

Strategisk analyse og værdiansættelse af Royal Unibrew A/S

- Strategic analysis and valuation of Royal Unibrew A/S



"All your Favourites"

Kandidatafhandling

Copenhagen Business School 2014

Cand. Merc. FIR

Afsluttet: 05.11.2014

Oplagsantal:

Sideantal/anslag: 79,9 / 181.788

Vejleder: Jon Skjernov

Jeppe Dyhrmann Østenkær

Executive Summary

During the last five years Royal Unibrew A/S has been going through a major turnaround of the business in the aftermath of a very turbulent time with huge financial deficits, bad cost management, large debt-equity ratio and major impairment losses in Poland back in 2008.

The consequence of the turbulent period was a large drop in the stock price, which in 2009 dropped to DKK 24.79 per share from a historic high of DKK 590 in 2007. In 2008 Henrik Brandt joined the company as CEO and has succeeded in turning the business into a profitable business. He did that through a successful restructuring of the production and distribution processes, which lowered the overall cost in the company and contributed to an increase in the current share price to level of DKK 996 on September 1, 2014.

Royal Unibrew A/S primary focuses on the Eastern and Western European markets accounting for 91% of the total revenue in the company. That fact makes Royal Unibrew A/S face some difficult prospects with regards to creating growth in the future, as long term market outlook for these markets are moderate. Creating growth in mature markets within an industry that is highly competitive is a challenging process in which the most efficient way to increase market share is to acquire other breweries, which even may be difficult in a highly consolidated industry.

In July 2013 Royal Unibrew A/S chose to acquire the second largest brewery in Finland, Hartwall OY. The acquisition has manifested Royal Unibrews strong position in the Nordic region and the coming years will prove whether the acquisition has been successful or not.

Utilizing a fundamental analysis, this thesis challenges the current market price of DKK 996 on September 1, 2014 of Royal Unibrew. For this purpose the discounted cash flow model is applied to provide the valuation framework.

Given the assumption of a constant WACC the estimated fair market value of one share in Royal Unibrew on September 1, 2014 at a stand alone basis is found to be DKK 1023,00.

Compared to Royal Unibrews current closing price, the estimated fair market value indicates, that the stock might currently be undervalued.

A sensitivity analysis though determines that the valuation is subjected to some uncertainty and a multiple-analysis contribute to this fact as the estimated stock price is 34% higher than the average peer group when using the P/E multiple. Thus it indicates that either the forecast is too optimistic or the future prospect for Royal Unibrew is better than for its peer groups.

Indholdsfortegnelse

1. INDLEDNING	5
1.1 PROBLEMFORMULERING	6
2. METODE	6
2.1 METODOLOGISKE SYNSPUNKTER	6
2.2 DATAGRUNDLAG	8
2.3 RELIABILITET OG VALIDITET	8
2.4 AFGRÆNSNING	9
2.5 OPGAVESTRUKTUR	9
3. INTRODUKTION AF ROYAL UNIBREW	11
3.1 HISTORIE	11
3.2 PRODUKTER	12
3.2.1 Øl	12
3.2.2 Læskedrikke	12
3.2.3 Andre alkoholiske og maldrikke	13
3.3 MARKEDER	13
3.3.1 Vesteuropa	13
3.3.2 Østeuropa	14
3.3.3 Malt- og oversøisk	15
3.4 STRATEGI	15
3.5 EJERSKABSSTRUKTUR	16
3.6 AKTIEPRISUDVIKLING	17
4. STRATEGISK ANALYSE	18
4.1 PEST-ANALYSE	18
4.1.1 Politisk forhold	19
4.1.2 Økonomisk forhold	21
4.1.3 Sociokulturelle forhold	22
4.1.4 Teknologisk forhold	23
4.1.5 Opsummering af PEST-analysen	24
4.2 PORTERS FIVE FORCES	25
4.2.1 Konkurrenceintensiteten i branchen	25
4.2.2 Truslen fra nye konkurrenter	29
4.2.3 Truslen fra substituerende produkter	30
4.2.4 Kundernes forhandlingskraft	31
4.2.5 Leverandørernes forhandlingskraft	33
4.2.6 Opsummering af Porters Five Forces	34
4.3 PORTERS VÆRDIKÆDE	35
4.3.1 Primære aktiviteter	35
4.3.2 Støttende aktiviteter	40
5. STYRKEPROFIL AF ROYAL UNIBREW	43
6. REGNSKABSANALYSE	44
6.1 REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE	45
6.2 REFORMULERET BALANCE	46
6.3 RENTABILITETSANALYSE	48
6.3.1 Egenkapitalens forrentning	48
6.3.2 Dekomponering af egenkapitalens forrentning	49
6.3.3 Dekomponering af afkastningsgraden	52

7. BUDGETTERING	54
7.1 BUDGETPERIODE	54
7.2 FREMTIDIGE INVESTERINGER	55
7.3 BUDGETTERINGENS VÆRDIDRIVER	55
7.3.1 Omsætningsvækst	55
7.3.2 EBITDA-margin	57
7.3.3 Afskrivninger	59
7.3.4 Skattesats	59
7.3.5 Immaterielle og materielle aktiver	59
7.3.6 Nettoarbejdskapital	60
7.3.7 Nettorentebærende gæld	60
7.4 BUDGETKONTROL	61
8. VÆRDIANSÆTTELSE	61
8.1 INTRODUKTION TIL DCF-MODELLEN	62
8.2 WACC	63
8.2.1 Kapitalstrukturen	64
8.2.2 Ejernes afkastkrav	66
8.2.3 Fremmedkapitalomkostningen	72
8.2.4 Beregning af WACC	74
8.3 VÆKST I TERMINALPERIODEN	74
8.4 DCF-METODEN	74
9. DISKUSSION	75
9.1 FØLSOMHEDSANALYSE	75
9.2 MULTIPLE-ANALYSE	76
10. KONKLUSION	78
11. PERSPEKTIVERING	80
12. LITTERATURLISTE	81
13. BILAG	92

1. Indledning

Royal Unibrew A/S¹ der producerer, markedsfører, sælger og distribuerer kvalitetsdrikkevarer inden for øl, malt, og læskedrikke, er i dag en ledende regional aktør på en række markeder i Vest- og Østeuropa samt på de internationale markeder for maltdrikke. Salget på det Vest- og Østeuropæiske marked udgjorde i 2013 ca. 91% af virksomhedens nettoomsætning, mens salget på de internationale markeder udgjorde de resterende 9%.

Royal Unibrew har ift. deres største konkurrenter, der på deres hovedmarked, det danske, primært er Carlsberg og sekundært Harboe klarer sig væsentlig bedre målt på deres markedsværdi. Siden 2008 har Royal Unibrew været igennem en turbulent periode, hvor markedsværdien af virksomheden i 2007 nåede det dengang højeste niveau på 590 kr. pr. aktie siden børsnoteringen til i første kvartal af 2009 som et resultat af finanskrisen at være styrtstykket til en markedsværdi på 24,78 kr. pr. aktie for igen d. 01.09.2014 at være steget til 996 kr. pr. aktie.

Den styrtstykkende markedsværdi fra 2007 til 2009 var et resultat af et skuffende regnskabsår i 2008, der gav et underskud på 483 millioner kr. trods en omsætningsstigning på 7,5% fra 2007 til 2008. Underskuddet var et resultat af et enormt nedskrivningstab på deres aktiviteter i Polen samt restruktureringsomkostninger til omlægning af distributionssystemet.

Efter tiltrædelsen af den nye CEO, Henrik Brandt, i 2008 er Royal Unibrew lykkedes med en klassisk turnaround af virksomheden efter, at de ramte bunden i 2009, og har siden opbygget en stærk og solid forretning gennem flere restruktureringer og effektiviseringer af produktions- og distributionsstrukturen.

Royal Unibrew står imidlertid over for nye fremtidige udfordringer, eftersom deres nettoomsætning i høj grad er baseret på salg til det Vest- og Østeuropæiske marked, et marked der er stagnerende, og hvor vækstpotentialet inden for de næste fem år spås at være meget moderat eller direkte faldende. Samtidig er bryggeribranchen i dag en meget konsolideret branche, hvor det globale marked for øl og læskedrikke er domineret af de fem største spillere på markedet. Konsolideringen af branchen giver en yderst intens konkurrence, hvor bryggerierne presser hinanden hårdt på profitmarginerne, hvilket under nogle stadig vanskeligere markedsforhold gør det svært for de mindre lokale og regionale bryggerier at skabe organisk vækst.

Royal Unibrew har de seneste år haft stort fokus på innovation og udvikling af deres produkter og brands, men i 2013 valgte de at forsøge at skabe vækst gennem opkøb af den finske bryggerivirksomhed Hartwall OY - en vækststrategi der er vanskelig jf. Henrik Brandt, da den store konsolidering af branchen gør det svært at finde opkøbsemner med et klart strategisk match til en pris, der samtidig skal kunne skabe værdi til aktionærerne, hvilket stiller store krav til nytænkning af vækstinitiativer.

¹ Royal Unibrew vil blive anvendt herefter

1.1 Problemformulering

Formålet med dette speciale er at vurdere og analysere, hvorvidt Royal Unibrews anslåede markedsværdi er korrekt værdiansat eller om prisen på aktien er over- eller undervurderet.

Ud fra indledningens betragtning af Royal Unibrew ønskes følgende spørgsmål besvaret:

Hvad er den anslåede markedsværdi af Royal Unibrew aktien d. 01.09.2014 målt som en stand-alone værdi?

For at kunne besvare dette spørgsmål, vil følgende underspørgsmål i analysen af Royal Unibrew blive besvaret:

- Hvilke omverdens faktorer kan påvirke værdiskabelsen i Royal Unibrew?
- Hvordan er vækst- og indtjeningspotentialer i bryggeribranchen?
- Hvilke interne kernekompetencer besidder Royal Unibrew? Samt hvilke vækstinitiativer skal de bygge fremtiden op omkring?
- Har Royal Unibrew historisk set skabt værdi for deres aktionærer?
- Hvordan er Royal Unibrews evne til at styre den finansielle og driftsmæssige risiko?
- Hvordan ser Royal Unibrews forventede fremtidige vækst og indtjeningspotentiale ud?
- Er den anslåede aktiepris i Royal Unibrew over- eller undervurderet, og er prisen realistisk?

2. Metode

Der vil i de følgende metodiske afsnit blive beskrevet specialets metodologiske udgangspunkt, dets struktur herunder en kort introduktion til de teorier og modeller, der er anvendt i specialet. En grundigere teoretisk og metodisk beskrivelse vil kunne læses under de afsnit, hvor de vil blive anvendt.

