aktieudstedelse)						
- Aktietilbagekøb						10.002
- Udbetalt dividende (udbytte)	19.501	21.274	20.140	32.618	17.729	8.755
= Nettodividende	- 19.501	- 21.274	- 20.140	- 32.618	- 17.729	- 18.757
Totalindkomst						
+/- Nettoresultat (fra resultatopgørelsen)	11.504	21.483	32.687	38.493	40.381	14.727
+/- Anden totalindkomst	523		-121	125		-288
+/- Skat af anden totalindkomst			29	-28		63
= +/- Totalindkomst	12.027	21.483	32.595	38.590	40.381	14.502
Egenkapital ultimo. 31. december	20.025	20.234	32.689	38.661	61.313	57.058
<i>Reformuleret egenkapital. kilden: egen tilvirkning</i>						

Desværre er det rapporterede overskud i Aarstidernes resultatopgørelser ikke opgjort på totalindkomstbasis; en reformulering af egenkapitalopgørelsen råder bod herpå. Imidlertid sikre den overstående analyse af egenkapitalen, at alle transaktioner med ejere er medtaget. Dette gør det muligt at beregne både egenkapitalforrentning (ROE) og væksten i egenkapitalen.

5.2.2 Reformulering af balancen

Formålet med reformulering af Aarstidernes balance er at opdele balancen i driftsaktiver (DA) og finansielle aktiver (FA) samt driftsforpligtelser (DF) og finansielle forpligtelser (FF). Denne klassifikation identificerer de forskellige kilder til rentabilitet: driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter.

Udsnit af den reformulerede balance fremgår af nedenstående.

³⁷ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s. 125

Beløb i hele 1.000 DKK.	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Samlede aktiver	71.201	73.865	98.771	121.805	149.327	134.548	
- Likvide beholdninger	24.814	23.115	38.495	32.310	45.845	29.246	
+ driftslikviditet	6.010	7.352	9.049	11.333	13.441	13.700	*
= Driftsaktiver (DA)	52.397	58.102	69.325	100.828	116.923	119.002	
- Udskudt skat	2.451	2.266	2.279	2.149	3.314	3.284	DF
- Andre hensatte forpl.	-	690	528	34	7	563	DF
- Leverandørgæld	25.798	31.040	36.784	43.131	49.523	40.203	DF
- Forud. Fra kunder	1.110	897	893	862	994	843	DF
- Anden gæld	19.019	16.540	24.149	24.387	23.646	24.458	DF
- Deposita, kunder	1.472	1.492	1.449	1.544	1.217	972	DF
Netto driftsaktiver (NDA)	2.547	5.177	3.243	28.721	38.222	48.679	
Likvide beholdninger (FA)	- 18.804	- 15.763	- 29.446	- 20.977	- 32.404	- 15.546	FA
Leasingsforpligtelser- langfristet (FF)				8.964	7.167	4.973	FF
Kortfristet del af langfristet gæld (FF)	1326	706	-	2.073	2.146	2.194	FF
Netto finansielle aktiver (NFA)	- 17.478	- 15.057	- 29.446	- 9.940	- 23.091	- 8.379	
Egenkapital (CSE)	20.025	20.234	32.689	38.661	61.313	57.058	
<i>Reformuleret balance. kilden: egen tilvirkning</i>							
<i>* 2% af nettoomsætningen klassificerer som driftslikviditet(driftsaktiv).</i>							

For at afdække en virksomheds evne til at skabe overskud er vi nødt til at reformulere balancen, så den adskiller dens finansieringsaktiviteter fra dens driftsaktiviteter. Den overstående reformulering af balancen er for at identificere størrelsen af de netto driftsaktiver, der er nødvendige for vurdering af afkastningsgraden, der genereres via driften. Netto driftsaktiverne er forskellen mellem driftsaktiverne og driftsforpligtelserne.

Herudover er det vigtigt, identificere netto finansielle forpligtelser, der fratrækkes netto driftsaktiverne for at nå frem til den samlede egenkapital. I Aarstidernes tilfælde, hvor de har netto finansielle aktiver som skal lægge til for at nå frem til den samlede egenkapital. Netto finansielle forpligtelser er forskellen mellem de finansielle forpligtelser og finansielle aktiver. Disse to beholdninger genererer overskud fra henholdsvis driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten.

Det skal bemærkes, at de likvide beholdninger er klassificeret som henholdsvis drifts- og finansielle aktiver. Likvide beholdninger under driftsaktiver er medtaget svarer til 2% af nettoomsætningen, da det estimeres som den nødvendige driftslikviditet til daglige betalinger. Resten af likvide beholdninger er medtaget under finansielle aktiver.

5.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Formålet med reformulering af Aarstidernes officielle resultatopgørelse er at spore Aarstidernes samlede overskud (totalindkomst) til de underliggende kilder. Totalindkomsten opdeles i driftsoverskud og nettofinansielle omkostninger, der er genereret af netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser. Senere indgår disse i beregning af diverse nøgletal, der anvendes til at vurdere Aarstidernes rentabilitet.

En af opgaverne med at reformulere resultatopgørelsen består i at bringe poster under anden totalindkomst ind i resultatopgørelsen, således at resultatopgørelsen bliver fuldstændig (clean-surplus accounting), og bundlinjen bliver totalindkomst til ordinære aktionærer.

Den reformulerede resultatopgørelse fremgår af nedenstående figur.

Beløb i hele 1.000 DKK.	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	367.604	452.444	566.648	672.028	684.988
Produktionsomkostninger	- 182.613	- 227.624	- 285.423	- 340.381	- 338.009
Bruttoavance	184.991	224.820	281.225	331.647	346.979
Salgs- og distributionsomkostninger	- 87.894	- 104.091	- 132.681	- 159.700	- 180.925
Administrationsomkostninger	- 64.107	- 75.188	- 94.307	- 111.729	- 135.089
Afskrivninger	- 5.369	- 6.228	- 8.823	- 11.506	- 15.265
Driftsoverskud fra salg før skat	27.621	39.313	45.414	48.712	15.700
Skat af årets resultat	- 6.867	- 10.050	- 10.661	- 11.537	- 4.160
Skattefordel	- 443	48	12	37	47
Skat allokeret til andet driftsoverskud	540	686	738	743	748
Skat af driftsoverskud fra salg	- 6.769	- 9.316	- 9.911	- 10.832	- 3.459
Driftsoverskud fra salg efter skat	20.852	29.997	35.503	37.880	12.241
Andet driftsoverskud					
Andre driftsindtægter, netto	2.206	2.919	3.355	3.375	3.401
Skattefordel	- 540	- 686	- 738	- 743	- 748
Andet driftsoverskud efter skat:	1.666	2.233	2.617	2.633	2.653
Indtægter fra Kapitalinteresser i ass. Virksomheder, efter skat	330	301	329	-	-
Driftsoverskud i alt, efter skat	22.847	32.531	38.449	40.513	14.894
Netto finansielle omkostninger før skat	- 1.807	204	56	- 169	- 214
Skattefordel	443	- 48	- 12	37	47
Usædvanlige finansielle poster efter skat (valutakurser og værdiregulering)		- 92	97	-	- 225
Netto finansielle poster, efter skat	- 1.364	64	141	- 132	392
Totalindkomst	21.483	32.595	38.590	40.381	14.502
Selskabsskatteprocent	24,50%	23,50%	22%	22%	22%
<i>Reformuleret resultatopgørelse. Kilde: Egen tilvirkning</i>					

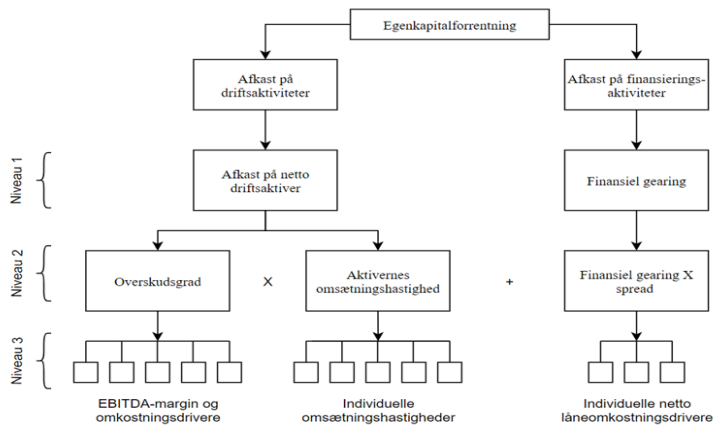
5.3 Analyse af rentabilitet

For at få et bedre indsigt i Aarstidernes nuværende finansielle status og hvilke finansielle value driveres, der har bidraget til dette, foretages en rentabilitetsanalyse, som tager udgangspunkt i egenkapitalforrentning (ROE), som efterfølgende dekomponeres, for at identificere de underliggende finansielle value drivers.

I det følgende afsnit foretages der en systematisk analysetilgang til tre niveau, for at identificere forklaringsvariablerne i ROE's udvikling Analyseniveauerne.

Denne analyse foretages vha. nøgletal, der fremgår af nedenstående figur³⁸.

³⁸ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s. 280



Ved en virksomheds rentabilitet forstås dens evne til at forrente den investerede kapital.

Nøgletal til analyse af rentabiliteten:

- Egenkapitalens forrentning (ROE)
- Afkast på driftsaktiver (ROIC)
- Overskudsgrad (OG)
- Aktivernes omsætningshastighed (AOH)
- Afkast på finansieringsaktiviteter (FGEAR & SPREAD)

Rentabilitetsanalysen tilrettelægges på baggrund af egenkapitalforrentningen (ROE) og dens underliggende finansielle værdidrivere som vist i figuren ovenpå.

5.3.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)

Det kan, specielt ud fra et ejer-synspunkt, have interesse at få kendskab til, hvordan egenkapitalen er blevet forrentet, og kan anvendes til sammenligning af alternative investeringer, såfremt der tages højde for risikoforskelle

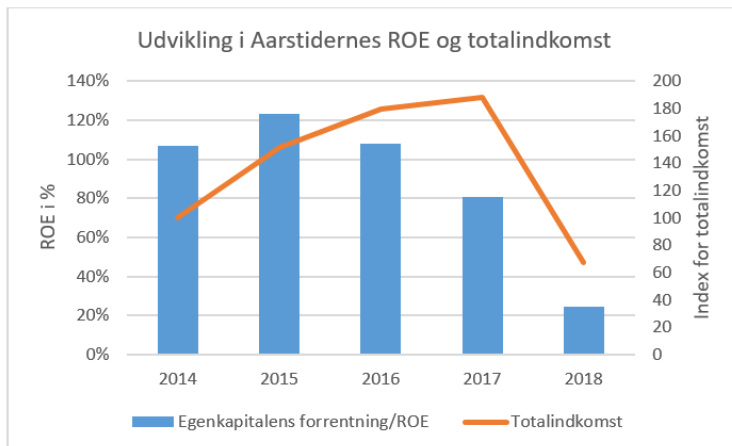
Egenkapitalens forrentning viser: Hvor meget ejerne har opnået i forrentning af den kapital, de har investeret i virksomheden.

Egenkapitalforrentningen beregnes som:

Beløb i hele 1.000 DKK.	2014	2015	2016	2017	2018
Totalindkomst	21.483	32.595	38.590	40.381	14.502
GNS. ORD. Egenkapital	20.130	26.462	35.675	49.987	59.186
Egenkapitalens forrentning/ROE	107%	123%	108%	81%	25%

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst til ordinære aktionærer}}{\text{Gns. ordinær egenkapital}}$$

Udvikling i Aarstidernes ROE og totalindkomst vises i nedenstående figur:



Egenkapitalens forrentning er kraftig forringet fra 2014 til 2018, idet nøgletallet i denne periode er faldet med 82 (107-25) procentpoint. Ejerne fik i 2014 et overskud på kr. 107 for investeret 100 kroner i egenkapital, mens de i 2018 opnåede et overskud på kr. 25 for hver investeret 100 kroner i egenkapital.

Egenkapitalens forrentning ligger på et meget tilfredsstillende niveau i 2014 til 2015, derefter er det faldet til et meget utilfredsstillende niveau i 2018.

Egenkapitalens forrentning ligger dog i 2018 stadig betydeligt over den rente, man kan opnå ved passiv investering i f.eks. obligationer (2018: ca. 4,3% p.a.)³⁹. Hvis virksomhedens egenkapitals forrentning ligger noget lavere end den gennemsnitlige markedsrente, vil aktionærerne vælge at investere deres kapital et andet sted end i Aarstiderne, hvor man kan få en noget højere forrentning.

Egenkapitalens forrentning ligger i alle årene betydeligt under afkastningsgraden på driftsaktiver, som for de fem tidligere ROIC er beregnet til henholdsvis 591,6%, 772,7%, 240,6%, 121,0% og 34,3%. Dvs. ejerne får forrentet deres kapital med en lavere procent end den, virksomhedens investerede kapital forrentes med.

Egenkapitalforretningen dekomponeres i flere nøgletal vha. af følgende formel.

$$ROE = (ROIC + FGEAR * SPREAD) * MIA$$

For at få en indikation af om egenkapitalforretningen ligger på et tilfredsstillende niveau og for at identificere, om der skabes værdi igennem driftsaktivitet eller finansieringsaktivitet, analyseres de øvrige led i formlen for egenkapitalforretningen i nedenstående afsnit.

5.3.2 Afkastningsgrad på driftsaktiver (ROIC)

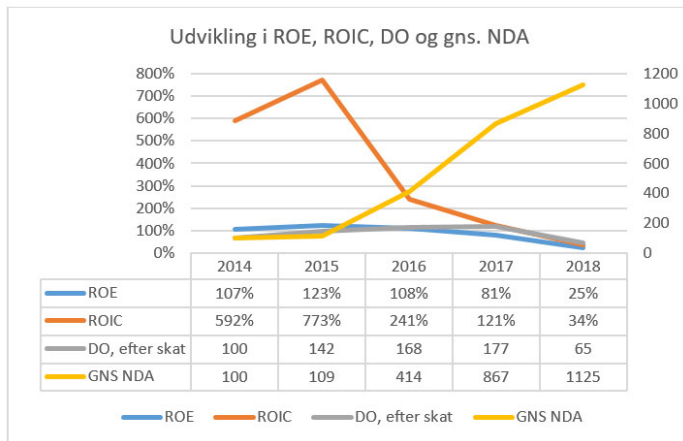
Udviklingen i Aarstidernes egenkapitalforretning afhænger af, hvordan ROIC udvikler sig. ROIC måler, hvor profitabelt virksomheden er i stand til at udnytte de ressourcer, den har til rådighed. Jo mere profitabelt virksomhed udnytter sine ressourcer, desto større bliver ROIC og dermed ejernes afkast⁴⁰ (rentabiliteten ud fra Aarstidernes driftsaktiver).

³⁹ Kilde: <https://www.statistikbanken.dk/MPK3>

⁴⁰ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.281

ROIC beregnes vha. følgende formel:

$$ROIC = \frac{DO}{Gns.NDA} = OG * AOH$$



Det fremgår af figuren, at rentabiliteten er stærkt forringet i analyseperioden, idet afkastningsgraden er faldet med 558 (592-34) procentpoint fra 2014 til 2018. Man fik i 2014 en forrentning på kr.592 for hver investeret 100 kroner, medens forrentningen i 2018 kun var på kr. 34 for hver investeret 100 kroner. Det er især på 2015 til 2016, at forringelsen har fundet sted. Fra 2016 til 2017 faldt den igen med 120 procentpoint, og fra 2017 til 2018 ender den med endnu et fald på 87 procentpoint.

Ligger afkastningsgraden i 2018 stadig på et acceptabelt niveau?

I sammenligning med markedsrenten på 4,3% er afkastningsgradens niveau tilfredsstillende, ROIC i hele perioden har været på et flot niveau, som har været med til at øge aktionærenes indskudte kapital. ROIC har dog fra 2016 været faldende og udviklingen er negativ, da afkastningsgraden faldet med 557 % i analyseperioden.

De gennemsnitlige nettodriftsaktiver stiger som følge af investeringer for at imødekomme stigende salg.

Hvis man ønsker at undersøge årsagerne til udviklingen i afkastningsgraden, kan man beregne yderligere to nøgletal, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

En virksomheds afkastningsgrad vil altid være lig med overskudsgraden ganget med aktivernes omsætningshastighed. En forbedring af ROIC kan opnås ved, at forbedre overskudsgraden, OG, der måler overskud pr. salgskrone, eller ved at forøge af netto driftsaktivernes omsætningshastighed, AOH, der måler salg pr. investeret kapitalkrone.

5.3.3 Overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed (OG, AOH)

Udviklingen i afkastningsgraden kan forklares med udviklingen i overskudsgraden og/eller aktivernes omsætningshastighed.

Overskudsgraden viser, hvor stor en indtjening omsætningen skaber. Den måler overskuddet for en kr. salg for virksomhedens driftsaktiviteter.

Overskudsgrad kan beregnes vha. af følgende formel:

$$\text{Overskudsgrad}(OG) = \frac{DO}{\text{Omsætning}}$$

Jo større indtægter virksomheden opnår i forhold til indsatsen af omkostningen, jo højere bliver overskudsgraden.

	2014	2015	2016	2017	2018
Overskudsgrad	6,2%	7,2%	6,8%	6,0%	2,2%

De foretagne beregninger viser, at virksomhedens indtjeningsevne i analyseperioden har påvirket afkastningsgraden negativt. Det fremgår af overskudsgraden, der er faldet med 4 (6,2-2,2) procentpoint i fem år fra 2014 til 2018. Overskudsgraden er dog især forringet fra 2017 til 2018. I 2014 opnåede man et resultat (før renter) på kr. 6,2 for hver 100 kroner i omsætning, medens man i 2018 fik et overskud (før renter) på kr. 2,2 for hver 100 kroner i omsætning.

Om man kan sige, at nøgletallet har et tilfredsstillende niveau i forhold til virksomhedens branche og omverden, kan diskuteres. Der er ingen tvivl om, at virksomheden befinder sig i en branche, hvor det kan være svært at klare sig mod konkurrenterne (som ikke kun sælger økologiske varer). Det kan være svært at overbevise forbrugerne om, at de skal købe deres økologiske frugt og grøntsager hos Aarstiderne, når de kan få disse varer billigere nede i supermarkedet. Og man kan heller ikke se på supermarkedernes indtjening på økologiske varer, fordi supermarkederne sælger flere varer end økologiske varer.

Jeg mener, at nøgletallet efter omstændighederne er utilfredsstillende, da virksomheden ikke kan holde indtjening oppe efter faldet i 2016. Virksomheden skal kigge nærmere på, hvad det er, der gør, at driftsoverskuddet fra salget falder til næsten en tredjedel fra 2017 til 2018.

Der kan være mange årsager til, at virksomheden ikke fremkommer med bedre overskudsgrader igennem årene.

Forklaringen til denne udvikling skal findes ved, at dekomponere overskudsgraden yderligere i nedenstående til niveau 3.

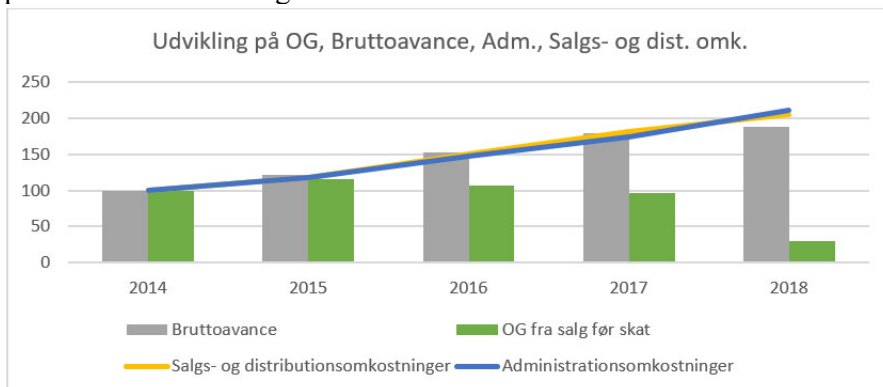
I nedenstående figur fremgår indeksudviklingen af de enkelte OG-drivere.

Indeks	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	100	123	154	183	186
Produktionsomkostninger	100	125	156	186	185
Bruttoavance	100	122	152	179	188
Salgs- og distributionsomkostninger	100	118	151	182	206
Administrationsomkostninger	100	117	147	174	211
OG fra salg før skat	100	116	107	96	31
Skat omk.	100	138	146	160	51
OG fra salg efter skat	100	144	170	182	59
OG	100	116	109	97	35

Figuren herunder viser, at salgs-, og distributions- og administrationsforbruget er steget meget i 2018, mens produktionsomkostninger er faldende fra 2017 til 2018. Dermed kan man sige, at det

hovedsagligt er stigningerne i personaleomkostninger og materialeforbrug, der gør at virksomheden fremkommer med de faldende overskudsgrader.

Herudover viser den stigende bruttoavance at Aarstiderne har formået at holde produktionsomkostningerne under kontrol.



Udover overskudsgraden på niveau 2, påvirker aktiverens omsætningshastighed også ROIC's udvikling, hvorfor denne dekomponeres i det næste afsnit.

Aktiverens omsætningshastighed viser: hvor stor en aktivitet (omsætning), den investerede kapital skaber. Den måler aktiverens effektivitet til at skabe omsætning og hvor god virksomheden er til at tilpasse sine aktiver til ændringer i omsætning.

Den måler aktiverens omsætningshastighed i antal gange og beregnes vha. følgende formel:

$$\text{Aktiverens omsætningshastighed} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. netto driftsaktiver}}$$

Jo større aktivitet, virksomheden opnår i forhold til den investerede kapital, jo større bliver aktiverens omsætningshastighed.

	2014	2015	2016	2017	2018
AOH	95,19	107,47	35,46	20,08	15,76

Virksomhedens kapitaltilpasningsevne har dog også påvirket afkastningsgraden i nedadgående retning. Det fremgår af omsætningshastigheden for aktiverne, der er faldet med 79,43 gange.

Nøgletallene i overstående tabel viser, at aktiverens omsætningsagtighed i perioden fra 2015 til 2018 har været meget faldende, hvilket primært skyldes, at for imødegå den stigende efterspørgsel (afspejlet i den stigende omsætning) er Aarstiderne begyndt at investere mere i sine aktiver, men investeringerne i driftsaktiver er højere end stigning i omsætningen. I 2014 opnåede man en omsætning på kr. 9519 for hver investeret 100 kroner, medens man i 2018 kun realiserede en omsætning på kr. 1576 pr. investeret 100 kroner.

Her kan man konkludere at faldet på 94% fra 2014 til 2018 i afkastningsgraden især skyldes den forringede kapitaltilpasningsevne, da aktiverens omsætningshastighed falder fra 95,19 til 15,76 gange. Indtjeningsevne har også en negativ indvirkning på afkastningsgraden, da overskudsgraden falder med 65%.

Forklaringen på denne udvikling i aktivernes omsætningshastighed skal findes ved, at dekomponere aktivernes omsætningshastighed yderligere i nedenstående til niveau 3.

Ved at beregne den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed, kan det måles, hvor meget der er bundet i netto driftsaktiver til at skabe en kroners salg. Dette gøres ved at dividere 1 med aktivernes omsætningshastighed. Som det fremgår af tabellen herunder, har driftsaktiverne været stigende og faldende på driftsforpligtelserne frem mod 2018.

1/AOH	2014	2015	2016	2017	2018
AOH for Driftsaktiver	0,1503	0,1408	0,1501	0,1620	0,1722
AOH for Driftsforpligtelser	0,1398	0,1315	0,1219	0,1122	0,1088
AOH for NDA	0,0105	0,0093	0,0282	0,0498	0,0634

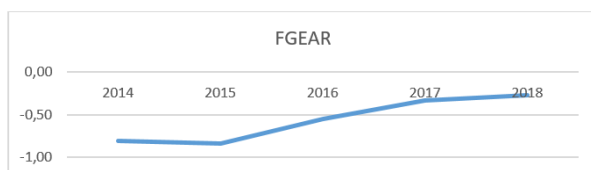
Stigningen i nøgletallet for aktivernes omsætningshastighed på driftsaktiver frem mod 2018 vurderes ikke, at være positiv for Aarstiderne, da koncernens kapitalbinding stiger. Overordnet vurderes det ikke overraskende, men nødvendigt, da Aarstiderne skal imødegå den stigende efterspørgsel af deres måltidskasserne. Efterspørgslen imødegås ved, at investere i f.eks. pakkeriet.

Ligesom driftsaktiverne har en indvirkning på egenkapitalforrentningen, har finansieringsaktiviteterne ligeledes en indvirkning på egenkapitalforrentningen, hvorfor nøgletallene FGEAR og SPREAD behandles i nedenstående afsnit. Såfremt en virksomhed ikke benytter sig af finansiell gearing, vil egenkapitalforrentningen være lige med afkastningsgraden, ROIC.

5.3.4 FGEAR

FGEAR viser forholdet mellem virksomhedens netto finansielle forpligtelser og virksomhedens egenkapital. Det viser også, om virksomheden kan formå at tjene penge på fremmed kapital. FGEAR kan beregnes vha. følgende formel:

$$FGEAR = \frac{\text{Nettofinansielle forpligtelser (NFF)}}{\text{Egenkapital}}$$



Aarstiderne har netto finansielle aktiver med stor likvid beholdning, dermed er gearingen negativ og er steget fra 2014 til 2018.

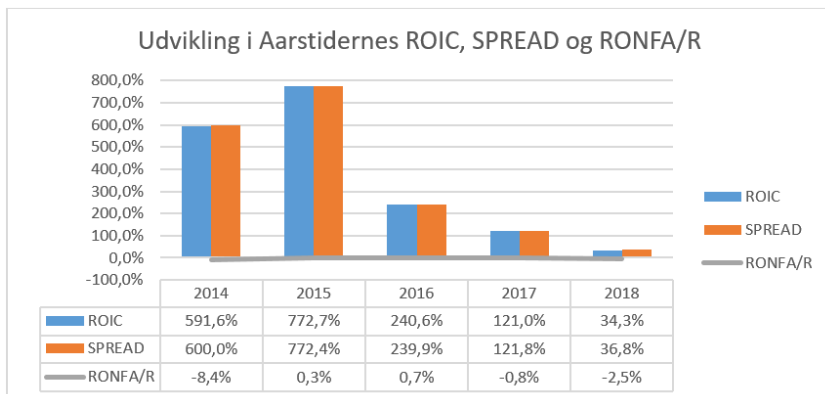
Denne udvikling indikerer, at Aarstiderne overordnet set ikke benytter sig af muligheden for at finansiere sine aktiviteter med fremmedkapital. En højere fremmedkapital er ikke ensbetydende med, at egenkapitalforrentningen påvirkes positivt, da en højere fremmedkapital medfører en større finansiell risiko. En højere fremmedkapital vil medføre en større investeringsrisiko, som en rationel investor gerne vil kompenseres for i form af højere afkastkrav.