2.1 Metodologiske synspunkter

Det anvendte metodologiske synspunkt i en opgave er med til at sætte rammen for, hvilke mulige fremgangsmåder der er for at undersøge en given problemstilling. Forfatterne Arbnor og Bjerke arbejder med tre forskellige metodesyn; et analytisk syn, et systemsyn og et aktørsyn. De tre forskellige syn adskiller sig fra hinanden på den tilgang, de hver især har til at generere viden, men har samtidig tilfælles, at man som skaber af viden accepterer, at al viden ikke ligger lige for hånden, men skabes gennem en systematisk undersøgelsesproces [Arbnor & Bjerke, 2009; s. 48].

Det analytiske syn antager virkeligheden som værende summen af alle dens facts eller delelementer. Det analytiske syn på virkeligheden er, at den består af et antal uafhængige enheder, der skal kunne kvantificeres, og hvad der ikke umiddelbart kan dét, skal operationaliseres[Heldbjerg, 2006; s. 42]. Viden opstået på basis af det analytiske syn er karakteriseret ved at være uafhængigt af den som observerer, da viden er baseret på objektive observationer af virkeligheden[Arbnor & Bjerke, 2009; s. 186-187].

Under aktørsynet er der ikke noget samspil mellem årsag og virkning, men det er handlinger og ikke adfærd, der er det væsentligste. Aktørerne kan ikke iagttage en virksomhed udefra, men virksomheden skal give dem nogle impulser, og aktørerne skal give noget igen i form af dialog, dialektik og diagnose[Heldbjerg, 2006; s. 105].

Den systembaserede tankegang bygger på en antagelse om, at et system er et sæt af komponenter, der kan indordnes i delsystemer og relationer mellem dem alle[Arbnor & Bjerke, 2009; s. 114]. Sat i relief til værdiansættelsen af Royal Unibrew vil virksomheden kunne betragtes som et system bestående af flere delsystemer. Royal Unibrew kan derimod også ses som et delsystem af bryggeribranchen. Antallet af inddragede delsystemer er et spørgsmål om, i hvor vidt et omfang, der ønskes at betragte systemerne i, eller hvor mange systemniveauer der ønskes inddraget. Det er fælles for systemernes betragtning, at summen af delsystemerne ikke er lig med totalen, hvilket er ideen bag den holistiske tilgang, som systemsynet bygger på. Det vil sige, at egenskaberne af et givent system ikke kan determineres, forklares eller forstås som summen af enkeltdelene alene, men analytikeren bliver nødt til at inddrage de relaterede systemer i sin forståelse[Arbnor & Bjerke, 2009; s. 103]. Resultatet vil være, at der opstår en synergi mellem systemerne, som enten bidrager til en positiv eller negativ effekt af værdien af virksomheden[Heldbjerg, 2006; s. 45].

I dette speciale vil den anvendte metode være den systembaseret metode. Argumentationen for dette metodologiske valg er, at der primært anvendes sekundært empiri, som oparbejdes gennem observationer i omverdenen via både kvantitative og kvalitative dokument- og litteraturstudier, som alt sammen indgår til opnåelsen af en viden om de enkelte enheders samspil og synergier mod deduktionen af systemets egentlige beskaffenhed[Heldbjerg, 2006; s. 62].

Der foretages en satisfieringsbetragtning for at afgrænse fra det bredere perspektiv til udelukkende at fokusere på problemstillingen inden for et samfundssystem, et branchesystem og et virksomhedssystem. Dette gøres med henblik på at kunne afgrænse til, hvilke virkelighedsniveauer der skal indgå i systemanalysen af Royal Unibrew, således der opnås et tilfredsstillende informationsgrundlag, der er tilstrækkeligt bredt til, at det er dækkende for den senere værdiansættelse[Heldbjerg, 2006; s. 71]. For at det er muligt at vurdere en realistisk værdi af Royal Unibrew er det ikke nok at undersøge enkeltkomponenterne isoleret set. Det er særligt vigtigt, at betragte de enkelte komponenter af systemet i

dens fulde kontekst, således at systemernes relationer får sin betydning og effekt på værdiansættelsen [Arbnor & Bjerke, 2009; s. 114].

2.2 Datagrundlag

Specialets analyser er udarbejdet på baggrund af offentligt tilgængelige informationer tilgængelig til og med d. 01.09.2014, der er valgt som skæringsdatoen. Ved anvendelse af udelukkende offentlige informationer sikres det, at den estimerede værdi af Royal Unibrew er truffet på et grundlag som enhver anden analytiker vil kunne fremskaffe, hvormed opgavens objektivitet fastholdes.

Der er primært anvendt sekundær litteratur i specialet, hvor de kvantitative data, som er anvendt til udarbejdelsen af regnskabsanalysen og værdiansættelsen, primært er baseret på data fra Royal Unibrews årsrapporter i perioden 2008 til 2013 samt fra første halvårsrapport af 2014. Derudover er der til makro- og brancheanalysen ift. at beskrive den historiske udvikling samt til forudsigelse af bryggeribranchens fremtidige vækstpotentiale trukket statistiske- samt kvalitative data fra pålidelige databaser, der blandt andet tæller markedsrapporter fra Euromonitor International og artikler fra anerkendte medier.

2.3 Reliabilitet og validitet

For at sikre en høj reliabilitet og validitet af de anvendte informationer i specialet, er kilderne udvalgt ud fra et kritisk syn på, hvem kilden er, hvilken kontekst kilden er skrevet i, og hvornår kilden er fra. De teoretiske frameworks anvendt i specialet kan være af ældre dato. Dette er accepteret, da de anvendte frameworks såsom Porters Five Forces, Porters værdikædeanalyse, værdiansættelsesmetoden discounted cash flow, er anerkendte teorier i faglitteraturen.

Artiklernes udgivermedies validitet og reliabilitet er undersøgt inden de er anvendt i specialet, og kun anerkendte medier såsom Børsen, The New York Times og medier, hvor industrieksperter har udtalt sig, er inddraget. Industrieksperters udtalelser inddraget i specialet, med det formål at opnå en mere dybdegående forståelse for branchen og de markedsforhold der præger denne, vurderes at have en objektivitet omkring viden om bryggeribranchen og markedsforholdene. Udtalelser fra bryggeriforeningen kan imidlertid være præget af et ønske om at sætte bryggeribranchen i et bedre lys, hvorfor udtalelser herfra er selektivt udvalgt, hvor de betragtes som objektive. Det statistiske materiale hentet fra bryggeriforeningens hjemmeside stammer fra den uafhængige statistiske database 'Danmarks Statistik' og antages derfor at være en valid kilde.

Brancherapporter fra Euromonitor International er en uafhængig professionel kilde, hvis formål er at levere objektive markedsstatistikker, markedsrapporter, livstilsanalyser mv, hvorfor denne kildes data besidder både reliabilitet og validitet.

En stor del af værdiansættelsen og regnskabsanalysen er baseret på data fra Royal Unibrews årsrapport, der kan give anledning til et unuanceret billede af virksomhedens præstationer. Alligevel betragtes årsrapporterne at besidde en høj grad af reliabilitet og validitet, da årsrapporterne er underlagt internationale regnskabsstander, og samtidig er koncernen et børsnoteret selskab, hvor der er strenge krav til opfyldelse af detaljerede oplysninger om koncernens engagementer.

Overordnet set anses de anvendte kilder i specialet at besidde en relativ høj reliabilitet og validitet, der ville kunne indhentes af enhver anden analytiker med samme analytiske formål.

2.4 Afgrænsning

Specialet har jf. problemformuleringen til formål at udfordre Royal Unibrews anslået markedsværdi. Samtidig er specialet en akademisk opgave, der er underlagt nogle restriktioner ift. det maksimale antal skrevne sider. Derfor har det været nødvendigt at foretage nogle enkle afgrænsninger for at kunne overholde de gældende krav. Det forventes ikke, at de foretagne afgrænsninger har nogen større afgørende betydning for den estimerede værdi af Royal Unibrew.

Det fremgår af problemformuleringen og afsnit 2.2, at skæringsdatoen for specialet er d. 01.09.2014. Dette betyder, at der ikke er taget højde for de oplysninger eller informationer, der kan spille ind på markedsværdien af Royal Unibrew som måtte være fremkommet efter denne dato.

Endvidere er kun de markeder, hvor Royal Unibrew har deres største aktivitet målt på omsætning blevet analyseret, hvorfor flere af de mindre markeder, herunder maldrikmarkedet kun i begrænset omfang er analyseret.

Det forventes, at læser af specialet er bekendt med de teoretiske begreber, der er gældende inden for værdiansættelse, hvorfor disse kun kort vil blive beskrevet i starten af de afsnit, hvor de er anvendt. Fagtermer der måtte være anvendt vil kort blive forklaret i fodnoten på de sider, hvor de er inddraget. Er der foretaget yderligere afgrænsninger vil disse fremgå tydeligt i de afsnit, hvor de giver mening.

2.5 Opgavestruktur

Der vil i dette afsnit kort fremgå, hvordan opgaven er struktureret, og hvad der vil blive beskrevet eller analyseret i hvert afsnit:

Afsnit 1 - er specialets problemformulering, der danner rammen om opgavens analyseformål beskrevet. Der vil i dette afsnit ligeledes være en indledning, der beskriver motivationen bag valget af Royal Unibrew som case virksomhed.

Afsnit 2 - giver et indblik i specialets metodologiske overvejelser ift. hvordan specialet er struktureret og ud fra hvilken fremgangsmåde den efterfølgende analyse er udarbejdet.

Afsnit 3 - omfatter en kort introduktion af Royal Unibrew ift. deres produktportefølje, hvilke markeder de opererer på, deres strategi, ejerskabsstrukturen samt deres aktiekursudvikling.

Afsnit 4 - er en strategisk analyse af Royal Unibrew. Den strategiske analyse har til formål at afdække interne og eksterne faktorer, der kan have indvirkning på værdien af Royal Unibrew. Herudover vil analysen indeholde en vurdering af bryggeribranchens attraktivitet samt dennes indtjenings- og vækstpotentiale. Den strategiske analyse består af tre analyser; Pest-analysen, Porters Five Forces samt værdikædeanalysen, der skal afdække de væsentligste forhold på et samfundsniveau, brancheniveau og et virksomhedsniveau.

Afsnit 5 - omfatter en styrkeprofil af Royal Unibrew. Styrkeprofilen er udarbejdet på baggrund af den strategiske analyse og giver et overblik over virksomhedens potentielle styrker, svagheder, muligheder og trusler.