En stigende gearing vil påvirke egenkapitalens forrentning positiv, til gengæld vil den forøgede gearing påvirke virksomhedens soliditet i negativ retning.

5.3.5 SPREAD

SPREAD viser forskellen mellem afkastningsgraden og gældsrenten. Såfremt virksomhedens ROIC er større end lårenten, er det et udtryk for, at virksomheden er i stand til at tjene på fremmedkapital. SPREAD kan beregnes vha. følgende formel:

$$SPREAD = ROIC - r$$



Da Aarstiderne har netto finansielle aktiver, som giver både negativt og positivt afkast, bliver der regnet afkast på finansieringsaktiviteter, RONFA, i stedet for netto finansielle omkostninger i procent, r .

RONFA = netto finansielle indtægter / gns. NFA.

Beregninger på RONFA viser at der betalte kr. 8,4 i rente for hver 100 kroner i finansielle aktiviteter i 2014, og kr. 2,5 i rente for hver 100 kroner i finansielle aktiviteter i 2018. Den viser et negativt afkast på finansielle aktiviteter samt en negativ udvikling. Man kunne godt forestille sig, at Aarstiderne ikke får indtægter på likvider, men betaler på gælden, fordi rente på indlån er meget lille i dag, og dermed samlet har omkostninger, som har en negativ indvirkning på egenkapitalens forrentning.

Et positiv SPREAD ($ROIC > RONFA$) vil reducere ROE, da en del af ejernes investering er anbragt i finansielle aktiver, som typisk giver et lavere afkast end investering i driften. Afkastet på driften, ROIC, på 34,3% vægtes ned med afkastet på finansieringsaktiviteten på den samlede ROE til 25% i 2018.

5.3.6 Del Konklusion:

Formålet med regnskabs- og rentabilitetsanalysen var og finde frem til de finansielle drivere, der har en positiv indflydelse på Aarstidernes udvikling i analyseperioden. Disse faktorer sammen med ikkefinansielle value drivere fra den strategiske analyse danner grundlag for budgetteringen af Aarstiderne.

Det konkluderes herved, at rentabiliteten i Aarstiderne er stærkt forringet i analyseperioden, idet afkastningsgraden er faldet fra 591,61% i 2014 til 34,28 % i 2018, dvs. et fald på ca. 94,21%. Udviklingen af rentabiliteten er negativ, men afkastningsgraden ligger i 2018 på et tilfredsstillende niveau sammenlignet med obligationsrenten (2018: ca. 4,3% p.a.).

Den faldende afkastningsgrad skyldes primært en forringelse i virksomhedens indtjeningsevne, idet overskudsgraden er faldet fra 6,2% i 2014 til 2,2% i 2018, dvs. et fald på ca. 65%. Den største del af faldet er sket fra 2017 til 2018, nemlig 64%!

Den faldende afkastningsgrad er også påvirket af en forringelse i virksomhedens kapitaltilpasningsevne, idet aktivernes omsætningshastighed er faldet fra 95,19 g i 2014 til 15,76 g i 2018, dvs. et fald på ca. 83%.

Man bør i virksomheden især undersøge årsagen til den faldende indtjeningsevne. Man bør endvidere se på, hvorfor kapitaltilpasningsevnen er forringet.

Egenkapitalens forrentning har i hele analyseperioden ligget under afkastningsgraden, da de finansielle aktiver giver et lavere afkast end investering i driften, vil ROE være lavere end ROIC⁴¹.

I 2014, 2017 og 2018 har der også været negativt afkast fra finansielle aktiviteter.

Alt i alt har den investerede kapital i virksomheden givet et afkast, men den har dog været stærkt faldende.

De gennemsnitlige nettodriftsaktiver er steget som følge af investeringer i materielle anlægsaktiver, for at imødekomme den stigende efterspørgsel. Årsagen til at egenkapitalforrentningen, trods de stigende investeringer, ligger på et tilfredsstillende niveau (80,78% i 2017, 24,50 % i 2018) skyldes, udviklingen i ROIC, som er drevet af:

- Der er en positive udvikling i overskudsgraden-/driftsoverskud før skat fra 2014-2017, der primært relaterer sig til den næsten doblede omsætning.
- Aarstiderne overordnet holder omkostningerne under kontrol.
- Det store fald fra 2017 til 2018 i overskuddet og omsætning, skyldes ustadige vejr med kraftige snevejr i februar og høje temperaturer senere. Aarstiderne skal være bedre til at tilpasse deres kapitaltilpasningsevnen.

Efter at have behandlet de ikke-finansielle value driveres under den strategiske analyse og de finansielle value driveres under den regnskabsmæssige analyse, fastsættes budgetforudsætningerne, der anvendes i budgetteringen og værdiansættelsen af Aarstiderne.

6. Budgettering

I forbindelse med værdiansættelse, anvendes budgettering til at estimere den fremtidige udvikling i de regnskabsposter, der skal anvendes til at værdiansætte en virksomhed. Budgettet estimeres ud fra de forudsætninger, der baseres på både ikke-finansielle og finansielle value drivers afdækket via henholdsvis den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

I budgettet fokuseres kun på de poster fra den reformulerede egenkapital, balance og resultatopgørelse, som anvendes til at værdiansætte Aarstiderne, idet sammendragene opgørelser er alt, der behøves i analyse og beslutningsøjemed. Det er derfor ikke nødvendigt og medtage hver enkelt post fra regnskabet at estimere dem i budgettet, for at have det fornødne overblik.

⁴¹ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.284

6.1 Budgetperiode

Længden af budgetperioden afhænger af, hvor langt ud i fremtiden analytikeren med rimlighed kan forudsige variationer i de underliggende variabler, før de når steady-state (konstante vækst rater).

Budgetperioden begynder med det nuværende regnskabsår og løber frem til det tidspunkt, hvor der ikke længere er meningsfuldt for analytiker at have forecast frem for at forudsætte, at regnskabsposterne i proforma-opgørelserne vil vokse med en konstant vækstrate.

For at komme frem til steady-state perioden, er længden af budgetperioden afgørende for budgetteringen.⁴²

Perioden skal være tilstrækkelig lang, for at en overnormal salgsvækst og et overskud forsvinder. Derudover afhænger budgetperiodens længde også af vækstudsigterne i branchen.

Nedenstående skema benyttes for at vurdere budgetperiodens længe.

Vækstudsigter for branchen				
Virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel		Lav (Moden)	Medim (Konsolidering)	Høj (Opstart)
	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, og på langt sigt	10 år	20 år	20 år

Kilder: Lundholm og Sloan (2007)

Ved det scenarie, hvor de finansielle value drivere forventes og være konstante vil budgetperioden stoppe. Perioden herefter kaldes også terminalperioden.

Budgetperiodens længde er altid diskuterbar, idet budgettet baseres på fremtidige estimater, der er forbundet med usikkerhed. Budgetperioden i min opgave omfatter ti år fra 2019 til 2028.

Budgetperioden er valgt med baggrund i, at Aarstiderne har været på markedet i over 20 år og at der i branchen, jf. den strategiske analyse, ikke er mulighed for at skabe overnormale overskud pga. den hård konkurrence, men der er fortsat vækst i ØKO-salget.

I terminalperioden efter år 2028 forudsættes vækstraterne for de udvalgte finansielle value drivere at være konstante.

Terminalperioden skal begynde, når forecastet møder følgende 4 betingelser⁴³.

1. Væksten i salget må falde til en konstant (langsigtet) vækstrate
2. Overskudgraden må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med nr. 1, at driftsomkostningerne vokser med samme rate som salget
3. Den samlede omsætningshastighed (AOH) må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med nr. 1, at netto driftsaktiver vokser med samme vækstrate som salget

⁴² Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.318

⁴³ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.318

4. FGEAR må forblive konstant. Denne betingelse sikrer sammen med nr. 1 og 3, at netto finansielle forpligtelser (NFF) vokser med samme vækstrate som salget.

Samlet vil disse 4 betingelser sikre, at alle posterne i proforma-opgørelserne vil vokse med samme vækstrate som væksten i salget.

6.2 Budgettering af omsætningen

Aarstiderne i de sidste fem år har forventet vækstrater jf. oplysningerne i Aarstidernes årsrapporter, udviklingen i Aarstidernes omsætningsvækst jf. nedenstående figur har stort set i hele perioden været meget højere med 2- cifret vækst, på nær 2018.

	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætningsvækst	22,3%	23,1%	25,2%	18,6%	1,9%

Vækst i Aarstidernes omsætning. Kilde: egen tilvirkning

Forklaring til denne udvikling, der i øvrigt blev behandlet tidligere i opgaven, skal findes i følgende årsager:

- Fokus på kerneforretningen
- Produktudvikling
- Kontrol af omkostninger
- Ustadig vejr

Aarstiderne er vant til tocifrede vækstrater indtil 2018, hvor væksten var på to procent. Det skyldes de ekstreme vejrforhold i 2018. Kraftigt snefald i februar forårsagede forsinkelser i levering af kasser og dermed et fald i indtægterne, i den sene vinter efterfulgt af rekordhøje temperaturer i foråret, sommeren og efteråret, der fik kunderne til at pause eller annullere deres abonnement.

Selv virkningen på indtægterne og varigheden af effekten var lige så vanskelige at forudse som selve vejret. Det er svært at forstille sig, at lavvækst i 2018 vil forsætte.

Overstående historiske vækstrater med den gemmesnitlige omsætningsvækst i perioden fra 2014-2018 har været på 18% svarer til 2017-niveau. Jeg tror på, at væksten hos Aarstiderne vil forsætte på højt niveau på 10-12 % i de næste 3 år pga. trends for økologi i Danmark, men væksten bliver også påvirket af, at der er sket meget stor ændring af normalt vejr⁴⁴. Derefter kan markedet indenfor branchen langsomt udvikle sig fra vækstfasen til modningsfasen, dermed falder vækst henimod 2028, hvor den kommer ned i et niveau som svarer til generelt økonomisk vækst i Danmark i 2-3%.

Sammen med de ikke finansielle value driveres fra den strategiske analyse, estimerer jeg de fremtidige omsætningsvækstrater, som fremgår af figur herunder:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
Omsætningsvækst	12%	10%	10%	8%	8%	7%	7%	5%	5%	3%	3%

Estimeret Vækst i Aarstidernes omsætning. Kilde: egen tilvirkning

I terminalperioden estimeres omsætningsvæksten til at være på 3 % med baggrund i følgende

⁴⁴ Kilde: : <https://jyllands-posten.dk/indland/trafik/ECE11972211/dmi-der-er-sket-en-meget-stor-aendring-af-normalt-vejr-i-februar/>

årsager i den strategiske analyse:

- at salget indenfor ØKO-salg forventes at vokse med en fordobling frem mod 2029
- en gennemsnitlig økonomisk vækst på 2-3 % i Danmark i 2018 og 2019
- at forudsætte, at virksomheden vil vokse med en rate lig vækstraten for økonomien

If. Økologisk landsforening, med en stigende udbredelse af de 4 økologiske principper (sundhed, økologi, retfærdighed og forsigtighed) fra FN's 17 verdensmål, har Danmark muligheden for at sætte den globale dagsorden for fortsat økologisk vækst både på udbuds- og efterspørgselssiden. Den langsigtede økologiske målsætning i foreningen er, der arbejdes for mindst 30% økologi i Danmark, både i marken og markedet, senest i 2030. Det svarer til en tredobling af det økologiske forbrug i detailhandlen og i foodservice-sektoren inden for det næste årti⁴⁵.

Generelt vurderes det, at Aarstiderne forsat kan levere en fornuftig omsætningsvækst pga. ovenstående.

Det vurderes dog ikke, at Aarstiderne kan levere samme vækstrater frem til 2029, da det vurderes, at markedet for økologi i Danmark vil komme i en modningsfase, og væksten dermed vil være stabil.

6.3 Budgettering af OG salg før skat (overskudsgraden)

Som det fremgår af nedenstående figur har Aarstidernes overskudsgrad været på et stabilt og pænt niveau indtil 2018, hvor den faldende OG skyldes de ekstreme vejrforhold.

Den historiske udvikling skyldes hovedsageligt Aarstidernes stigende omsætning og Aarstidernes evne til at kontrollere omkostningerne.

	2014	2015	2016	2017	2018
OG salg Før skat	7,5%	8,7%	8,0%	7,2%	2,3%

Aarstidernes OG. Kilde: egen tilvirkning

Rentabilitetsanalysen af den historiske udvikling viste, at Aarstiderne er i stand til at kontrollere omkostningerne, selvom omsætningen kan stige kraftigt. Aarstidernes evne til at kontrollere omkostningerne i fremtiden forudsættes at fortsætte.

Herudover indikerede regnskabsanalysen, at Aarstiderne kan holde overskudsgraden på nogenlunde samme niveau omkring 8 % af omsætningen fra 2014-2017. Niveauet lidt under 7, når man regner 2018 med. Denne tendens i overskudsgraden forudsættes at fortsætte til 2021, men i resten af budgetperioden forudsættes overskudsgraden at falde med gennemsnitligt 1 procentpoint fra 2022 for at udvise en vis forsigtighed i estimerne.

Med baggrund i ovenstående forhold og tiltag vurderes det, at Aarstidernes overskudsgrad i budgetperioden vil være stabil, men alligevel ligge på et pænt niveau, som det fremgår af tabel:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
OG salg Før skat	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Estimeret Aarstidernes OG. Kilde: egen tilvirkning

45 Kilde: https://issuu.com/okologidk/docs/markedsnotat_2019 side 3

I terminalperioden estimeres overskudsgraden til at være på 6% med baggrund i følgende årsager i den strategiske analyse:

- at salg af økologisk måltidskasser er stigende
- der er hård konkurrence fra andre aktører
- Aarstiderne har styr på omkostning
- usikker vejrforhold

6.4 Budgettering af den effektive skattesats

Jf. tabel herunder har Aarstidernes effektive skattesats i perioden fra 2014 til 2018 svinget mellem 21,8 % til 24,5 %. Udviklingen skyldes udskudte skatteforpligtelser og passer med, at selskabsskatten i Danmark i samme periode er nedsat gradvist. Selskabsskatten er gradvis faldet fra 24,5 % i 2014 til 22 % i 2018. Da Aarstidernes effektive skattesats i de sidste to år matcher selskabsskatteprocenten, budgetteres den effektive skattesats i hele budgetperioden med 22 %, som er den lovpligtige selskabsskattesats i Danmark.

	2014	2015	2016	2017	2018
Effektiv skattesats	24,5%	23,7%	21,8%	22,2%	22,0%
Selskabsskatteprocent	24,5%	23,5%	22,0%	22,0%	22,0%

Effektiv skattesats. Kilde: egen tilvirkning

6.5 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed

I rentabilitetsanalysen og den strategiske analyse blev det konstateret, at Aarstiderne i den analyserede periode har investeret bl.a. i sit pakkeri og IT-plattform, hvilket har medført, at aktivernes omsætningshastighed har været faldende. Investeringerne er sket på baggrund af den stigende efterspørgsel efter Aarstidernes måltidskasser. Det forventes at det nye pakkeri i Barritskov er produktionsdygtigt fra 2017, hvorfor aktivernes omsætningshastighed forventes at være på stort set samme niveau frem til og med 2020, som i 2017, som det fremgår af nedenstående figur.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
AOH	20	20	25	25	25	25	25	25	25	25	25

Estimeret Aarstidernes AOH. Kilde: egen tilvirkning

Fra 2021 og frem forventes aktivernes omsætningshastighed at stige. Dette skyldes min formodning om, at Aarstiderne ikke vil investere i samme grad. I terminalperioden vurderes aktiverenes omsætningshastighed ligeledes, at være på 25.

6.6 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat

Andet driftsoverskud indeholder f.eks. andre driftsindtægter, driftsomkostninger m.v. For denne budgettering findes der ingen præcise underliggende drivere, hvorfor budgetteringen fastsættes primært ud fra den historiske udvikling. Som det fremgår af nedenstående tabel, har andet driftsoverskud efter skat været stigende i analyseperioden. I perioden fra 2014 til 2018 er andet driftsoverskud steget med 59 %, men fra 2016 til 2018 er der en stigning på 1%, hvorfor det med en forsigtighed budgetteres med en stigning på 1 % pr. år.

Beløb i hele 1.000 DKK.	2014	2015	2016	2017	2018
Andet driftsoverskud efter skat:	1.666	2.233	2.617	2.633	2.653
Andet driftsoverskud efter skat- Index	100	134	157	158	159

6.7 Sammenfatning af budgetteringen

Budgettet og terminalperioden blev hovedsageligt estimeret ud fra den strategiske analyse og den historiske udvikling i Aarstiderne samt min egne vurdering ud fra den viden jeg har tilegnet i min analyse af virksomheden. Budgetperioden er valgt med baggrund i, at Aarstiderne er en moden virksomhed med vækst, og at der i branchen ikke er mulighed for at skabe overnormale overskud pga. den hård konkurrence.

Det fremgår af estimerer, at omsætningen ikke forudsættes at stige som hidtil, og at overskudsgraden forudsættes at være svagt faldende. Dette er gjort ud fra et forsigtighedsprincip. Herudover kan der forekomme nogle uventede faktorer, som medvirker til at Aarstiderne ikke kan vokse med samme vækstrater som før. Eksempelvis har vejrforhold en meget stor betydning.

Terminalperioden er fastsat ud fra, hvad der vurderes realistisk og min egne vurdering ud fra den viden jeg har tilegnet mig gennem min analyse af Aarstiderne.

Efter at have fastsat budgetterings- og terminalperioden, er det nu muligt, at fortage en værdiansætte af Aarstiderne.

7. Værdiansættelse

I det forrige afsnit blev det fremtidige budget estimeret med baggrund i den strategiske analyse og den historiske udvikling i Aarstiderne med det formål, at finde frem til en markedsværdi af Aarstiderne ved evt. et salg. Markedsværdien af Aarstiderne ved evt. et salg beregnes med udgangspunkt i de absolutte værdiansættelsesmodeller, som er den frie cash flow modellen (DCF-modellen) og efterkontrolleres med residualindkomstmodellen (RIDO-modellen).

For begge værdiansættelsesmodeller anvendes den indirekte værdiansættelse, den fokuserer på driftsaktiviteten som eneste værdidriver og ser bort fra finansieringsaktiviteten som potentiel værdidriver. Begge modeller anvender det vægtede gennemsnit af kapitalomkostningerne (WACC), som diskonteringsfaktor.

7.1 DCF-modellen

DCF-modellen tager udgangspunkt i de fremtidige frie cash-flow i den tiårige budgetperiode, der tilbagediskonteres og tillægges terminalperioden, hvorfor egenkapitalens værdi kan beregnes vha. følgende formel⁴⁶:

$$\text{Egenkapitalværdi} = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r_{WACC})^t}}_{\text{Virksomhedsværdien}} + \underbrace{\frac{FCF_{T+1}}{(r_{WACC}-g)(1+r_{WACC})^T}}_{\text{Terminalværdien}} - NFF_0$$

Jf. overstående formel fremgår det af det, at det første led udgør den tiårige budgetperiode, hvor det andet led udgør terminalperioden, der tilsammen giver virksomhedsværdien.

Virksomhedsværdien fratrasket de netto finansielle forpligtelser (NFF) udgør ved beregning efter den interne metode egenkapitalværdien.

I tilfælde med netto finansielle aktiver(NFA) i stedet for netto finansielle forpligtelser tillægges den bogførte værdi.

⁴⁶ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.34

7.2 RIDO-modellen

RIDO-modellen tager udgangspunkt i den bogførte værdi af virksomhedens netto driftsaktiver (NDA), og tilbagediskonterer residualindkomsten med de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (r_{WACC}), hvorfor egenkapitalens værdi kan beregnes vha. følgende formel:

$$Egenkapitalværdi = NDA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+r_{WACC})^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{WACC-g})(1+r_{WACC})^T}}_{\text{Virksomhedsværdien}} - NFF_0$$

Jf. overstående formel fremgår det, at summen af netto driftsaktiverne (NDA), budgetperioden og terminalværdien udgør virksomhedsværdien. Virksomhedsværdien fratrasket de netto finansielle forpligtelser (NFF) udgør ved beregning efter den interne metode egenkapitalværdien. Forskellen på RIDO-modellen og DCF-modellen, er at DCF-modellen er baseret på de frie cash-flow, hvorimod RIDO-modellen er baseret på den bogførte værdi. Imidlertid bør resultatet af begge modeller være det samme, da modellernes indre sammenhænge er ens.

Inden værdiansættelsen af Aarstiderne kan finde sted vha. DCF-modellen og efterkontrolleres med RIDO-modellen, skal WACC (Weighted Average Cost Of Capital) beregnes, da denne anvendes som diskonteringsfaktor for betalingsstrømmene.

7.3 Fastlæggelsen af diskonteringsfaktoren

I dette afsnit fastsættes WACC (de gennemsnitlige kapitalomkostninger), der skal anvendes som diskonteringsfaktor for de fremtidige betalingsstrømme. De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger tager højde for både ejernes og långivernes afkastkrav. Inden beregningen kan finde sted, skal flere faktorer fastsættes. Den generelle formel til estimering af vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger efter selskabsskat kan udtrykkes som:⁴⁷

$$wacc = V_0^E / V_0^{EV} \times r_e + V_0^{NFF} / V_0^{EV} \times r_g$$

Hvor:

$wacc$ = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

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

r_e = ejernes afkastkrav

r_g = lånerente efter skat

Udregningen af WACC sker efter følgende formel, når virksomheden har netto finansielle aktiver, NFA:

$$wacc = V_0^E / V_0^{EV} \times r_e - V_0^{NFA} / V_0^{EV} \times r_{fa}$$

Hvor r_g erstattes med r_{fa} , der er afkastkravet på finansielle aktiver.

Den første faktor, der skal fastsættes og som indgår i beregningen af WACC, er ejernes afkastkrav.

⁴⁷ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.42

Ejernes afkastkrav fastsættes vha. af CAPM (Capital Asset Pricing Model). Ejerne forventer at få et afkast, som modsvarer den risiko, der er forbundet med en alternativ investering. CAPM tager udgangspunkt i, at alt usystematisk risiko kan diversificeres bort, så investoren kun kan forvente en risikopræmie for den systematiske risiko. Teorien forudsætter, at de finansielle markeder er i ligevægt, hvilket forudsættes at være gældende. Ejernes afkastkrav kan beregnes vha. formel⁴⁸:

$$r_{EK} = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)$$

r_f = risikofri rente

β = beta(systematisk risiko)

$E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

Inden beregningen af ejernes afkastkrav kan finde sted, skal de enkelte faktorer estimeres, hvorfor de fastsættes i de følgende afsnit. Efter fastsættelsen af samtlige faktorer afrundes afsnittet med en beregning af ejernes afkastkrav og diskonteringsfaktoren, WACC.

7.3.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente udtrykker det afkast, en investor kan opnå ved en given investering uden risiko. I bogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" af Ole Sørensen defineres den risikofrie som den rente, der er lig med en rente på nulkuponobligationer, hvor der ikke er nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko, der matcher tidshorisonten på hver af de pengestrømme, som skal tilbagediskonteres. Som estimat for den risikofrie rente anbefales det at anvende den effektive rente for 10-årige statsobligationer, hvorfor der tages udgangspunkt i disse⁴⁹.

De 10-årige statsobligationer stemmer varigheden overens med budgetperiodens længde. Dog har den effektive rente for de 10-årige statsobligationer over de seneste ti år været faldende og lå ultimo 2018 på 0,5 %, hvilket ikke vurderes retvisende for fremtiden. Renteniveauet for de 10-årige statsobligationer vurderes derfor at ligge op et højere niveau i fremtiden, hvorfor den risikofrie rente i opgaven fastsættes ud fra et beregnet gennemsnit af de seneste 10 års effektive renter. Den risikofrie rente, der anvendes i opgaven, er 1,56 %.

Effektiv rente af statsobligationer efter land og tid

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Danmark	4,3	3,6	2,9	2,7	1,4	1,7	1,3	0,7	0,3	0,5	0,5

Kilde: OECD.

26-2-2020 Danmarks Statistik, © www.statistikbanken.dk/MPK100

GNS effektiver renter **1,56**

7.3.2 Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er forskellen mellem markedets forventede afkast og den risikofrie rente.

⁴⁸ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.39

⁴⁹ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.39

Markedets risikopræmie angiver, hvad investor kan få i merafkast ved investering i aktier i forhold til den risikofrie rente på fx danske statsobligationer. Markedets risikopræmie kan i praksis estimeres vha. følgende metoder⁵⁰:

- Metode 1: Risikopræmien estimeres ud fra et antal investeringseksperter skøn over risikopræmien, hvor gennemsnittet af undersøgelsen herefter anvendes som estimat for risikopræmien
- Metode 2: Risikopræmien estimeres ud fra historiske data
- Metode 3: Estimere risikopræmien ved beregning af nuværende aktiekurser vha. residualindkomstmodellen

Der er lavet flere undersøgelser om markedets risikopræmie. Herunder kan vi se at Nationalbanken har lavet en undersøgelse af markedets risikopræmie for perioden fra 1970 til 2002, hvor markedets gennemsnitlige risikopræmie lå på 5,2 %⁵¹.

HISTORISK RISIKOPRÆMIE FOR DANMARK		Tabel 1
Pct. p.a.	Risikopræmie	
	Gennemsnit	Standardafvigelse
1970-1982.....	2,1	33,7
1983-2002.....	7,2	34,4
1970-2002.....	5,2	33,7

Anm.: Den risikofrie rente er approksimeret med den gennemsnitlige rente på en 10-årig dansk statsobligation.
Kilde: Global Financial Data Inc. og egne beregninger.