Afsnit 6 - inkluderer en regnskabsanalyse, der fungerer som et supplement til den strategiske analyse ved at analysere Royal Unibrews historiske finansielle præstationer inden for den valgte analyseperiode. Regnskabsanalysen indebærer en reformulering af virksomhedens resultatopgørelse og balance for at få udskilt regnskabsposter der ikke driftsmæssigt bidrager til værdiskabelsen i virksomheden. Desuden er der i regnskabsanalysen en analyse af Royal Unibrews profitabilitet, der sammen med den strategiske analyse skal danne grundlag for budgetteringen.

Afsnit 7 - for at kunne estimere markedsværdien af egenkapitalen i Royal Unibrew vil der udarbejdes et budget for resultatopgørelsen, balancen og pengestrømsopgørelsen, der afspejler indtjeningspotentialet i fremtiden. Budgetteringen udarbejdes på baggrund af den strategiske analyse og den historiske regnskabsanalyse i form af aggregerede værdidriver.

Afsnit 8 - i dette afsnit udarbejdes selve værdiansættelsen, der udarbejdes på baggrund af DCF-modellen, der er foretrukket, da denne model er den mest anerkendte og anvendte værdiansættelsesmodel i praksis.

Afsnit 9 - vil indebære en følsomhedsanalyse af to betydningsfulde estimater i værdiansættelsen, WACC og væksten i terminalperioden for at se, hvordan ændringer i de to estimater påvirker værdien

af Royal Unibrew. Derudover vil der udarbejdes en værdiansættelse ud fra multipler af en udvalgt peergruppe. Værdiansættelsen vil udformes på baggrund af EV/EBITDA og P/E multiplerne og sammenlignes med DCF værdiansættelsen.

Afsnit 10 – En opsummering af de fundne resultater i specialet samt besvarelse af problemformuleringen vil her fremstilles.

Afsnit 11 – indebærer en perspektivering, der kort belyser, hvilket område der kunne være interessante at undersøge nærmere såfremt koncernintern information havde været til rådighed i udarbejdelsen af specialet.

3. Introduktion af Royal Unibrew

Royal Unibrew er en dansk bryggerivirksomhed, der producerer, markedsfører, distribuerer og sælger kvalitetsdrikkevarer i form af øl, malt- og læskedrikke herunder kildevand, juice, cider, RTD og sodavand på flere internationale markeder[Royal Unibrew, a].

3.1 Historie

Royal Unibrew er en sammenslutning af en lang række bryggerier, der opstod i 1989, som et resultat af en fusion mellem Faxe bryggeri og Jyske bryggeri, der fik navnet Bryggerierne Faxe Jyske A/S, omfattende Ceres og Thor bryggerierne. Bryggerierne Faxe Jyske A/S fik etableret en finansiell styrke og produktionskapacitet, der muliggjorde etablering af en stærk konkurrencemæssig position på en række markeder nationalt og regionalt[Royal Unibrew, b].

I 1992 ændrede virksomheden deres navn til Bryggerigruppen A/S. I 1998 valgte Bryggerigruppen A/S at lade sig notere på Københavns fondsbørs. Adgangen til det åbne kapitalmarked tilførte virksomheden en større kapital, hvorfor langt mere målrettede investeringer i form af opkøb og fusioner blev en mulighed[Royal Unibrew, b].

De følgende år resulterede i en større ekspansion af virksomheden, da Bryggerigruppen opkøbte de litauiske bryggerier Tauras i 1999 og Kalnapilio-Tauro Grupe i 2000. Yderligere konsoliderede Bryggerigruppen A/S deres position som den anden største udbyder af øl og læskedrikke i Danmark med fusionen af Albani bryggerierne i 2001[Royal Unibrew, b].

Ekspansionen fortsatte i 2004, hvor de to lettiske bryggerier Cido Partikas Grupa og den førende udbyder af øl i Letland Lacplesa Alus A/S blev opkøbt. Den store ekspansionsaktivitet op igennem 1990'erne og første halvdel af 00'erne medførte, at Bryggerigruppen A/S til en generalforsamling i

2005 besluttede at ændre virksomhedens navn, til det mere international klingende navn virksomheden går under i dag, Royal Unibrew A/S.

Efter navneændringen til Royal Unibrew har virksomheden foretaget yderligere opkøb af polske-, caribiske-, og lettiske bryggerier og seneste det finske bryggeri Hartwall i 2013. Virksomheden beskæftiger i dag ca. 2.600 personer på verdensplan og har en omsætning på 4,5 mia. med en afsætning af syv millioner hektoliter fordelt på øl, malt- og læskedrikke[Royal Unibrew, a].

3.2 Produkter

Med de mange opkøb og fusioner Royal Unibrew har foretaget gennem deres levetid har de fået opbygget et stort produktsortiment fordelt på de syv millioner produceret hektoliter i hovedkategorierne øl, malt- og læskedrikke. Der vil i nedenstående afsnit kun nævnes et mindre udsnit af de mest populære produkter inden for hver kategori.

3.2.1 Øl

Øl-produktet er i Royal Unibrew det mest populære og mest solgte, hvorfor der også udbydes en lang række ølmærker på Royal Unibrews markeder. Inden for øl-kategorien udbydes en kombination af international, national og lokale øl brands. På det danske marked er det blandt andet ølmærkerne Royal Beer, Ceres, Thor, Slots, Albani og det licensbaserede brand Heineken, der primært sælges, mens de øvrige øl brands udbydes på de markeder, hvor de har en stærk lokal forankring dvs. Kalnarpilis sælges på det litauiske marked og Lāčplēsis sælges på det lettiske marked, Faxe sælges på en lang række øvrige markeder, hvor der ikke er en national øl, mens Ceres Strong Ale nyder stor succes på det italienske premium marked[Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 21].

3.2.2 Læskedrikke

Læskedrikke er efter øl, de næstmest solgte produkter i Royal Unibrew. I kategorien læskedrikke har Royal Unibrew ligesom med øl både deres egne mærker, nationale mærker og licensbaserede mærker. Af egne mærker kan nævnes Faxe Kondi som er det ledende mærke inden for lemon/lime segmentet og Nikoline sodavand. De licensbaserede brands omfatter Pepsi, Pepsi Max, 7UP, og Miranda produkterne[Royal Unibrew årsrapport, 2012; s. 23].

Udover sodavandsprodukterne udbyder Royal Unibrew kildevand og naturligt mineralvand, der markedsføres under navnet Egekilde, der findes i flere smagsvarianter og senest med produktlineudvidelsen ind i vitamindriks kategorien dog stadig under navnet Egekilde. Endvidere begyndte Royal Unibrew i 2012 at udbyde energidrikken Faxe Kondi booster, mens det lettiske frugtjuicemærke Cido,

samt den lettiske mineralvand Mangali kan nævnes som øvrige produkter Royal Unibrew udbyder[Royal Unibrew årsrapport, 2012 s. 23].

3.2.3 Andre alkoholiske og maldrikke

Udover øl og læskedrikke udbyder Royal Unibrew andre alkoholiske drikke, heriblandt blev cideren, Tempt, lanceret i 2009 på det danske marked som et direkte modspil til Carlsbergs Sommersby, der på dette tidspunkt havde monopol på markedet for ciderdrikke i Danmark. Tempt findes i dag i mange smagsvarianter, der blandt andet omfatter hyldeblomst, jordbær, æble, passion, lemon/lime og mint mv[Royal Unibrew årsrapport, 2012; s. 23].

Derudover har Royal Unibrew gennem tre årtier forsøgt at få opbygget en ledende position for de alkoholfrie maldrikke. Maldrikke blev oprindeligt introduceret i 1970'erne som et kosttilskud til tredjeverdenslande på grund af dets høje vitamin- og næringsindhold[Royal Unibrew, c]. I dag er maldrikken en populær drik blandt de mellemamerikanske og afrikanske befolkningsgrupper og udgør cirka 12% af koncernens samlede afsætning.

Maldrikken sælges både som eksport og som licensforretning, hvilket vil sige, at markederne for maldrikke enten forsynes af de danske bryggerier eller forsynes af licensproduktionsfabrikker placeret nationalt på de markeder, hvor drikken sælges[Royal Unibrew årsrapport, 2012].

Royal Unibrew har flere stærke internationale brands inden for maldrikke, der alle afsættes i premium segmentet, hvilket vil sige, et segment hvor produktet bærer en materiel merværdi, der hører hjemme i den middel-til-øvre prisklasse. Den mest populære af maldrikkene Royal Unibrew udbyder er Vitamalt, der betragtes som det tredjestørste globale brand for maldrikke. Derudover har Royal Unibrew mærkerne Supermalt og Powermalt, der begge besidder stærke regionale markedspositioner[Royal Unibrew årsrapport, 2012; s. 28].

3.3 Markeder

De mange produkter i Royal Unibrews sortiment afsættes på en lang række markeder. Royal Unibrew opererer inden for tre hovedmarkeder som er Vesteuropa, Østeuropa og Malt- og Oversøiske markeder.

3.3.1 Vesteuropa

Det Vesteuropæiske marked omfatter primært markeder for øl og læskedrikke i Danmark, de øvrige nordiske lande, grænsehandlen mellem Danmark og Tyskland, øvrige Tyskland og Italien. Dette markedssegment er det vigtigste for Royal Unibrew, hvilket fremgår af figur 3.1 der viser, at dette segment