Erhvervs Styrelsen har beregnet markedsrisikopræmien på 5,72%. Der anvendes metode 1 og 2, historisk udvikling og surveys, som hver indgår med en vægtning på 50 pct. Survey er baseret på PWC's årligt tilbagevendende rapport samt P. Fernandez⁵² (Professor of Financial Management- IESE Business School). Den historiske udvikling stammer fra Damodaran⁵³.

Historisk udvikling afspejler den markedsrisikopræmie, der reelt er handlet til i markedet, og denne kan beregnes ud fra et omfattende datagrundlag. Styrelsen anvender resultater fra artikler af Aswath Damodaran (professor i finans ved Stern School of Business ved New York University, hvor han underviser i virksomhedsøkonomi og værdiansættelse af aktier.),⁵⁴ som indeholder beregnede markedsrisikopræmier for alle lande i peer group.

Surveyen indeholder aktuelle vurderinger af markedet, og derigennem sikrer det et fremadrettet perspektiv, som kan bruges som en vurdering af det historiske resultat. Der inddrages to surveys. Den første stammer fra revisions-, skatte- og rådgivningshuset PWC, som årligt udarbejder en survey om værdiansættelse af virksomheder i Danmark. I den forbindelse har PWC udgivet en artikel, som indeholder et sammendrag af undersøgelsesresultaterne fra perioden 1998-2017 om fastsættelse af afkastkrav⁵⁵.

⁵⁰ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.39

⁵¹ Kilde: http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2003/02/2003_KVO1_ris73.pdf

⁵² Kilde: <https://www.iese.edu/faculty-research/faculty/pablo-fernandez/>

⁵³ Kilde: <https://erhvervsstyrelsen.dk/revidering-af-principperne-erhvervsstyrelsens-wacc-beregning>

⁵⁴ Kilde: https://en.wikipedia.org/wiki/Aswath_Damodaran

⁵⁵ Kilde: <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Den anden survey-baserede undersøgelse er foretaget af Pablo Fernandez et al. De (fra University of Navarra - IESE Business School) har på baggrund af undersøgelser fra 2010 - 2017 udgivet artikler baseret på flere tusinde besvarelser fra mere end 40 lande.

Den endelige markedsrisikopræmie fastlægges på baggrund af en vægtning af de tre ovenstående kilder. Styrelsens beregning med en risikopræmie på 5,72%, hvilket er beregnet som et gennemsnit for år 2012 til 2017, anser jeg at være pålidelig og relevante i forhold til fastsættelsen af markedets risikopræmie for Aarstiderne.

Jeg vælger derfor en risikopræmie for Aarstiderne på 5,72 %.

I den seneste undersøgelse fra PWC, anvender respondenterne en markedsrisikopræmie i intervallet 4,5 % til 8,0 %. Dog anvender 65 % af respondenterne en MRP mellem 5,0 % og 6,0 %.⁵⁶

Herunder er beregninger fra Erhvervs styrelsen og links til de anvendte rapporter⁵⁷.

Resultat							
Endelig markedsrisikopræmie		5,72%					
Metode	Kilde	MRP 2012	MRP 2013	MRP 2014	MRP 2015	MRP 2016	MRP 2017
Survey (50%)	PWC	5,10%	5,30%	6,00%	5,60%	5,60%	5,60%
	P. Fernandez	5,68%	6,00%	5,38%	5,52%	5,36%	6,28%
Historisk (50 %)	Damodaran	5,79%	5,95%	5,79%	5,93%	5,74%	5,80%
Metode	Kilde	Resultat 2012	Resultat 2013	Resultat 2014	Resultat 2015	Resultat 2016	Resultat 2017
Survey (50%)	PWC	5,39%	5,65%	5,69%	5,56%	5,48%	5,94%
	P. Fernandez	5,39%	5,65%	5,69%	5,56%	5,48%	5,94%
Historisk (50 %)	Damodaran	5,79%	5,95%	5,79%	5,93%	5,74%	5,80%
Markedsrisikopræmie		5,59%	5,80%	5,74%	5,74%	5,61%	5,87%
Kilde til PWC							
2012 - 2017		https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf					
For 2017 anvendes de seneste data som er fra 2015.							
Kilder til P. Fernandez							
2010	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1609563						
2011	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1609563						
2012	http://www.iese.edu/research/pdfs/WP-1059-E.pdf						
2013	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=914160						
2014	http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2450452						
2015	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2598104						
2016	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2776636&download=yes						
2017	http://www.valumonics.com/wp-content/uploads/2017/06/Discount-rate-Pablo-Fern%C3%A1ndez.pdf						
Damodaran							
1900 - 2010	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/ERP2011.pdf						
1900 - 2011	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2027211						
1900 - 2012	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238064						
1900 - 2013	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2409198						
1900 - 2014	http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2581517						
1900 - 2015	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2742186						
1900 - 2016	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2947861						
1900 - 2017	https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3140837						

7.3.3 Beta

For alle aktier gælder, at en større risiko - målt ved beta – kompenseres ved tilsvarende større risikopræmie. Beta er udtryk den risiko, der er forbundet med et aktivs volatilitet i forhold til andre aktiver, der handles med på det samme marked. Beta er således et udtryk for det systematiske risiko

⁵⁶ Kilde: <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

⁵⁷ Bilag 3: Markedsrisikopræmie beregning fra Erhvervs Styrelsen

og kan anvendes som et relativt risikomål. Udgør beta fx 0,85, betyder det, at når markedsporteføljen stiger med 1, så vil investeringens afkast kun stige med 0,85, hvorimod hvis markedet falder med 1, så vil investeringen kun falde med 0,85 i afkast. Der tolkes ud fra nedenstående⁵⁸:

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

Generelt gælder det, at beta fastsættes (og offentligt publiceres) for børsnoterede virksomheder, da dens beregning er afhængig af markedsværdier af egen- og fremmedkapital. Aarstiderne er ikke en børsnoteret virksomhed, hvorfor beta skal estimeres på en måde, der reflekterer risikoen ved at investere i Aarstidernes aktie.

I denne opgave estimeres beta ved at observere beta for børsnoterede virksomheder, der operer inden for "samme" branche med føde og madvarer, hvor Aarstidernes produkter hører under. Der antages, at disse virksomheder i større eller mindre grad har de samme forretningsmæssige risici som Aarstiderne.

Jeg har valgt at tage udgangspunkt i gennemsnit beta for sammenlignelige selskaber i Vesteuropa, med udgangspunkt i ekstern opgørelse udarbejdet af Aswath Damodaran⁵⁹.

Følgende fremgår for virksomheder med fødevarer og mad i Vesteuropa:

Date updated:	05-jan-19				
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu				
What is this data?	Key market regression numbers				Western Europe
Home Page:	http://www.damodaran.com				
Data website:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html				
Companies in each industry:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls				
Variable definitions:	http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm				
Industry name	Number of firms	Annualized Jensen's Alpha (Last 5 years)	Beta	Correlation with the market	
Retail (Grocery and Food)	28	-5,55%	0,77	20,78%	

I forbindelse med estimering af Aarstidernes beta inddrages betaer for dagligvarehandelsbranchen med fødevarer, som er Aarstidernes "indirekte" konkurrenter og børsnoterede virksomheder i Vesteuropa. Disses betaer er offentligt tilgængelige, og de er fastsat til 0,77 for dagligvarehandelsbranchen (Retail – Grocery and Food)⁶⁰.

Regnskabsanalysen jf. afsnit 5 viser, at Aarstiderne inden for de seneste fem år har oplevet en stor vækst, mens den strategiske analyse jf. afsnit 3 viser, at vækstudsigterne fortsætter i fremtiden. Dette, sammenholdt med den lille finansielle risiko, som Aarstiderne har pga. næsten ikke eksisterende gearing, nedjusteres den ovenstående beta for Aarstiderne til 0,75. Denne nedjustering er foretaget på baggrund af den så kaldte "Common Sense" metoden, som inddrager kvalitative faktorer ved vurdering af den samlede risiko hos en unoteret virksomhed⁶¹.

For Aarstiderne fastsættes det foreløbige beta derfor som et gennemsnit, hvilket udgør 0,75.

⁵⁸ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.40

⁵⁹ Kilde: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#region

⁶⁰ Bilag 4: Beta oversigt

⁶¹ Kilde: Sørensen Ole, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2017, s.41

7.3.4 Afkastkrav på netto finansielle aktiver

Jf. afsnit 7.3.1 er den risikofrie rente fastsat ud fra den gennemsnitlige tiårige statsobligations effektive rente, som udgør 1,56 %.

For at være konsistent anvendes samme 10-årige statsobligations effektive rente som afkastkravet på netto finansielle aktiver. De nuværende effektive renter på de statsobligationer har gennem den økonomiske krise oplevet fald i renterne. Dette skyldes, at investorerne søger mod sikre havne, mange investorer foretrækker kontanter på kontoen eller obligationer fremfor aktier, de søger sikkerhed og ønsker at minimere risikoen.

Det er ikke hensigten at vurdere, om den effektive rente er ”korrekt”. Finansmarkederne fastsætter prisen på de enkelte obligationer. Ligeledes bygger vurderingen på ”lave” effektive renter på baggrund af historiske sammenligninger, hvilket ikke nødvendigvis er et godt argument.

7.3.5 Ejernes afkastkrav

Idet alle faktorer til beregning af ejernes afkastkrav er identificeret, er det nu muligt, at fastsætte ejernes afkast krav via CAPM-formelen:

Ejernes afkastkrav: $1,56\% + 0,75 \cdot 5,72\% = 5,85\%$

Risikofri rente	Beta	Markedsrisikopræmie	Ejernes afkastkrav
1,56%	0,75	5,72%	5,85%

Ejernes afkastkrav udgør 5,85 % med forudsætning for fuldkomment marked er gældende, som det blev forudsat i afsnit 7.3. Såfremt det ikke havde været gældende, vil ejeren, alt andet lige, kræve kompensation for den usystematiske risiko, ejeren påtager sig.

7.3.6 Markedsværdi af egenkapitalen

Eftersom Aarstiderne ikke er børsnoteret, er det valgt at tage udgangspunkt i egenkapitalens bogførte værdi pr. 31.12.2018, som udgør DKK 57,058 mio. jf. Aarstidernes årsrapport for 2018.

7.3.7 Markedsværdi af netto finansielle aktiver

Aarstidernes netto finansielle aktiver udgjorde pr. 31.12.2018 iflg. den reformulerede balance DKK 8,379 mio., hvorfor de anvendes til beregningen af WACC.

7.3.8 WACC

Idet alle faktorer nu er kendte, er det muligt at fastsætte WACC, der skal anvendes som diskonteringsfaktoren i værdiansættelsen af Aarstiderne vha. DCF- og RIDO-modellen. Formlen for WACC blev præsenteret tidligere og udgør jf. nedenstående beregning 6,59 %.

$$r_{WACC} = 57,058 / (57,058 - 8,379) \cdot 5,85\% - 8,379 / (57,058 - 8,379) \cdot 1,56\% = 6,59\%$$

Med baggrund i budgetteringen og fastsættelsen af diskonteringsfaktoren er det nu muligt at lave en værdiansættelse af Aarstiderne i de kommende afsnit.

7.4 Resultat af værdiansættelsen

Alle faktorer, der skal anvendes til værdiansættelsen af Aarstiderne, er nu fastlagt. De fremtidige betalingsstrømme er budgetteret og diskonteringsfaktoren, WACC er fastsat, hvorfor resultatet af værdiansættelsen vises i de kommende afsnit.

7.4.1 Resultat af DCF-modellen

DCF modellen er den mest anvendte model inden for værdiansættelse af virksomheder.

DCF modellen opgøres ved at tilbagediskontere alle de budgetterede frie cash flows samt tillægge en terminalværdi, som skal udgøre virksomhedens restlevetid. DCF modellen værdiansætter hele virksomheden for både ejerne og långivernes synsvinkel, og derfor skal man fratrække virksomhedens gæld efterfølgende for at udregne den teoretiske markedsværdi på baggrund af egenkapitalen. I Aarstidernes tilfælde med netto finansielle aktiver i stedet for netto finansielle forpligtelser, tillægges den bogførte værdi pr. 31. december 2018 til enterprise værdien.

DCF modellen måler dermed virksomhedens pengestrømme, som vedrører driften, og denne kan så frit fordeles mellem långivere samt aktionærer.

Nedenstående viser værdiansættelsen af Aarstiderne ud fra DCF-modellen. I og med formlen for DCF modellen.