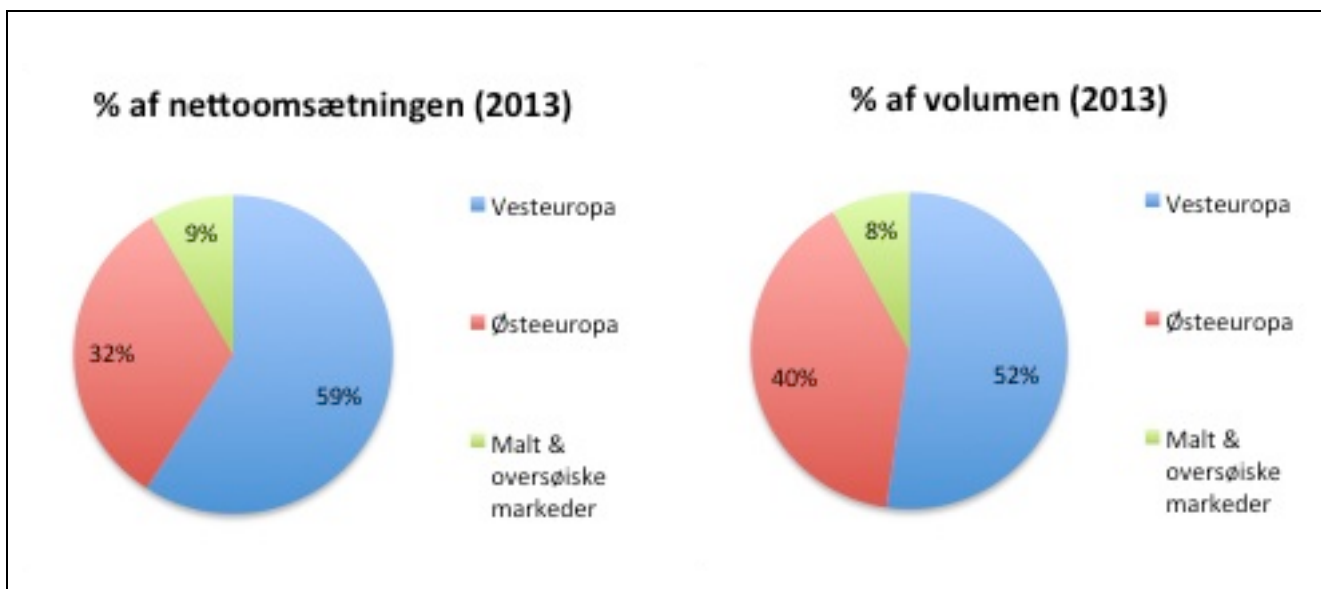
både er størst på volumen og på omsætningen. Ud af de syv millioner hektoliter produceret i 2013, produceres 52% af den samlede afsætning til det Vesteuropæiske marked, mens nettoomsætningen på det Vesteuropæiske marked udgør 59% af koncernens totale nettoomsætning. På det danske marked, som er Royal Unibrews største enkeltmarked, besidder koncernen en markedsposition som nummer to efter Carlsberg. Inden for øl har Royal Unibrew en markedsandel på 20% i Danmark i 2013, mens markedsandelen er 25% for læskedrikke[Royal Unibrew, d]. Carlsberg har til sammenligning en markedsandel på 62% af ølmarkedet i Danmark i 2013[Berlingske Business, a, 2013].

På det italienske marked der udgør cirka 12%² af den samlede afsætning af hektoliter på det Vesteuropæiske marked, besidder Royal Unibrew en solid position på premium markedet med deres Ceres Strong Ale, hvor 75% af denne øl sælges i on-trade segmentet³.

3.3.2 Østeuropa

Det Østeuropæiske markedssegment omfatter markedet for øl, juice og læskedrikke i Estland, Letland og Litauen samt Polen og med købet af Hartwall i 2013 også Finland. Dette marked er jf. figur 3.1 det andenstørste markedssegment med en salgsvolumen på 40% af koncernens samlede salgsvolumen, mens omsætningen på dette marked udgør 32% af koncernens nettoomsætning.

Figur 3.1 – Udvikling i markedssegmenter



Kilde: Royal Unibrew Årsrapport 2013, med egen tilvirkning

Salgsvolumen og nettoomsætning på det Østeuropæiske marked var ikke på samme niveau i 2012.

Hovedsageligt på grund opkøbet af bryggeriet Hartwall i 2013 steg afsætningen med 68%, mens net-

² Beregning: $409 / 3.271 = 0,125$ (kilde: Royal Unibrew årsrapport 2013; s. 21-22)

³ On-trade er salg af drikkevarer på hoteller, pubs, restauranter mv. der nydes hvor de er købt

toomsætningen steg med 148% [Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 23]. De primære driver bag den øget afsætning og omsætning er en kombination af et gunstigere produktmiks og en øget markedsandel på dette marked.

3.3.3 Malt- og oversøisk

Maltdrikke har aldrig haft den store succes på det danske marked, men afsætningen er primært centreret på det caribiske og afrikanske marked og sekundært blandt afro-etniske befolkningsgrupper som er bosat i storbyer i Europa og USA. Royal Unibrew eksporterer maltdrikken til 23 lande på det afrikanske kontinent, mens der afsættes maltdrikke til størstedelen af de 30 lande i det Caribiske øhav. I Europa er London det største enkeltmarked for maltdrikke, hvilket skyldes at målgruppen for maltdrikke udgør en million på dette marked [Royal Unibrew, e].

Herudover omfatter segmentet også eksport af øl og læskedrikke i lande, hvor Royal Unibrew ikke er lokalt repræsenteret. Jf. figur 3.1 er dette markedssegment det mindste af de markedssegmenter Royal Unibrew opererer på. Kun 8% af den samlede afsætning sker på dette marked, hvilket udgør 9% af koncernens samlede nettoomsætning.

Selvom markedet er relativt lille er markedet stadig attraktivt for Royal Unibrew eftersom befolkningstallet er voksende, hvilket også gælder for landenes levestandard.

3.4 Strategi

Strategien er vigtig ift. at udnytte sine muligheder i markedet, men samtidig for at kunne navigere hensigtsmæssigt ift. de trusler, der florerer i omverdenen, og som kan true Royal Unibrews position på markedet.

Royal Unibrew har jævnfør deres seneste årsrapport fra 2013 en overordnet strategi der hedder, at de skal være en fokuseret, stærk regional bryggerivirksomhed inden for øl, malt- og læskedrikke med ledende positioner på de markeder eller i de segmenter, hvor de opererer [Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 9]

Derfor har Royal Unibrew som en hovedprioritet at fokusere på innovation og udvikling af deres produkter og lokale brands for at opretholde deres markedspositioner. Udviklingen af produktporteføljen omfatter koncernens egen udvikling af nye smagsvarianter samt ved indgåelse af nye licensaftaler både som licenstagere og licensgiver [Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 10].

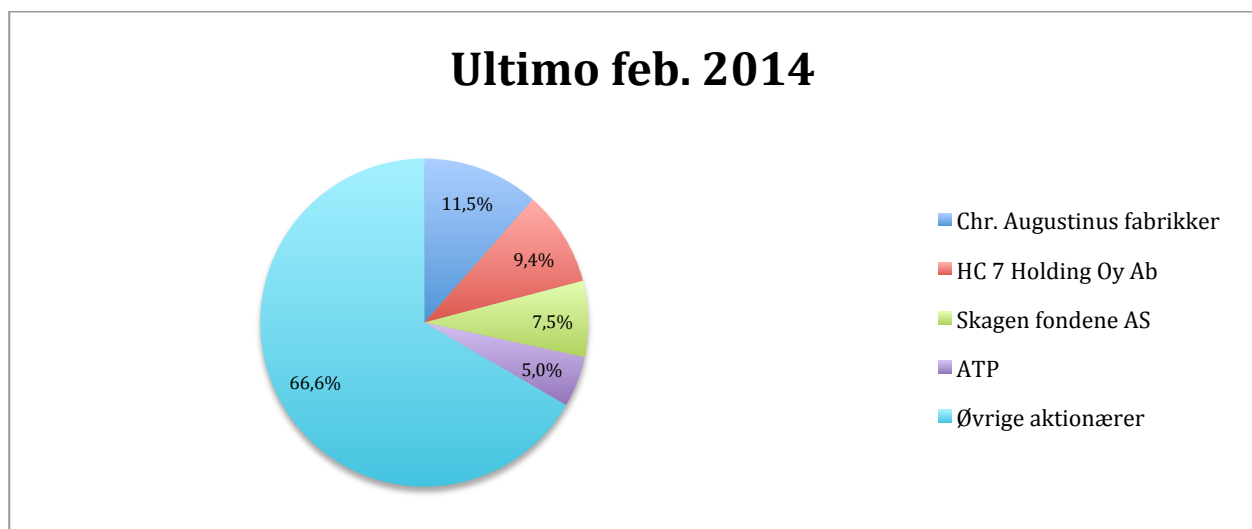
3.5 Ejerskabsstruktur

Royal Unibrews aktivitet på de forskellige markeder er ikke gratis. De mange opkøb af bryggerier og innovation af nye produkter, der er nødvendige for at forblive konkurrencedygtige på et dynamisk marked er aktiviteter, der kræver kapital. Denne kapital har Royal Unibrew fået lettere adgang til efter deres børsnotering i 1998.

Royal Unibrews aktier er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S og indgår i MidCap-indekset. Ultimo 2013 har selskabet 11.098.500 aktier, hvor Royal Unibrew selv ejer 106.449 stk. svarende til cirka 1% af selskabets samlede aktiekapital. Herudover er aktionærsammensætningen sådan, at 36% af aktierne holdes af udenlandske investorer, 33% af aktierne holdes af danske institutionelle investorer, 14% holdes af individuelle danske investorer, 9% holdes af Fonde og legater, mens 7% af aktierne i selskabet holdes af ikke-navnenoterede investorer [Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 32].

Ved udgangen af 2013 havde Royal Unibrew cirka 15.500 navnnoterede aktionærer som tilsammen ejede 93% af den samlede aktiekapital. Jf. figur 3.2 er der i 2014 fire store investorer med aktieandele på mere end 5% i Royal Unibrew.

Figur 3.2 – Aktionærbeholdning over 5%



Kilde: Royal Unibrew Årsrapport 2013; s. 32, med egen tilvirkning

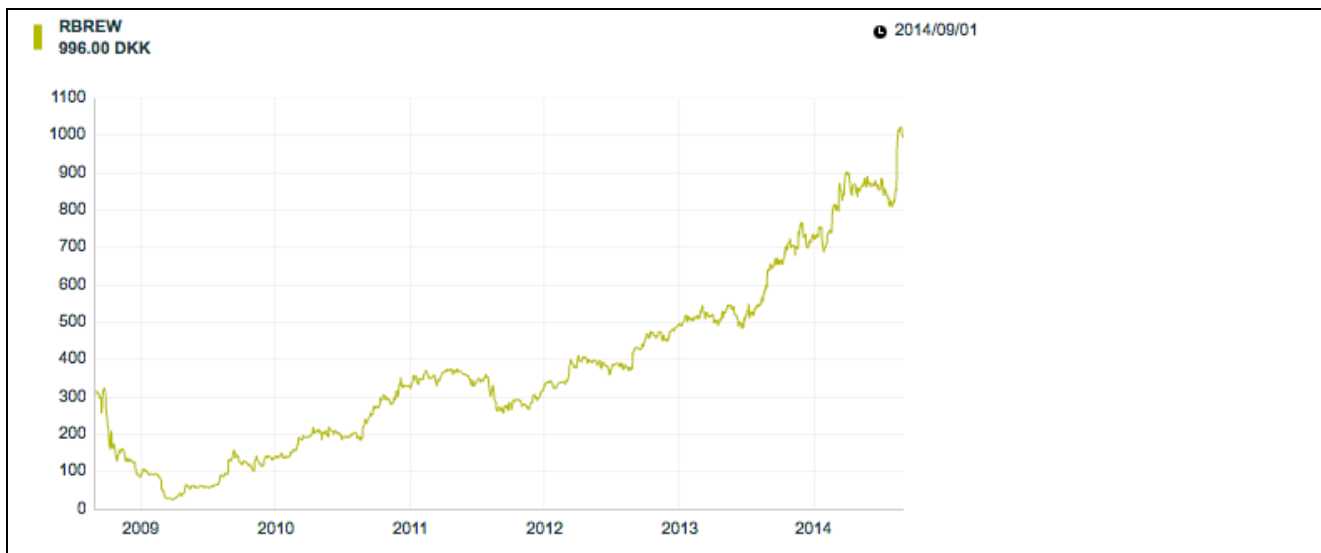
Chr. Augustinus fabrikker er den største enkeltinvestor med en ejerandel i 2014 på 11,5%. Herefter følger den andenstørste investor HC7 Holding Oy Ab, der i 2014 ejer 9,4% af Royal Unibrew, mens Skagen fondene har en ejerandel på 7,5%, og den danske pensionsfond ATP besidder en aktiepost på 5%.

3.6 Aktieprisudvikling

Udviklingen af aktionærsammensætningen ændres konstant, hver gang der sker en handel. Der blev i 2013 via NASDAQ OMX omsat i alt 5.210.232 Royal Unibrew aktier, hvilket svarer til 47% af det samlede antal aktier i selskabet [Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 33]. Handelen af aktier og Royal Unibrews løbende aktietilbagekøbsprogrammer er sammen med markedsudviklingen og de investeringer Royal Unibrew foretager faktorer, der påvirker aktieprisudviklingen.

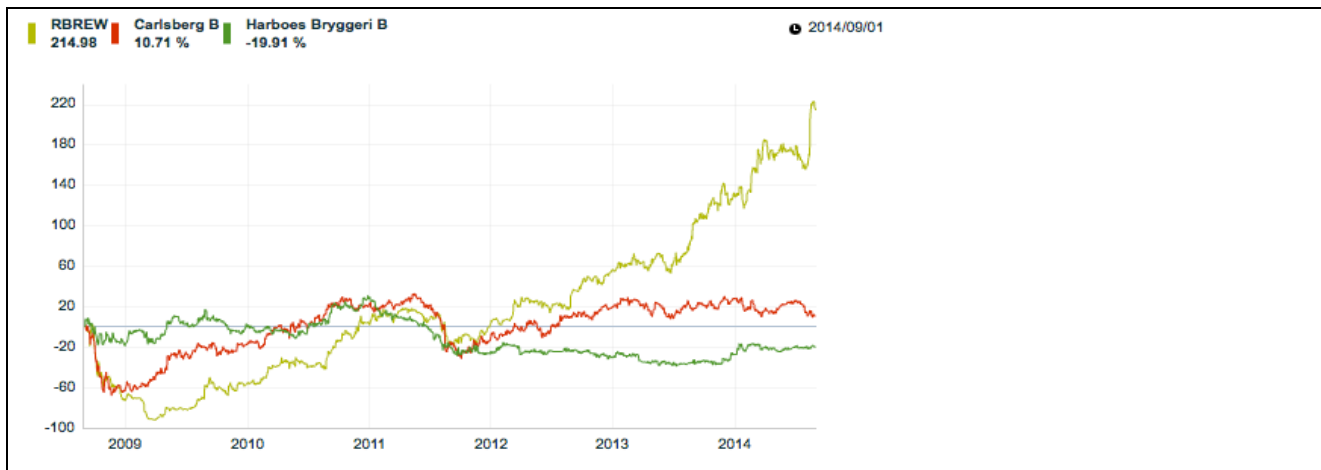
Ift. aktieprisudviklingen i Royal Unibrew har denne vist en meget positiv tendens efter selskabets hårde medfart fra finanskrisen, hvor aktieprisen i første kvartal af 2009 nåede helt ned på 24,79 kr. pr. aktie til d. 01.09.2014, hvor aktieprisen var helt oppe i 996 kr. pr. aktie, hvilket fremgår af figur 3.3.

Figur 3.3 – Aktiekursudvikling



Kilde: NASDAQ OMX

Royal Unibrew aktien er en af de aktier, der har klaret sig bedst efter finanskrisen. Sammenlignes udviklingen af aktieprisen i Royal Unibrew med udgangspunkt i aktieprisen d. 01.09.2008 til den 01.09.2014 med deres største konkurrenter på det danske marked Carlsberg B og Harboes bryggeri B, så fremgår det af figur 3.4, at Royal Unibrew aktien er steget med 214,98%, mens Carlsberg kun er steget med 10,71% og Harboe har haft en negativ udvikling og tabt 19,91% af deres værdi.

Figur 3.4 – Sammenligning af aktieprisudvikling

Kilde: NASDAQ OMX

Den positive udvikling for Royal Unibrew skyldes primært en stærk turnaround, hvor selskabet har fået styr på deres gæld og forretningsgrundlag efter de ramte bunden i marts 2009 [Børsen Investor, 2012].

4. Strategisk analyse

Den strategiske analyses formål er at afdække de væsentligste forhold, der kan påvirke værdien af Royal Unibrew og de forudsætninger værdiansættelsen af selskabet er baseret på.

Analysen er bygget op omkring tre analyser på tre forskellige niveauer. Pest-analysen afdækker de væsentligste samfundsforhold, Porters Five Forces analysen afdækker de væsentligste forhold på brancheniveau, mens værdikædeanalysen har til formål at afdække centrale forhold på et virksomhedsniveau.

Den strategiske analyse har primært fokus på de markeder, hvor Royal Unibrew har deres største aktivitet, det vil sige på det Vest- og Nordøsteuropæiske marked [Royal Unibrew årsrapport, 2013].

4.1 PEST-analyse

Pest-analysen er en ekstern model, der består af makroøkonomiske forhold som Royal Unibrew ikke selv har indflydelse på, men som er forhold, der kan påvirke selskabet risici og cash flow potentiale [Petersen & Plenborg, 2012; s. 188-189].

Pest-analysen griber fat i centrale elementer på et samfunds niveau, der indebærer fire samfundsforhold, som er politiske, økonomiske, sociokulturelle samt teknologiske forhold [Lægaard & Vest, 2005; s. 51-52].

4.1.1 Politisk forhold

De politiske forhold har stor betydning for bryggeribranchen, da branchen er underlagt en række lovgivninger og reguleringer på forskellige områder der til en vis grad påvirker bryggeriernes afsætning. Et af de mest markante forhold hvor der er lovgivning omkring er afgifter på øl og læskedrikke. Afgifterne på øl og læskedrikke påvirker bryggeriernes afsætning. Tages der udgangspunkt i det danske marked, kan det nævnes, at den danske regering den 1. januar 2012 valgte at forhøje afgifterne på usunde varer, herunder øl og sukkerholdige læskedrikke med henholdsvis 25% og 46%[Skat]. En sådan stigning på afgifter medfører alt andet lige en faldende afsætning af de pågældende produktkategorier på grund af højere priser. Ydermere vil højere afgifter i Danmark medføre, at en stor del af øl- og sodavandssalget flyttes til den dansk-tyske grænse, hvor afgifterne ligger på et lavere niveau[Bryggeriforeningen, a, 2013; s. 3].

Den danske regering valgte som en konsekvens af den øgede grænsehandel i 2013 at sænke ølafgiften med 15%, mens afgiften på læskedrikke gældende fra den 1. juli 2013 helt blev fjernet[Bryggeriforeningen, a, 2013; s. 5]. Effekten af denne afgiftsændring viste sig at få en positiv effekt, da salget af øl i juli og august måned 2013 steg med 5%, mens læskedrikke i samme periode steg med 11%[Bryggeriforeningen, a, 2013; s. 5].

Afgifterne på øl i Danmark er stadig blandt Europas højeste med en afgift på 3,16 kr. pr. liter, hvilket placerer Danmark på en ottendeplads et godt stykke efter Norge og Finland, der indtager de to øverste pladser med ølafgifter på henholdsvis 21,81 og 10,70 kr. pr. liter, hvilket fremgår af bilag 1. Specielt den høje finske afgift har betydning for Royal Unibrew efter opkøbet af Hartwall, da en nedsættelse af afgiften på dette marked potentielt kan få en positiv effekt på Royal Unibrews indtjening. Dette skal begrundes i, at afgiften og momsen på øl udgør 58% af prisen på øl i Finland sammenlignet med 36% på det danske marked jf. bilag 2.

En anden afgift der har indflydelse på bryggeribranchen er emballageafgiften. I Danmark er emballageafgiften afmålt efter emballagens volumen, hvilket fremgår af bilag 3. Jo større flasker bryggerierne anvender uanset om det er plastic, glas eller dåser, jo større er afgiften. Afgiften pålægges emballager, der er omfattet af obligatorisk pant dvs. pant på øl, sodavand, cider, kildevand, iste og alkoholsodavand. Denne afgift vil ligesom alkohol- og læskedrikkeafgiften have indflydelse på prisfastsættelsen af bryggeriernes produkter.

Udover afgifter er der også andre politiske forhold, der gør sig gældende i bryggeribranchen, og som kan have indvirkning på bryggeriernes afsætning. Flere lande har indført eller er ved at indføre restriktioner på, hvordan alkoholfremstillende virksomheder må markedsføre sig. I Danmark er der klare regler for, hvordan virksomheder må markedsføre deres produkter. Især er der særlige restriktioner ift. hvordan virksomheder må markedsføre produkter over for unge under 18 år. Jf. markedsføringsloven §8 er en hver omtale af, billeder af eller henvisninger til rusmidler, herunder alkohol til

børn og unge forbudt og strafbart[Forbrugerombudsmanden]. Herudover udarbejdede bryggeriforeningen, erhvervsministeriet, sundhedsministeriet m.fl. i år 2000 retningslinjer for markedsføring af alkoholholdige drikkevarer, der udover forbuddet mod alkoholmarkedsføring over for børn og unge også indebar, at alkohol ikke må markedsføres på en måde, der opfordrer til umådeholdent forbrug af alkohol. Ydermere skal markedsføringen tage hensyn til de sociale og sundhedsmæssige aspekter, der er forbundet med alkoholindtagelse[Bryggeriforeningen, c].

Det er ikke kun i Danmark, at der findes restriktioner på markedsføring af alkohol, men også i store dele af Europa. I Litauen, der er et af Royal Unibrews udviklingsmarkeder, har sundhedsministeriet foreslået et total forbud mod alkoholreklamer udendørs i offentligt forum gældende fra den 1. januar 2015[Eurocare, a]. I Finland blev det den 1. december 2013 vedtaget at forbyde udendørs alkoholreklamer(undtagen sportslige og kulturelle arrangementer)og reklamer på tv og radio samt restriktioner for markedsføring af alkohol over de sociale medier[Eurocare, b].