Beløb i hele 1.000 DKK.	2018 A	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 Terminal
Salgsvækstrate		12,0%	10,0%	10%	8%	8%	7%	7%	5%	5%	3%
Overskudsgrad på salg, før skat		7,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Andet driftsoverskud, efter skat		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Effektive skatte 22%		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
ATO		20	20	25	25	25	25	25	25	25	25
Pro forma opgørelser											
Salg	684.988	767.187	843.905	928.296	1.002.559	1.082.764	1.158.558	1.239.657	1.301.640	1.366.721	1.407.723
Driftsoverskud fra salg, før skat		53.703	59.073	64.981	60.154	64.966	69.513	74.379	78.098	82.003	84.463
Driftsoverskud fra salg, efter skat		41.888	46.077	50.685	46.920	50.673	54.220	58.016	60.917	63.963	65.881
Andet driftsoverskud, efter skat	2653	2.680	2.706	2.733	2.761	2.788	2.816	2.844	2.873	2.902	2.931
Driftsoverskud i alt, efter skat		44.568	48.784	53.418	49.681	53.462	57.037	60.860	63.790	66.864	68.812
NOA Primo		48.679	42.195	46.415	40.102	43.311	46.342	49.586	52.066	54.669	56.309
Nettoinvestering	-	6.484	4.220	6.312	3.208	3.032	3.244	2.479	2.603	1.640	1.689
ROIC		92%	116%	115%	124%	123%	123%	123%	123%	122%	122%
FCF= DO - Ændring NDA		51.052	44.564	59.731	46.472	50.430	53.793	58.381	61.186	65.224	67.123
Wacc og vækst 3%		6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%
DF		1,066	1,136	1,211	1,291	1,376	1,467	1,563	1,666	1,776	1,893
PV FCF		47.895	39.224	49.323	36.002	36.653	36.680	37.347	36.722	36.725	35.457
SUM af PV FCF t.o.m. 2028		392.027									
Terminalværdi											1.925.806
PV TV		1.017.297									
Virksomhedsværdi		1.409.325									
Netto finansielle aktiver (NFA)		8.379									
Egenkapitalværdi		1.417.704									

DCF modellen opgøres ved at tilbagediskontere alle de budgetterede frie cash flows samt tillægge en terminalværdi, som skal udgøre virksomhedens restlevetid.

For Aarstiderne er dette beregnet til DKK 1.409,3 mio. Ved at tillægge de netto finansielle aktiver til markedsværdien, forekommer Aarstidernes egenkapitalværdi på DKK 1.417,7 mio.

7.4.2 Resultat af RIDO-modellen

Som det fremgår af nedenstående figur vises værdiansættelsen af Aarstiderne ud fra RIDO-modellen, hvor virksomhedsværdien er beregnet til DKK 1.409,3 mio., hvilket bekræfter, at Aarstiderne er korrekt værdiansat i DCF-modellen ud fra de estimerede nøgletal. Dette er også

tilfældet for egenkapitalværdien med DKK 1.417,7 mio., som der også fremgår af nedenstående figur.

Beløb i hele 1.000 DKK.	2018 A	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 Terminal
Salgsvækstrate		12,0%	10,0%	10%	8%	8%	7%	7%	5%	5%	3%
Overskudsgrad på salg, før skat		7,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Andet driftsoverskud, efter skat		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Effektive skatte 22%		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
ATO		20	20	25	25	25	25	25	25	25	25
Pro forma opgørelser											
Salg	684.988	767.187	843.905	928.296	1.002.559	1.082.764	1.158.558	1.239.657	1.301.640	1.366.721	1.407.723
Driftsoverskud fra salg, før skat		53.703	59.073	64.981	60.154	64.966	69.513	74.379	78.098	82.003	84.463
Driftsoverskud fra salg, efter skat		41.888	46.077	50.685	46.920	50.673	54.220	58.016	60.917	63.963	65.881
Andet driftsoverskud, efter skat	2653	2.680	2.706	2.733	2.761	2.788	2.816	2.844	2.873	2.902	2.931
Driftsoverskud i alt, efter skat		44.568	48.784	53.418	49.681	53.462	57.037	60.860	63.790	66.864	68.812
NOA Primo		48.679	42.195	46.415	40.102	43.311	46.342	49.586	52.066	54.669	56.309
ROIC		92%	116%	115%	124%	123%	123%	123%	123%	122%	122%
Wacc og vækst 3%		6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%
RIDO (6,59%)		41.360	46.003	50.360	47.038	50.608	53.983	57.593	60.358	63.261	65.101
DF		1,066	1,136	1,211	1,291	1,376	1,467	1,563	1,666	1,776	1,893
PV RIDO		38.803	40.490	41.585	36.440	36.782	36.809	36.843	36.225	35.620	34.389
SUM af PV RIDO t.o.m. 2028		373.986									
Terminalværdi											1.867.807
PV TV		986.660									
Virksomhedsværdi		1.409.325									
Netto finansielle aktiver (NFA)		8.379									
Egenkapitalværdi		1.417.704									

Derudover er det også værd at bemærke, at terminalværdien i RIDO-modellen er langt mindre end i DCF-modellen. Terminalværdien for RIDO-modellen udgør DKK 986 mio. mod DCF-modellen, hvor terminalværdien udgør DKK 1.017 mio. Årsagen til dette er, at terminalværdien for DCF-modellen baseres på de estimerede budgetter for den fremtidige udvikling, hvorimod at RIDO-modellen tager udgangspunkt i mere værdi indregnes indenfor budgetperioden, og mindre i terminalværdi.

7.4.3 Resultat af værdiansættelsen med tiltag

I afsnit 4 Blue Ocean Strategy, kommer jeg frem til, at Aarstiderne har store muligheder i markedet, samt i en eventuel skabelse af nye markeder. Endvidere er udviklingen i resultatet fra 2017 til 2018 meget faldende. Her er der mulighed for, at denne udvikling kan vende, idet der er mange nye tiltag, der kan hjælpe med at forbedre den fremtidige udvikling.

Jeg antager, at Aarstiderne vil benytte det tiltag med en aftale med de offentlige fra 2021, og de sigter efter en markedsandel på 4,9% af ”foodservice” hos de offentlige, idet deres nuværende markedsandel i den økologiske omsætning i Danmark indenfor dagligvarehandlen ligger på 4,9%⁶².

Jeg har dermed lavet en prognose med, at Aarstiderne gradvis fra 1% i 2021, 2% i 2022, 3% i 2023, 4% i 2024, og i 2025 når deres mål med 4,9% med en omsætning på 42,8 mio.! Prognosen er baseret på en beregning af 4,9% af 2018 omsætning indenfor ”foodservice” hos de offentlige på 0,875 mia.!

Beløb i hele 1.000 DKK.	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 Terminal
Vækst på salg						5%	5%	3%
Salg til de offentlige (tiltag)	8.750	17.500	26.250	35.000	42.875	45.019	47.270	48.688
Driftsoverskud fra salg(tiltag), efter skat	478	819	1.229	1.638	2.007	2.107	2.212	2.279

⁶² Kilde: https://issuu.com/okologidk/docs/markedsnotat_2019 side 4-5

Nedenfor vil Aarstiderne værdiansættes på baggrund af et scenarie med det tiltag fra Blue ocean strategy.

Beløb i hele 1.000 DKK.	2018 A	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 Terminal
Salgsvækstrate		12,0%	10,0%	10%	8%	8%	7%	7%	5%	5%	3%
Overskudsgrad på salg, før skat		7,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Andet driftsoverskud, efter skat		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Effektive skatte 22%		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
ATO		20	20	25	25	25	25	25	25	25	25
Pro forma opgørelser											
Salg	684.988	767.187	843.905	928.296	1.002.559	1.082.764	1.158.558	1.239.657	1.301.640	1.366.721	1.407.723
Driftsoverskud fra salg, før skat		53.703	59.073	64.981	60.154	64.966	69.513	74.379	78.098	82.003	84.463
Driftsoverskud fra salg, efter skat		41.888	46.077	50.685	46.920	50.673	54.220	58.016	60.917	63.963	65.881
Andet driftsoverskud, efter skat	2653	2.680	2.706	2.733	2.761	2.788	2.816	2.844	2.873	2.902	2.931
Driftsoverskud fra salg(tiltag), efter skat				478	819	1.229	1.638	2.007	2.107	2.212	2.279
Driftsoverskud i alt, efter skat		44.568	48.784	53.896	50.500	54.690	58.675	62.867	65.896	69.076	71.091
NOA Primo		48.679	42.195	46.415	40.102	43.311	46.342	49.586	52.066	54.669	56.309
Nettoinvestering	-	6.484	4.220	6.312	3.208	3.032	3.244	2.479	2.603	1.640	1.689
ROIC		92%	116%	116%	126%	126%	127%	127%	127%	126%	126%
FCF= DO - Ændring NDA		51.052	44.564	60.208	47.291	51.658	55.431	60.388	63.293	67.436	69.401
Wacc og vækst 3%		6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%	6,59%
DF		1,066	1,136	1,211	1,291	1,376	1,467	1,563	1,666	1,776	1,893
PV FCF		47.895	39.224	49.717	36.637	37.546	37.797	38.631	37.986	37.970	36.661
SUM af PV FCF t.o.m. 2028		400.064									
Terminalværdi											1.991.180
PV TV		1.051.831									
Virksomhedsværdi		1.451.894									
Netto finansielle aktiver (NFA)		8.379									
Egenkapitalværdi		1.460.273									

Værdiansættelsen af Aarstiderne ud fra det scenarie, hvor virksomhedsværdien er beregnet til DKK 1.451,9 mio., og egenkapitalværdien bliver 1.460,3 mio.!

7.4.4 Sammenfatning af værdiansættelsen

Værdien af Aarstiderne pr. 31. december 2018 uden tiltag er beregnet DKK 1.417,7 mio.

Værdien af Aarstiderne pr. 31. december 2018 med tiltag er beregnet DKK 1.460,3 mio.

Resultatet af værdiansættelsen på Aarstiderne i denne opgave er estimeret ud fra en række forudsætninger, hvorfor fastsættelsen af den estimerede markedsværdi er forbundet med en række usikkerheder.

Estimatet giver dog alligevel en god indikation af Aarstidernes markedsværdi, og den estimerede værdi ligger i det lag, som der er beregnet vha. af DCF- og RIDO-modellen. På trods af dette kan udviklingen være en anden.

Under coronakrisen i forår 2020 klarer Aarstiderne sig ekstra godt med levering af fødevarer. Idet regeringen har arbejdet på at holde fødevarerforsyningen intakt i perioden, samt statsminister Mette Frederiksen har opfordret til, at danskerne gør brug af at handle dagligvarer ind online i stedet for at gå ned i de fysiske butikker og dermed potentielt risikere at smitte andre.

Det ser altså ud til, at danskerne følger regeringens anbefaling. Det kan man læse ud fra den information på Aarstidernes hjemmeside i april, hvor de har pt. virkelig høj efterspørgsel på både måltidskasser og andre varer, og anbefaler derfor at bestille i god tid eller oprette en fast levering⁶³. Onlinesupermarkedet Nemlig.com har også fået 10 gange så mange kunder, som før coronakrisen brød ud i Danmark⁶⁴.

⁶³ Bilag 5: Info fra Aarstidernes hjemmeside i april.

⁶⁴ Kilde: <https://www.bt.dk/samfund/har-ansat-200-paa-to-uger-nu-ansætter-nemlig.com-200-medarbejdere-mere>

Men krisen med nedlukningen af samfundet kommer til at gå hårdt udover Danmark og verdens økonomi, som vil mærkes af alle brancher. Mange virksomheder går konkurs, danskere fyres i tusindvis, og den økonomiske nedgang vil give et større fald i vækstudsigterne.

Jeg vil derfor i det næste afsnit beregne følsomhedsgraden af værdien på Aarstiderne ved værdiændringer i budgettet, samt ændringer i vækstrate og diskonteringsfaktoren, WACC, hvor man kan se de forskellige scenarier, som best og worst case scenariet.

8. Følsomhedsanalyse

Som tidligere skrevet er resultatet af værdiansættelsen estimeret ud fra en række forudsætninger, hvorfor fastsættelsen af den estimerede markedsværdi er forbundet med en række usikkerheder.

Følsomhedsanalysen foretages for at undersøge, hvor sensitiv den estimerede værdi på Aarstiderne er ved værdiændringer i budgettet. Der benyttes en én-faktor model for at undersøge værdiændringen, hvorefter en doublefaktor model benyttes, for at vurdere værdien ved ændring af to parameter samtidig.

Følgende value drivers vil blive undersøgt:

1. WACC
2. Omsætningsvækst
3. Væksten i terminalperioden
4. Aktivernes omsætningshastighed
5. Overskudsgraden
6. Ændring i WACC og væksten i terminalperioden

I følsomhedsanalysen af WACC bliver variabelen justeret med et tillæg af +/- 0,25 %, hvorefter værdien analyseres. For omsætningsvæksten ændres der med +/- 1 % og væksten i terminalperioden justeres der med +/- 0,25 %. Aktivernes omsætningshastighed ændres med +/- 2 og overskudsgraden med +/- 0,25 %.

Afslutningsvis udarbejdes der en doublefaktor model for at analysere WACC faktoren og væksten i terminalperioden.

8.1 WACC

Analysen for WACC er foretaget ved at justere WACC fra base case med 0,25 %.

Δ WACC	-1%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1%
Værdi i 1.000 kr.	1.969.943	1.795.361	1.649.068	1.524.710	1.417.704	1.324.660	1.243.017	1.170.806	1.106.483
Δ værdi	552.240	377.658	231.364	107.006	-	93.044	174.686	246.898	311.221
Δ værdi i %	39%	27%	16%	8%	0%	-7%	-12%	-17%	-22%

Tabel: Følsomhedsanalyse af WACC (egen tilvirkning)

Analysen viser at falder de vægtede kapitalomkostninger med -1 %, opstår der en positiv værdiændring på 39 %. Samtidig observeres en negativ værdiændring på 22 %, ved at hæve WACC med +1 %.

Værdien er derfor moderat sensitiv for WACC estimatet, da enkelte ændringer kan have større indflydelse på den teoretiske værdi.