De mange forbud mod alkoholreklamer er et stort problem for bryggerierne og andre alkoholproducenter, da lanceringen af nye produkter på nye markeder vanskeliggøres, når muligheden for at markedsføre deres produkter over for forbrugerne forsvinder. Direktøren for bryggeriforeningen, Niels Hald, udtalte i en artikel til Berlingske Business i 2009 omkring et reklameforbud for alkohol følgende:

"Det er helt klart, at det vil få ganske alvorlige konsekvenser. Den danske bryggeriindustri er den mest eksportintensive bryggeriindustri i Europa. Hvordan skal Carlsberg, og hvordan skal Royal Unibrew og de mange mikrobryggerier få afsat deres produkter i udlandet, hvis man ikke har mulighed for at markedsføre sig",

Denne udtalelse indikerer, at politiske reguleringer på dette område kan få stor betydning for bryggeriernes afsætningsmuligheder i fremtiden[Berlingske Business, b, 2009].

Bryggeribranchen er også underlagt en række forskellige miljøkrav ift. deres håndtering af ressourcer og produktionsfaciliteter afhængigt af, hvilket land de opererer i. I Danmark er det et krav, at bryggerierne er miljøgodkendte i henhold til miljøbeskyttelsesloven. Miljøindsatsen er primært rettet mod at begrænse forbruget af ressourcer ved optimering af energiforbruget, begrænsning af vandforbruget, reduktion af udledning af spildevand samt begrænsning af emballageforbruget[Bryggeriforeningen, d]. Opfyldelse af de udstedte miljøkrav kan for bryggerierne være yderst bekostelig. Ved strammere miljøkrav skal bryggerierne sandsynligvis investere i produktionsapparatet, udvikle nye ideer til håndtering af indsamling og genanvendelse af materialer for at opfylde kravene, hvilket kan have en afsmitende effekt på prisniveauet på deres produkter.

Der vil altid være forbundet en risiko for bryggerierne i de lande, hvor regeringerne aktivt lovgiver og regulerer på områder, der har indflydelse på bryggeriernes afsætning. Vilkårene er dog ens for alle,

hvorfor en virksomhed som Royal Unibrew sandsynligvis ikke påvirkes mere end dennes konkurrenter alt afhængig af det pågældendes lands vigtighed for den enkelte virksomhed. Derfor må det forventes, at de virksomheder der hurtigst og bedst tilpasser sig de politiske ændringer, er de virksomheder, der opnår den største konkurrencemæssige fordel.

4.1.2 Økonomisk forhold

Det er ikke kun politiske forhold, der påvirker bryggeribranchen. Makroøkonomiske forhold har ligeledes indvirkning på bryggeriernes afsætning. Landenes økonomiske udvikling har som regel betydning for bryggeriernes afsætning. Under ustabile økonomiske tider som følge af økonomiske kriser, bliver forbruger ofte mere prisbevidste og konservative i deres forbrugsmønster. Dette skyldes som regel, at kriser resulterer i højere arbejdsløshed og dermed lavere disponible indkomster som følge af virksomheders nedskæringer, der medfører mistet indtægt ved arbejdsløshed og lønreduktioner [Euromonitor International, 2014, a; s. 3].

En ustabil økonomiske udvikling medfører som regel, at forbrugerne bliver mere tilbageholdende med ikke-væsentlige indkøb, herunder øl og sodavand, der ikke betragtes som en basisvarer, hvilket også medførte en tilbagegang i af- og omsætning i Royal Unibrew i 2009, hvor markedet var udfordret [Royal Unibrew årsrapport, 2009; s. 15]. Denne mekanisme understøttes i udviklingen af off-trade og on-trade handlen sammenholdt med udviklingen i landenes BNP. Jf. bilag 4 fremgår det, at andelen af off-trade salget steg fra 73% til 77% fra 2008 til 2009 og on-trade salget faldt fra 27% til 23% samtidig med, at BNP jf. bilag 5 faldt fra -0,8% i 2008 til -5,7% i 2009 (sammenligningen er for Danmark). En sådan udvikling vidner om, at forbrugernes efterspørgsel efter dagligdagens luksuselementer såsom caféture og restaurantbesøg følger den økonomiske udvikling.

Usikkerheden omkring markedets stabilitet kan være yderst væksthæmmende. Det er specielt forhold som de økonomiske problemer i Sydeuropa, hvor lande som Grækenland, Italien og Spanien har store økonomiske problemer samt konflikten mellem Ukraine og Rusland, der skaber usikkerhed. Især de økonomiske problemer i Italien, hvor væksten de seneste år jf. bilag 5 har været negativ, og hvor Royal Unibrew besidder en stor andel af premium øl segmentet kan få en stor økonomisk betydning for Royal Unibrew, hvis det ender med en dyb økonomisk krise.

En anden økonomisk faktor, der kan påvirke bryggerierne er råvarepriserne. Det drejer sig blandt andet om priserne på byg, hvede, sukker og aluminium. Priserne på disse råvarer har fluktueret en del de seneste fem år, hvilket fremgår af bilag 6. De fleste bryggerier vælger via finansielle instrumenter at afdække en del af risikoen for prisernes fluktuationer, men større udsving i priserne kan stadig påvirke resultatet [Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 69].

I forbindelse med indkøb af råvarer, eksportaktiviteter og omregning af lån til og fra datterselskaber (renterisiko) bliver bryggerierne eksponeret over for valutakursændringer. De fleste bryggerier opererer uden for hjemmemarkedet, hvorfor en ændring i valutakurserne kan få økonomisk betydning for selskaberne, da en stor del af pengestrømmene indtjenes i fremmed valutaer. Royal Unibrew der rapporterer deres regnskaber i den danske valuta eksponeres i høj grad over for USD, GDP, LTL og i nogen grad over for EUR[Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 69]. Årsagen til at Royal Unibrew kun i nogen grad eksponeres over for euroen skyldes, at den danske krone er bundet til euroen qua en fastkurspolitik. Derfor vælger Royal Unibrew heller ikke at hedge imod EUR, som de gør mod de øvrige valutaer de eksponeres overfor[Royal Unibrew årsrapport, 2013;s 69].

Endvidere foretager Royal Unibrew i al væsentlighed deres råvareindkøb i selskabets indtægtsvalutaer for at reducere valutarisikoen. Nogle råvareindkøb såsom aluminium foretages i USD, hvorfor en svækket krone over for USD vil medvirke til, at råvarepriserne bliver dyre for Royal Unibrew.

4.1.3 Sociokulturelle forhold

Når det kommer til de sociokulturelle forhold, er bryggerierne nødt til at være opmærksomme på tidernes trends. Det er ingen videnskab at forstå, at desto større befolkningstallet er, desto større er efterspørgselsgrundlaget på forbrugsvarer. Jf. Danmarks statistik forventes befolkningstallet i Danmark fra 2014-2050 at stige med ca. 10%[Danmarks statistik, a]. På de øvrige markeder, hvor Royal Unibrew har aktiviteter, forventes befolkningsantallet i de baltiske lande og Tyskland at være faldende, mens en moderat stigning på omkring 8% frem mod år 2060 vil være gældende i Finland og Italien jf. bilag 7.

Den demografiske forskydning i populationen grundet lave fødselsrater og højere levealder i EU gør, at den ældre generation kommer til at udgøre en væsentlig større del af befolkningen i fremtiden.

Traditionelt set har det vist sig, at de typiske øldrikker i Danmark er mænd i alderen 25-40

år[Euromonitor, 2014, a; s. 4]. Dette kan naturligvis varierer afhængig af, hvilket land der er tale om.

Ift. den demografiske forskydning er det ikke en positiv udvikling for bryggerierne, da deres nuværende segment kommer til at udgøre en mindre del af befolkningen.

Desuden viser trenden, at den yngre generation under 30 år består af et forholdsvis højere antal kvinder, der er mindre tilbøjelig til at fortrække øl fremfor vin, RTD-drikke og cider, hvilket ikke gør fremtidsudsigterne for ølsalget bedre[Euromonitor, 2014, a; s. 4].

Det er ikke kun de demografiske forskydninger og befolkningsantallet bryggeribranchen skal være opmærksomme på, men også skiftene i forbrugernes livsstilsændringer. Flere lande oplever, at alkoholforbruget pr. indbygger har været faldende over en periode. Dette gør sig også gældende på det danske marked, hvor især ølforbruget har været faldende, hvilket fremgår af bilag 8, der viser et gene-

relt fald i salget af alkohol i perioden 2003-2012. Tendensen er generel for de modne ølmarkeder, der også tæller det tyske marked, der har oplevet samme tilbagegang i ølforbruget [Euromonitor, 2013, c; s. 1]. Samtidig med faldet i alkoholforbruget er der opstået en stor efterspørgsel på alkoholfrie øl med færre kalorier, men med samme smag af øl uden de samme negative effekter som en alkoholdig øl på en række markeder, blandet andet det tyske, spanske og svenske marked. Denne efterspørgsel skaber indtjeningsmuligheder for bryggerierne, hvis de formår at udbyde alternativer, der opfylder forbrugernes ønsker [Euromonitor, 2013, c; s. 1]. De alkoholfrie produkter har til forskel fra de ovennævnte markeder ikke fået samme interesse hos danskerne, finnerne, og italienerne, hvilket til en hvis grad har skyldtes (danske tilfælde), at de danske alkoholfrie øl højst har måtte have en alkoholprocent på 0,01%, hvor den flere steder i udlandet ligger på 0,5% vol. før de kan markedsføres som alkoholfrie og dermed falder uden for kategorien, hvor der skal betales afgifter af [Euromonitor, 2014, a; s. 6]. Flere industrieksperter forklarer, at det har været svært for de danske bryggerier at tilbyde danskerne en alkoholfri øl med den samme smag som en lager øl, hvis ikke grænsen for tilladt alkoholprocent blev sat op til min. 0,5 % vol [DR nyheder]. Dette ønske fra bryggerierne er blevet opfyldt, og fra starten af 2014 vil en øl med 0,5% vol. kunne markedsføres som alkoholfri [Euromonitor, International, 2014, a]. Den nye tendens skyldes primært, at befolkningen er blevet mere sundhedsorienteret og derfor mere bevidste omkring, hvad de spiser og drikker, hvilket kan komme til at påvirke bryggeriernes indtjeningsmuligheder i fremtiden. Sundhedstrenden er et resultat af en lang række sundhedskampagner, mediernes dækning af livstilsprogrammer og sundhedsstyrelsens anbefalinger om en begrænset indtagelse af alkohol. Sundhedsstyrelsen i Danmark anbefaler, at mænd ikke drikker mere end 14 genstande om ugen, mens antallet for kvinder er 7 [Sundhedsstyrelsen]. Desuden har kampagner vedrørende spirituskørsel og mediernes omtale af de danske unges enorme alkoholforbrug sammenlignet med unge i andre lande også haft indflydelse på denne trend.