Den større ændring på værdien skyldes, at WACC faktoren definerer, hvor tungt de fremtidige cash flows skal diskonteres. En lille ændring i WACC har derfor en betydning for den samlede værdi af Aarstiderne.

En WACC-ændring vurderes ikke til at være urealistisk, da ændringer i den systematiske risiko, kreditrating, kapitalstruktur og konkurrencesituation kan være med til at påvirke WACC.

Forventes der en større gældsoptagelse i fremtiden uden at påvirke beta, vil det alt andet lige nedsætte WACC. Dog forventes det, at beta stiger grundet større gearing, hvilket i sidste ende medfører en stigning af WACC.

Aarstidernes værdi kan derved konkluderes at være afhængig og påvirkes af WACC faktoren.

8.2 Omsætningsvækst

Omsætningsvæksten for Aarstiderne har historisk været svingende. Med følsomhedsanalysen af omsætningsvæksten vil det være muligt at se på påvirkningen af en højere eller lavere estimeret omsætning og derved teste påvirkningen af værdien.

Nedenstående tabel fremgår omsætningsvæksten med ændringer på +/- 1 % uden at ændre væksten på terminal perioden.

Δ Omsætningsvækst	-4%	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4%
Værdi i 1.000 kr.	1.057.158	1.136.766	1.223.047	1.316.511	1.417.704	1.527.205	1.645.636	1.773.656	1.911.969
Δ værdi	- 360.546	- 280.937	- 194.656	- 101.192	-	109.502	227.932	355.953	494.265
Δ værdi i %	-25%	-20%	-14%	-7%	0%	8%	16%	25%	35%

Tabel: Følsomhedsanalyse af omsætningsvæksten (egen tilvirkning)

Den store efterspørgsel efter onlinevarer under coronakrisen kan betyde, at folk ændrer deres indkøbsvaner, og derved øger omsætningen hos Aarstiderne. En konsolidering med diverse nye tiltag på markedet kan endvidere formindske konkurrencen og derved forøge omsætningen og indtjeningen.

Derudover kan Aarstiderne have optimeret og effektiviseret interne processer med strategiplanen, således at virksomheden står bedre på markedet.

Et tillæg på 4 % af den budgetterede omsætningsvækst er derfor ikke urealistisk, men vurderes dog til at være i best case scenariet. Et realistisk scenarie er en yderligere vækst på op til 2 %, hvorved værdien stiger med op til 16 %.

Et fald på -2 % kan også være muligt, grundet de usikre faktorer som vejrforhold og svag økonomivækst har en stor betydning af Aarstidernes omsætningen og indtjeningen.

Selv Aarstiderne har fokus på at fastholde nuværende kunder, men den økonomiske nedtur, som ledsager pandemien, vil skrumpe verdens økonomi, herunder Danmark. Hvis det går lang tid før verden bliver normalt igen, kan Worst case scenariet med -4 % vurderes også til at være sandsynligt.

8.3 Væksten i terminalperioden

Det er oplyst tidligere, at terminalperioden har en stor betydning for den estimerede værdi, når DCF-modellen anvendes. Terminalværdien i DCF-modellen udgør DKK 1.925 mio., nutidsværdien af terminalværdien på DKK 1.017 mio. står for 72 % af hele markedsværdien.

Nedenstående tabel illustrerer, hvor stor en betydning en lille ændring af terminalperioden har på væksten.

Δg	-1%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1%
Værdi i 1.000 kr.	1.195.253	1.241.255	1.292.881	1.351.229	1.417.704	1.494.129	1.582.922	1.687.347	1.811.931
Δ værdi	- 222.451	- 176.449	- 124.823	- 66.475	-	76.426	165.218	269.643	394.228
Δ værdi i %	-16%	-12%	-9%	-5%	0%	5%	12%	19%	28%

Tabel: Følsomhedsanalyse af g (egen tilvirkning)

En forventning om en ændring af væksten i terminalperioden på +/-1%, vurderes til at være realistisk.

Den nuværende terminalvækst på 3 % er estimeret efter overvejelser af Aarstidernes fremtidige potentiale, samt udviklingen i markederne Aarstiderne operer i.

Da forudsigelser om pandemiens og den globale økonomis forløb er ”ekstremt usikre”.

Yderpunkterne i følsomhedsanalysen af væksten ”g” vurderes sandsynlige.

8.4 Aktivernes omsætningshastighed

Ændring i aktivernes omsætningshastighed har en direkte påvirkning på ROIC og nettodrifts aktivterne. Det er forventeligt at ved nedgang af AOH, vil ROIC falde og direkte har en påvirkning på den estimerede værdien.

Δ AOH	-8	-6	-4	-2	0	2	4	6	8
Værdi i 1.000 kr.	1.381.173	1.393.283	1.403.016	1.411.013	1.417.704	1.423.384	1.428.268	1.432.512	1.436.235
Δ værdi	- 36.531	- 24.420	- 14.687	- 6.690	-	5.680	10.564	14.809	18.532
Δ værdi i %	-3%	-2%	-1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%

Tabel: Følsomhedsanalyse af AOH (egen tilvirkning)

Det fremgår af tabellen at med ændringer på +/- 8, påvirker det værdien til 3 %. Sammenlignes den budgetterede AOH med den historiske, er en ændring på op til 8 realistisk. En af faktorerne som kan påvirke AOH er, som oplyst i budgetteringen, øget investering.

8.5 Overskudsgraden

Overskudsgraden har ligesom AOH en påvirkning på ROIC samt driftsoverskuddet. Begge værdiansættelsesmodeller benytter driftsoverskuddet, som variabel for estimering af værdien. Det forventes derfor, at ændringen herpå også har en indflydelse på markedsværdien.

Δ OG	-1%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1%
Værdi i 1.000 kr.	1.191.463	1.248.023	1.304.583	1.361.143	1.417.704	1.474.264	1.530.824	1.587.384	1.643.944
Δ værdi	- 226.241	- 169.681	- 113.120	- 56.560	-	56.560	113.120	169.681	226.241
Δ værdi i %	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%

Tabel: Følsomhedsanalyse af OG (egen tilvirkning)

Det fremgår i ovenstående tabel, at en ændring på blot 1 % har en påvirkning på op til 16 % af værdien. Ser man bort fra 2018, har den historiske overskudsgrad været mellem 6,03% til 7,19 %. En ændring på 1 % fra det budgetterede, vurderes derfor til at være yderst realistisk.

Aarstiderne har i 2018 oplevet, hvor omsætningen forblev samme niveau som 2017, samtidig med stigende omkostninger, dermed faldt overskudsgraden med 4%.

8.6 WACC og vækst i terminalperiode

I dette afsnit laver jeg en doublefaktor følsomhedsanalyse for de to faktorer, som har størst udslag for værdien.

Det anses som at være en mulighed, at WACC stiger, samtidig med at omsætningen falder. Øget konkurrence ville påvirke omsætningen, samtidig med at afkastkravet stiger grundet den øgede risiko. Omvendt kan mindre konkurrence, samt fokus på kvalitet frem for pris, forøge omsætningen og derved nedsænke WACC faktoren.

I nedenstående figur belyses, hvor stor en indflydelse to af de mest følsomme parametre har på værdiansættelsen på Aarstiderne.

		Ændring af omsætningsvækst i terminalperiode								
	Værdi i 1.000 kr.	-1%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1%
	-1%	1.537.100	1.621.012	1.718.502	1.833.156	1.969.943	2.135.959	2.341.691	2.603.329	2.947.243
	-0,75%	1.434.866	1.506.162	1.588.131	1.683.363	1.795.361	1.928.981	2.091.152	2.292.120	2.547.699
	-0,50%	1.345.181	1.406.315	1.475.962	1.556.037	1.649.068	1.758.478	1.889.009	2.047.432	2.243.755
Ændring i WACC	-0,25%	1.265.876	1.318.718	1.378.442	1.446.483	1.524.710	1.615.595	1.722.481	1.850.001	2.004.769
	0,00%	1.195.253	1.241.255	1.292.881	1.351.229	1.417.704	1.494.129	1.582.922	1.687.347	1.811.931
	0,25%	1.131.966	1.172.268	1.217.213	1.267.653	1.324.660	1.389.607	1.464.276	1.551.028	1.653.053
	0,50%	1.074.934	1.110.443	1.149.821	1.193.735	1.243.017	1.298.717	1.362.174	1.435.131	1.519.893
	0,75%	1.023.277	1.054.724	1.089.421	1.127.897	1.170.806	1.218.960	1.273.384	1.335.389	1.406.675
	1%	976.273	1.004.253	1.034.982	1.068.886	1.106.483	1.148.411	1.195.465	1.248.646	1.309.233
Tabel: Følsomhedsanalyse af Δ Terminalperiode og Δ WACC (egen tilvirkning)										

Som det fremgår af overstående figur, vil værdien af Aarstidrne med en best case scenarie være DKK. 2.947 mio. og en worst case scenarie DKK 976 mio. Disse store udsving i forhold til den beregnede værdi er igen påvist, at selv de mindste ændringer i WACC'en og vækstraten i terminalperioden vil have stor betydning for den estimerede værdiansættelse af Aarstiderne.

Det vurderes, at et realistisk scenarie ligger mellem en omsætningsvækst på +/- 0,25% samt en WACC på +/- 0,25%. Værdispændet estimeres til at ligge mellem 1.267,7 - 1.615,6 mio. kr.!

9. Konklusion

Opgavens overordnede formål har været at udarbejde en værdiansættelse af Aarstiderne, hvor de ikke-finansielle og finansielle value driveres skulle anvendes som forudsætninger for Aarstidernes fremtidige værdiskabelse.

Under afsnit 1.3. Problemformulering har jeg opstillet en række undersøgelsesspørgsmål, som jeg vil svare på her i konklusionen. Til sidst vil jeg svare på opgavens hovedspørgsmål, som handler om værdiansættelsen af Aarstiderne.

Undersøgelsesspørgsmål 1:

Hvilke samfundsmæssige og brancheforhold påvirker Aarstiderne A/S' indtjeningsevne og hvordan er udvikling for disse faktorer?

Med den strategiske analyse kiggede vi på de forhold, der påvirker Aarstidernes indtjeningsevne. Den strategiske analyse blev indledt med en analyse af de eksterne forhold, hvor makro- og mikromiljøet blev behandlet. Makromiljøet kendetegnes ved de forhold, som Aarstiderne ikke kan påvirke, men som alligevel har indflydelse på Aarstidernes udvikling og dens muligheder for at skabe værdi. Mikromiljøet kendetegnes ved de faktorer, der kan have indflydelse på Aarstidernes udvikling og som firmaet selv kan påvirke.

I analysen af makromiljøet vha. PESTEL-modellen blev det påvist, at Aarstidernes største udfordring er svag økonomisk vækst på markederne og stigende trussel fra supermarkeder med online salg osv.

Endvidere blev der, ud fra den makroøkonomiske analyse, påvist flere muligheder, som f.eks. den stigende interesse for miljø, dyrevelfærd, økologi mv., til fordel for Aarstiderne. Det åbner for et større kundegrundlag.

Mulighederne jf. makromiljøet var også i form af den udvikling, som internettet har medført, da dette giver flere muligheder for Aarstidernes salg over internettet.

Analysen af mikromiljøet vha. Porters Five Forces viste, at denne branche er præget af meget hård konkurrence, hvilket skyldes at de mange supermarkeder begynder sælge økologiske varer via nettet både med og uden levering. Derover kan kunderne hurtigt og nemt skifte over til en konkurrent, hvis de er utilfredse med deres nuværende leverandør, eller en anden konkurrent kan tilbyde bedre service og billigere varer.

Herudover vurderes truslen fra substituerende produkter for værende moderat til stor, da man i dag kan købe økologiske madvarer stort set alle steder i landets supermarkeder, og levering er nu en helt almindelig service som mange supermarkeder tilbyder.

Samtidig vurderes truslen fra potentielle indtrængere for værende lav pga. store investeringskrav i produktionsanlæg, knappe ressourcer til at forhandle med leverandører, det svære ved at skaffe de "rigtige" råvarer og ikke mindst manglende muligheden for at opnå overnormale overskud.

I den interne analyse, der blev behandlet i den strategiske analyse, blev Aarstidernes ressourcer og kompetencer samt konkurrence vurderet. I afsnittet om Aarstidernes værdikæde blev det påvist, at Aarstiderne har fokus på logistik og medarbejdere for at sikre et højt serviceniveau i form af at levere de rigtige varer til tiden.

Herudover blev det konstateret, at Aarstiderne har mange kompetencer, og deres kernekompetencer er deres indkøb. Her sikres, at man udvælger de rigtige leverandører, som lever op til de kvalitetskrav, som Aarstiderne stiller og som sikrer, at kunderne får kvalitetsvarer. Samtidig overholdes Aarstidernes mission med henblik på den tætte forbindelse til dyrkningen med produktudvikling på deres gård.

I SWOT- analysen blev der også bekræftet, at Aarstiderne har mange styrker, som vil gavne dem i konkurrencesituationen. Aarstiderne har et solidt koncept, og de har opbygget et meget stærkt brand. Logistikken hos Aarstiderne er en stor styrke for virksomheden.

Samfundet i dag viser en stadig stigende interesse for miljø, sundhed og økologi. Aarstiderne står stærkt inde for dets produkter, sammen med stigende internetkøb, hvilket giver Aarstiderne mulighed for at få en positiv påvirkning af salget, og det har gjort Aarstiderne til en markedsleder.

Undersøgelsesspørgsmål 2:

Hvordan har udviklingen af de centrale finansielle drivere været i analyseperioden?

I regnskabsanalysen blev de finansielle value driveres behandlet. Der blev indledt med reformulering af koncernregnskaber. Efterfølgende blev der lavet en analyse af en rentabilitetsanalyse af den historiske udvikling i Aarstiderne. Rentabilitetsanalysen viste, at rentabiliteten i Aarstiderne er stærkt forringet i analyseperioden. Den faldende afkastningsgrad skyldes primært en forringelse i virksomhedens indtjeningsevne, men også påvirket af en forringelse i virksomhedens kapitaltilpasningsevne, idet både overskudsgraden og aktiverne omsætningshastighed er faldet.

Aarstidernes egenkapitalforrentning i analyseperioden har været faldende med baggrund i, at de gennemsnitlige nettodriftsaktiver er steget som følge af investeringer i materielle anlægsaktiver pga. en stigende efterspørgsel. Egenkapitalforrentning ligger alligevel på et tilfredsstillende niveau pga. udviklingen i ROIC, som er drevet af:

- En positiv udvikling i overskudsgraden/driftoverskud før skat fra 2014-2017, der primært relaterer sig til den næsten fordoblede omsætning.
- Aarstiderne som overordnet holder omkostningerne under kontrol.
- Det store fald fra 2017 til 2018 i overskuddet og omsætning, skyldes ustadige vejr. Aarstiderne skal være bedre til at tilpasse deres kapitaltilpasningsevnen.

Undersøgelsesspørgsmål 3:

Hvad er Aarstiderne A/S' forventede indtjening?

Ud fra de ikke-finansielle og finansielle value driveres blev den ti-årige budgetperiode estimeret, efterflugt af terminalperioden, hvor væksten forudsættes at være konstant. Der hersker ingen tvivl om, at Aarstiderne har været en stor succes i de sidste mange år, hvorfor det vurderes urealistisk at tro, at denne trend vil forsætte i samme grad, som vi har oplevet det indtil nu i budget- og terminalperioden.

På baggrund af dette er alle nøgletal i budgetperioden nedjusteret, og terminalværdien er fastsat ud fra, hvad der vurderes realistisk. Derefter kan *Aarstiderne A/S' forventede indtjening opgøres og vises herunder:*

	2018 A	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Salgsvækstrate		12,0%	10,0%	10%	8%	8%	7%	7%	5%	5%	3%
Overskudsgrad på salg, før skat		7,00%	7,00%	7,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Andet driftsoverskud, efter skat		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Effektive skatte 22%		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
ATO		20	20	25	25	25	25	25	25	25	25
Først opstilles pro forma opgørelser											
Salg	684.988	767.187	843.905	928.296	1.002.559	1.082.764	1.158.558	1.239.657	1.301.640	1.366.721	1.407.723
Driftoverskud fra salg, før skat		53.703	59.073	64.981	60.154	64.966	69.513	74.379	78.098	82.003	84.463
Driftoverskud fra salg, efter skat		41.888	46.077	50.685	46.920	50.673	54.220	58.016	60.917	63.963	65.881
Andet driftsoverskud, efter skat	2653	2.680	2.706	2.733	2.761	2.788	2.816	2.844	2.873	2.902	2.931
Driftoverskud i alt, efter skat		44.568	48.784	53.418	49.681	53.462	57.037	60.860	63.790	66.864	68.812

Undersøgelsesspørgsmål 4:

Har Aarstiderne A/S muligheder for at skabe et blå ocean?

Med Blue Ocean Strategy sammenholdt med bl.a. afsnit fra SWOT-analyse, kommer jeg frem til, at der er en del muligheder for, at Aarstiderne kan tilrettelægge sin strategiske udvikling for at skabe et blå ocean.

Tiltag 1, Aarstiderne må selv aktivt forsøge at etablere kontakt og arbejde på en statsindkøbsaftale o. lign., hvor alle offentlige institutioner har retningslinjer at handle efter, og dermed udvide til flere offentlige institutioner.

Tiltag 2, Aarstiderne kan tilbyde forskellige former som festkasser til både større og mindre grupper, eksempelvis fødselsdag og konfirmation, med eller uden timer til personaleservice.

Tiltag 3, Aarstiderne kan med fordel opprioritere flere arrangementer til privat- og erhvervslivet, som afholdes hos kunderne.

Ud fra Blue Ocean Strategy-analysen har jeg også lavet en værdiansættelse med et tiltag, der viser, at Aarstiderne vil forbedres med en merværdi på 42 mio., der forudsætter, at Aarstiderne vil få 4,9% af økologiskmarkedet for de offentlige foodservicer.

Hvad er den teoretiske værdi af Aarstiderne A/S set fra en ekstern analytikers synsvinkel?

Kan Aarstiderne A/S skabe en mere positiv økonomisk udvikling med evt. nye tiltag?

Efter Aarstidernes forventede indtjening er opgjort i en proformaopgørelse, og diskonteringsfaktoren, WACC, er fastsat, er der lavet en værdiansættelsen af Aarstiderne. Dermed kan opgavens hovedspørgsmål besvares:

Værdiansættelsen af Aarstiderne blev beregnet med udgangspunkt i DCF-modellen og efterkontrolleret med RIDO-modellen, som begge gav det samme resultat. Aarstidernes markedsværdi pr. 31.12.2018 blev estimeret til DKK 1.409,3 mio. kr., og egenkapitalværdien blev til DKK 1.417,7 mio. kr. efter at have lagt nettofinansielle aktiver til Aarstidernes markedsværdi.

Det er dog vigtigt at pointere, at resultatet af værdiansættelsen i denne opgave er estimeret ud fra en række forudsætninger, hvorfor fastsættelsen af den estimerede markedsværdi er forbundet med en række usikkerheder. For at vise, hvordan nogle af usikkerhederne kan påvirke værdien af Aarstiderne, introduceres en følsomhedsanalyse baseret på ændringer i WACC og vækstraten.

Der blev udarbejdet en følsomhedsanalyse af den fundne værdi. WACC og omsætningsvæksten i budgetperioden blev justeret og viste, at værdien af Aarstiderne er meget følsom overfor selv små ændringer i vækstraten og WACC, og at værdien kan spænde mellem DKK 1.267,7 mio. og DKK 1.615,6 mio. kr.!

Her skal bemærkes, at værdiansættelse af Aarstiderne i dette HD-projekt var gået i gang før coronakrisen, og det er meget svært at komme med et validt estimat om den fremtidige prognose, eftersom rentabilitet vil ændre sig meget fra sit daværende niveau under coronakrisen, og aktivitetsniveauet hos Aarstiderne kan afvige meget fra før, under og efter krisen. Der blev derfor udarbejdet med det mest sandsynlige basisscenarie. Hvis en vaccine mod covid-19 findes hurtigere, end det i dag ventes, kan krisen med nedlukningen afsluttes hurtigere. Omvendt er der en alvorlig risiko for, at forløbet bliver værre end i basisscenariet.

I opgaven blev Aarstidernes værdiansættelse sammenlignet med et scenarie med et nyt tiltag fra Blue Ocean Strategy. Ud fra den sammenligning kan det tyde på, at Aarstiderne kan skabe en mere positiv økonomisk udvikling med evt. nye tiltag.

Udover forslag fra Blue Ocean Strategy må Aarstiderne være mere opmærksom på omkostningerne, og hvis disse ikke kan nedbringes yderligere, må man overveje, hvad man så kan gøre for at øge omsætningen, uden at omkostningerne vokser tilsvarende. Det er vigtigt, at Aarstiderne får fundamentet gennemgået på kryds og tværs, forbedrer arbejdsgange og tværgående samarbejde.

Det fremgår af virksomhedens årsregnskab for 2018, at resultatet for aktiviteterne i regnskabsåret 2018 for Aarstiderne A/S-koncernen er acceptabel. Årets resultat før skat var DKK 33,0 mio. lavere end i 2017. Hovedårsagerne hertil var de ekstreme vejrforhold i 2018.

Ledelsen forventer, at 2019 bliver et år med vækst og en forbedring af det økonomiske resultat som følge af stabile salg af måltidskasser⁶⁵.

Når den globale Corona-pandemikrise i 2020 er overstået, og de danske markeder begynder at opføre sig normalt, tror jeg på, at Aarstiderne i fremtiden kan hæve indtjeningen til et endnu bedre niveau end 2018, hvis Aarstiderne vil/kan gennemføre tilpasninger på alle områder.

Til sidst, vil jeg understrege, at det er svært at få fuld gennemsigtighed i økonomiudvikling i den periode, vi er i nu. Man skal være meget påpasselig med, hvad man investerer, der er mange virksomheder, der er tæt på umulige at prisfastsætte i øjeblikket. Skal man foretage en værdiansættelse i forbindelse med et opkøb, må man følge økonomisituationen nøje, og få de seneste opdateringer med i sin værdiansættelse. Inddrager en række folk med erfaring inden for denne branche, kan også være nødvendigt.

⁶⁵ Bilag 6: Årsrapport 2018

10. Litteratur- og kildelister

Bøger:

W. Chan Kim & Renée Mauborgne: "Blue Ocean Strategy", 2. udgave, Akademisk forlag business

Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 5. udgave, Gjellerup

Internet hjemmesider:

<https://www.aarstiderne.com/>

<https://www.dst.dk/da>

<https://maaltidskasser-online.dk/>

<https://datacvr.virk.dk/data/>

<https://www.forbrugermagasinet.dk/>

<https://finans.dk/erhverv/>

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm

Internet artikler:

Analyse: Seks procent af danskerne køber måltidskasser

<https://fodevarewatch.dk/Fodevarer/article11149134.ece>

<https://finans.dk/erhverv/ECE11152754/analyse-seks-procent-af-danskerne-koeber-maaltidskasser/>

Danskerne sætter ny økologisk verdensrekord

<https://okologi.dk/newsroom/2018/02/danskerne-saetter-ny-oekologisk-verdensrekord>

Online trend: Måltidskasser i kraftig vækst

<https://trendsonline.dk/2019/10/31/online-trend-maaltidskasser-i-kraftig-vaekst/>

Nemlig.com tromler frem med måltidskasser

<https://finans.dk/erhverv/ECE11333624/nemligcom-tromler-frem-med-maaltidskasser/>

Tysk selskab vil sætte sig på måltidskasser til danskerne

<https://finans.dk/erhverv/ECE11655061/tysk-selskab-vil-saette-sig-paa-maaltidskasser-til-danskerne/>

Økologiske Markedsnotat 2019

https://issuu.com/okologidk/docs/markedsnotat_2019

Trends og tendenser i dansk e-handel - FDIH E-handelsanalyser

<https://www.fdi.dk/analyser/fdi-e-handelsanalyser/2018/dagligvare-online>

Stor stigning i økologisalg til storkøkkener

<https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=29291>

Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis

<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Rapport om revidering af WACC-beregningen

[https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2019-](https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2019-03/Wacc%20rapportudkast%20til%20revidering%20af%20metoden%20for%20beregning%20af%20wacc%200.pdf)

[03/Wacc rapportudkast til revidering af metoden for beregning af wacc 0.pdf](https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2019-03/Wacc%20rapportudkast%20til%20revidering%20af%20metoden%20for%20beregning%20af%20wacc%200.pdf)

[https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2019-03/Wacc endelig rapport om revidering af wacc-beregningen for telemarkedet i danmark.pdf](https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2019-03/Wacc%20rapportudkast%20til%20revidering%20af%20metoden%20for%20beregning%20af%20wacc%200.pdf)

Ranking of companies in the restaurant and cafe industry in Denmark as of March 2019, by turnover

<https://www-statista-com.esc-web.lib.cbs.dk:8443/statistics/982256/ranking-of-companies-in-restaurant-industry-denmark-by-turnover/>

Risikopræmien på aktier

http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2003/02/2003_KVO1_ris73.pdf

Årligt nationalregnskab, hele økonomien

<https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/nationalregnskab-og-offentlige-finanser/aarligt-nationalregnskab/aarligt-nationalregnskab-hele-oekonomien>

Aarstidernes miljøredegørelse

<https://www.aarstidernes.com/media/1162/aarstidernes-miljoeredegoerelse-2011.pdf>

Inspiration fra andre afhandlinger

Forfatter	Titel	Årgang
Jasmin Cosovic	Værdiansættelse af LEGO A/S	2016
Mette Schumacher og Majbritt Mygind Petersen	En strategisk regnskabsanalyse af Aarstidernes A/S	2007

Bilag 1 til 10

Bilag 1: E-mail fra Aarstidernes

Bilag 2: Spørgeskema med resultat

Bilag 3: Markedsrisikopræmie - beregning fra Erhvervs Styrelsen

Bilag 4: Beta oversigt - Aswath Damodaran

Bilag 5: Info fra Aarstidernes hjemmeside i april

Bilag 6: Aarstidernes Årsrapport 2018

Bilag 7: Aarstidernes Årsrapport 2017

Bilag 8: Aarstidernes Årsrapport 2016

Bilag 9: Aarstidernes Årsrapport 2015

Bilag 10: Aarstidernes Årsrapport 2014