4.1.4 Teknologisk forhold

De teknologiske forhold kan ligeledes have en afgørende betydning for bryggerierne ift, hvor omkostningseffektive og konkurrencedygtige de er. Der stilles store krav til, at bryggerierne er omkostningseffektive som et resultat af de mange bryggerikonsolideringer, der medvirker til en skærpet konkurrence. Derfor har mange bryggerier fokus på at nedbringe deres enhedsomkostninger for at kunne stå stærkt i konkurrencen om forbrugernes loyalitet. Dette betyder, at fokus på energibesparelse, reduktion af vandforbrug og spildevandsudledning, genanvendelse og reduktion af materialeforbrug stiller store krav til den teknologi, der anvendes i produktionsfaciliteterne [Royal Unibrew årsrapport, 2014; s. 53].

Endvidere handler det i høj grad om, hvor omstillingsparate bryggerierne er, når nye teknologier kræves. Eksempelvis er der i Italien lavet et forbud mod salg af glasflasker på barer, diskoteker og restauranter i mange af storbyernes centrum for at undgå ballade, hvilket har presset bryggerierne til at finde på alternativer til glasflasken, som forbrugerne vil acceptere. Ceres, der er en del af Royal Unibrew, var først ude med et alternativ i form af PET-flasker med navnet "Freedom Bottles", hvilket er en massiv form for plastikflaske, som både er lettere håndterlig og mere miljørigtig sammenlignet med glasflasker og dåser[The drinks report]. I tilfælde af, at denne trend omkring forbud mod glasflasker spredt sig til andre lande, vil Royal Unibrew allerede have den krævede teknologi til at fremstille flasker, der har vist sig at fungere.

Som beskrevet i afsnit 4.1.3 er der vanskeligheder ved at producere en alkoholfri øl med den samme smag som en alm. lager øl, hvilket er et af de områder, hvor teknologien i form af produktionsmetoden spiller en vigtig rolle. Royal Unibrew har via deres patenteret produktionsmetode formået at skabe en alkoholfri øl, Faxe Free, der netop opfylder de krav, forbrugerne efterspørger[Royal Unibrew, f]. De alkoholfrie øl, er de øl, der oplever de største fremgange med en salgsvekst på ca. 8% i 2014 på det danske marked, der ikke en gang er det største marked for alkoholfrie øl, hvorfor denne produktionsmetode kan vise sig at blive en konkurrencemæssig fordel for Royal Unibrew, såfremt tendensen er den samme på de øvrige af Royal Unibrews markeder[Euromonitor International, 2014, a; s. 9].

4.1.5 Opsummering af PEST-analysen

For at overskueliggøre de omverdens faktorer, der påvirker værdien af Royal Unibrew vil tabel 4.1 bidrage til en opsummering af, hvilke forhold der påvirker værdien af bryggeribranchen positivt eller negativt. Hver faktor vil ud fra en subjektiv vurdering med udgangspunkt i PEST-analysen tillægges en af følgende betydninger:

+ Mindre betydning

++ Middel betydning

+++ Stor betydning

Jo større betydning faktoren har for Royal Unibrews værdi desto flere plusser tildeles faktoren.

Tabel 4.1 – Opsummering af omverdens faktorer

Omverdens faktor	Underfaktor	Effekt	Betydning for værdi
Politisk	Øget afgifter	-Afsætning	+++
	Restriktioner på markedsføring	-Indtjeningspotentiale	+++
	Øget miljøkrav	-Afsætning	+

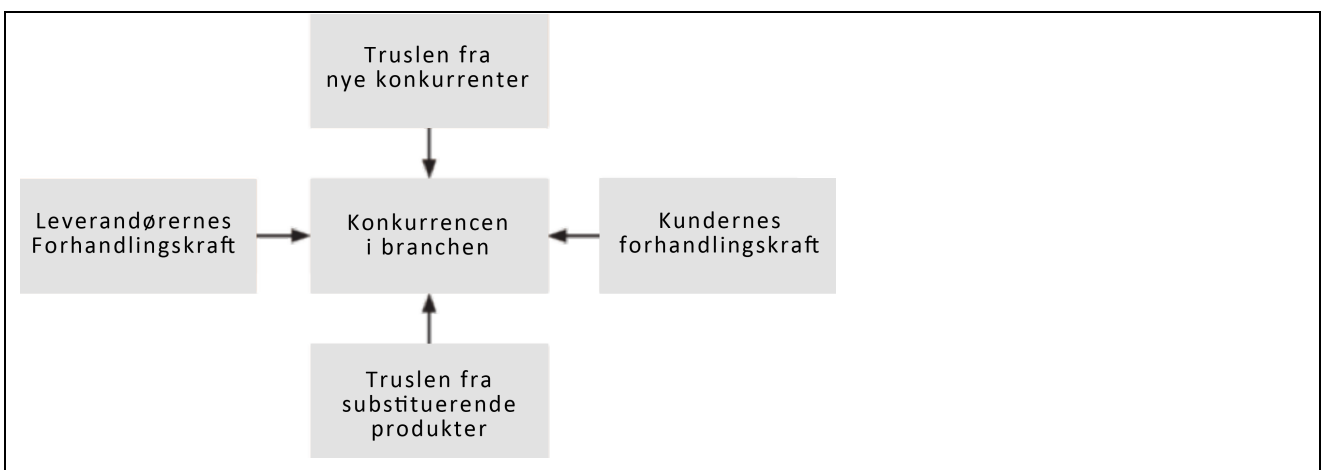
Økonomisk	Økonomiske udvikling	+/- Forbrug	+++
	Øget råvarepriser	- Større omkostninger	+
	Valutarisici	+/- Indtjening	++
Sociokulturelt	Demografisk forskydning	- Tab af målgruppe	++
	Befolkningstilvækst	+ Afsætningsmulighed	++
	Ny sundhedstrend	- Fald i alkoholforbrug	+++
Teknologisk	Produktionsmetode	+ lavere enhedsomk.	++

Kilde: Egen tilvirkning

4.2 Porters Five Forces

Hvor PEST-analysen havde fokus på de omverdens faktorer, der kan have indflydelse på bryggeribranchens fremtidige vækst- og indtjeningspotentiale, vil Michael E. Porters teori Five Forces model, illustreret i figur 4.1 danne udgangspunkt for en analyse, der giver et indblik i hvilke markedskræfter, der påvirker bryggeribranchens attraktivitet og konkurrenceintensitet på et brancheniveau [Lægaard & Vest, 2005; s. 65-66]. Jo svagere påvirkningen fra de fem markedskræfter er, desto større værdiskabelse kan de enkelte virksomheder opnå i branchen.

Figur 4.1 – Porters Five Forces model



Kilde: Petersen & Plenborg; 2012; s. 189

4.2.1 Konkurrenceintensiteten i branchen

Den første af de fem markedskræfter der påvirker rivaliseringen i bryggeribranchen er konkurrencen i branchen. Bryggeribranchen kan groft inddeles i fire kategorier af udbydere. Der er de udbydere, der opererer globalt med globale, regionale og lokale brands. Der er de udbydere, der opererer regionalt, herunder Royal Unibrew, som har aktiviteter på flere geografiske markeder, men ikke opererer globalt.

Der er de bryggerier, der udelukkende opererer lokalt på et geografisk afgrænset område, og så er der en mindre niche af mikrobryggerier, hvis produkter ofte kun findes lokalt.

Konkurrencen i bryggeribranchen er kendetegnet ved mange udbydere, men der er som regel tale om få store dominerende udbydere på hvert marked, hvilket både er gældende på ølmarkedet og læskedrikmarkedet. Denne markedsform kaldes oligopol, men eftersom forbrugerne ofte har præferencer over for de forskellige udbydere af øl og læskedrikke, kan markedet betragtes som heterogent, hvorfor markedsformen bliver differentieret oligopol.

Givet de mange udbydere i bryggeribranchen og privat label mærkernes penetrering af markedet forekommer der en intens priskonkurrence. Den intense konkurrence på pris har medvirket til, at bryggeribranchen er blevet en stærkt konsolideret branche. Markedet bærer præg af, at de store bryggerier opkøber de mindre for at opnå nogle stordriftsfordele i indkøb af råvare, administrationen samt ved selve produktionen, hvilket stiller dem stærkere i konkurrencen og samtidig skaber vækst - vækst kan ellers være svært at opnå i en konkurrenceintensiv branche. I 2013 udgjorde top fem over største ølproducenter en markedsandel på 50,9% af det globale marked [Euromonitor International, 2014, d]. En af de største konsolideringer i bryggeribranchen blev en realitet i 2008-09, hvor det belgiske bryggeri Inbev opkøbte amerikanske Anheuser-Busch for 52 milliarder dollars [The New York Times, 2008]. Royal Unibrew er i flere ombæringar blevet nævnt som en oplagt opkøbskandidat for Heineken i diverse medier på grund af deres allerede eksisterende licensaftale omkring markedsføring og salg af Heineken i Danmark. Ikke desto mindre er dette ikke sket - tværtimod har Royal Unibrew, som et regionalt bryggeri, selv foretaget en række opkøb. Royal Unibrews seneste opkøb, var opkøbet af det andenstørste bryggeri i Finland, Hartwall, i 2013 for 2,8 milliarder kroner købt netop af Heineken [Børsen, 2014, b].

Ift. bryggeriernes størrelse så blev Anheuser-Busch Inbev ved deres konsolidering det eneste bryggeri med en markedsandel på det globale ølmarked på over 10% med en samlet andel på 19,7% i 2013. De øvrige bryggerier i top fem i 2013 tæller SAB Miller(9,6%), Heineken(6,9%), Carlsberg(6,2%) og China Resources Enterprise Co(6,2%).

På læskedrikmarkedet tegner sig det samme billede med få store udbydere og en lang række mindre lokale og regionale bryggerier. Top fem på dette marked tæller Coca-Cola(20,9%), PepsiCo(9,6%), Danone Groupe(4,7%), Nestlé (3,9%) og Ting Hsin International (1,8%) [Euromonitor International 2014, e].

Royal Unibrew betragtes ikke som en stor spiller på det globale marked og besidder heller ikke en markedsandel på mere end 0,2% af det globale ølmarked, mens de på læskedrikmarkedet besidder en markedsandel på under 0,1% [Euromonitor International 2014, e]. Derimod er Royal Unibrew på de markeder, hvor de har aktiviteter blandt de største udbydere. På det danske marked, besidder de i 2013 en position som nummer to på alkoholmarkedet, der indebærer salg af øl, cider, RTD med en markeds-

andel på 11,7% og specifikt på ølmarkedet har de en markedsandel på 20,7%. Deres største konkurrent på hjemmemarkedet er Carlsberg, der på alkoholmarkedet har en markedsandel på 34,9%, og mere specifikt en markedsandel på 51% på ølmarkedet. Herudover udgør private-label mærkerne 12% af det danske ølmarked, hvilke primært er discountbryggerierne Harboe og bryggeriet Vestfynsk, der er producenter af denne produktkategori [Euromonitor International, 2014, a; s. 10]. Royal Unibrew besidder som sagt relative store markedsandele på deres øvrige hovedmarkeder for øl, der indebærer Letland (23,5%), Litauen (12,8%), Finland (24,9%) og Italien (3,7%). På alle disse markeder er hovedkonkurrenten, Carlsberg, en større aktør end Royal Unibrew [Euromonitor International, 2014, f]. På læskedrikmarkedet forholder det sig omvendt, hvor Royal Unibrew på det danske (8,1%), lettiske (21,6%) og finske marked (11,6%) er en større spiller end Carlsberg [Euromonitor International, 2014, e], hvis man ser bort fra deres licensaftaler med henholdsvis Coca-Cola og PepsiCo, og udelukkende fokuserer på deres egne produkter. Medregnes markedsandelene for licensprodukterne er Carlsberg det største selskab på læskedrikmarkedet i Danmark med en markedsandel på 27% sammenholdt med Royal Unibrews markedsandel på 15,3% i 2013, hvilket også fremgår af bilag 9. På ølmarkedet er der det seneste årti sket en stor stigning i antallet af bryggerier. I Danmark er antallet af bryggerier steget fra 34 i 2004 til 120 bryggerier i 2012 [Bryggeriforeningen 2013, b; s. 9]. En stor del af de nye bryggerier er mikrobryggerier, der som følge af en øget efterspørgsel efter premium- og specialøl har etableret sig på markedet. Mikrobryggerierne besidder en så relativ lille markedsandel, at de ikke direkte kan betragtes som konkurrenter til Royal Unibrew - alligevel giver markedsudviklingen udtryk for de ændrede præferencer blandt forbrugerne, som Royal Unibrew er nødt til at forholde sig til i fremtiden.

Forventningerne til den fremtidig vækst på markedet for øl og læskedrikke har stor betydning for branchens potentielle indtjeningsmuligheder og attraktivitet. Især salget af øl har de seneste år udvist et fald på mange af de modne markeder i Europa og forventes at falde med 1.003 liter bare i Vesteuropa fra 2011-2016 [Euromonitor International, 2012, g]. Årsagen hertil er blandt andet som beskrevet i afsnit 4.1.3 forbrugernes højere fokus på sundhed og velvære samt de demografiske forskydninger, der har medført tab af markedsandele til vin- og spiritussegmentet [Euromonitor International, 2012, g]. Alligevel forventes der en gennemsnitlig vækst pr. år på det globale ølmarked på 3% fra 2011-2016, hvor væksten primært er drevet af udviklingsmarkederne i Asien, der forventer en gennemsnitlig vækst på 5% om året, mens Latin Amerika og Mellemøsten forventer gennemsnitlig årlige vækstrater på henholdsvis 4% og 5%. Væksten på udviklingsmarkederne er drevet af den store befolkningstilvækst, bedre økonomiske udvikling og øget disponible indkomster [Euromonitor International, 2012, g].

Ses der mere specifikt på de markeder, hvor Royal Unibrew har deres største aktiviteter, er billedet her det samme. På det danske marked forventes der en årlig gennemsnitlig vækst på 1% indtil år 2018

efter, at væksten de seneste år har været negativ. Denne udvikling skyldes flere ting, såsom bedre økonomiske tider, større forbrugertillid, nedsatte afgifter og et stagnerende ølsalg ved den dansk/tyske grænse. På det lettiske, litauiske, og finske marked forventes der årlige gennemsnitlige vækstrater i perioden indtil 2018 på henholdsvis 0%, 1%, og -1%. Faldet på det finske marked skal primært tillægges den skattestigning, der trådte i kraft i begyndelsen af 2014, der har tvunget ølpri-
serne op, og forventes at øge importen af øl fra Estland, hvor priserne er mere overkommeli-
ge[Euromonitor International, 2014, h; s. 9].

På læskedrikmarkedet ligger vækstraterne en del højere end, hvad der gør sig gældende for ølmarke-
det. Jf. bilag 10 ligger den gennemsnitlig forventelige årlig vækst i perioden 2013-2018 på RTD-drikke
og energidrikke på cirka 8% årligt, mens væksten på kildevand, der volumenmæssigt er klart det
størst marked inden for læskedrikkategorien, ligger på 6% årligt på det globale marked. Væksten i
sodavandssegmentet ligger globalt ligesom øl kun på 1% årligt, hvilket i høj grad kan tilskrives den
sundhedstrend, der opleves på de modne markeder[Euromonitor International, 2014, i; s. 19]. På
markederne hvor Royal Unibrew har stærke positioner for læskedrikke er det ligeledes moderate
vækstrater, der gør sig gældende. På det danske marked forventes en årlig vækst i perioden 2013-
2018 på kun 1% trods det, at den danske regering har fjernet afgiften på sodavand[Euromonitor In-
ternational, 2014, j; s. 2]. Effekten af afgiftsændringen forventes efter 2018 at aftage. På det lettiske
marked har der i 2013 været en volumenvækst på 5%, hvilket er en klar forbedring ift. den foregående
periode under krisen, hvor væksten var negativ. Vækstniveauet er endnu ikke på samme niveau som
før krisen, men der forventes en positiv vækst lignende den i 2013 i de følgende år, medmindre den
lettiske regering gør drøftelserne om en afgift på sodavand og restriktioner på salget af energidrikke
til en realitet[Euromonitor International, 2014, k; s. 4]. Det finske marked, der har været hårdt ramt af
krisen, havde i 2013 en negativ BNP-vækst på 1%, men forventer moderat fremgang på 0,7% i 2014 og
1,4% i 2015.

De meget moderate vækstrater i Øst- og Vesteuropa gør det vanskeligt for bryggerierne at opnå orga-
nisk vækst i Europa, da konkurrencen er så intens på markedet for den almindelige standard lager øl
samt på markedet for læsdrikke. Derimod har bryggerierne nogle potentielle indtjeningsmuligheder
på markedet for alkoholfrie øl, der især i Mellemøsten er meget populære, hvorfor Royal Unibrew, der
har patent på deres alkoholfrie øl vil kunne opnå en større position på dette marked. Herudover er
markedet for premium og specialøl blevet større. Tidens trend og de demografiske forskydningerne
har skabt en større efterspørgsel efter de mere værdibaseret specialøl, hvilket skaber nogle nye mu-
ligheder på de ellers stagnerende modne markeder⁴.

⁴ Yderligere vækstanalyse fremgår af bilag 21

4.2.2 Truslen fra nye konkurrenter

Den anden af markedskræfterne i Porters model er truslen fra nye udefrakommende konkurrenter. En branches attraktivitet og lønsomhed vil ofte tiltrække nye aktører. Nye aktører på et marked vil alt andet lige mindske de eksisterende virksomheders indtjeningspotentiale. Det er derfor essentielt at undersøge, hvor let det er for nye aktører at trænge ind på markedet og dermed erobre markedsandele.

Bryggeribranchen har de seneste år været lukrativ bedømt på bryggeriernes resultater. Både Royal Unibrew og Carlsberg har opnået overskud de seneste 5 år på trods af krisen og et afmattende marked for øl i store dele af Europa. De gode resultater skaber et incitament for nye aktører i branchen ift. at erobre markedsandele fra de veletablerede bryggerier. For nye aktører på markedet er der en række adgangsbarrierer, der først skal overvindes for at kunne etablere sig i branchen. Konkurrenceintensiteten er jf. afsnit 4.2.1 i bryggeribranchen meget høj, hvorfor prisparameteret spiller en væsentlig rolle ift., hvor godt bryggerierne klarer sig. Stordriftsfordele bliver derfor en vigtig faktor for bryggerierne i konkurrencen på pris, da avancen på standardprodukterne er så lave, at bryggeriernes enhedsomkostninger tilsvarende skal være lave.

For at opnå stordriftsfordele er kapitalkravet for nye aktører til investeringer i produktions-, distributions og markedsføringsapparatet stort med henblik på at kunne holde enhedsomkostningerne nede. Et velfungerende distributionsnetværk er for nye aktører krævet, da bryggerierne er nødt til at distribuere deres produkter bredt, hvilket som regel afhænger af gode samarbejder med detailkæder. De enkelte supermarkeder er ligesom bryggeribranchen konsolideret og ejet af større kæder som Coop og Dansk Supermarked, hvilket stiller dem stærkt i en forhandlingsposition over for mindre bryggerier, hvilket presser de mindre og nye aktører på markedet endnu mere på deres marginer.

Eftersom bryggeribranchen i høj grad er præget af få men store aktører på markedet, er det svært for nye aktører i branchen at etablere sig på et marked, hvor de eksisterende aktører over flere år har brugt store summer og ressourcer på at opbygge og tilkøbe brands, der stiller dem stærkt i forbrugernes bevidsthed. Desuden vanskeliggøre flere landes restriktioner på markedsføring af alkohol mulighederne for nye aktører ift. at kunne markedsføre deres produkter over for forbrugerne, hvilket er essentielt for lancering af nye produkter.

De høje kapitalkrav til nye aktører er en ting, en anden ting er problemet med at fremskaffe fremmedkapital til de påkrævede investeringer. Dette kan være vanskeligt som følge af krisen, der har gjort bankerne mere tilbageholdende med udlån. Efterveerne fra krisen præger stadig markedet, og det gør det svært for nye aktører at låne tilstrækkelig kapital til at kunne konkurrere med de store spillere på markedet.

Der er imidlertid som følge af tidens trend opstået en niche for kvalitets øl i form af premium- og specialøl, hvor kravet til storskala produktion ikke er det samme. De mange nyetablerede mikrobryggeri-

er der jf. afsnit 4.2.1 opstået et eksempel på, at dette segment er i vækst, og samtidig ikke stiller ligeså høje kapitalkrav som en storskalaproduktion af standard øl. Årsagen hertil er, at prisen på specialøl ligger på et højere niveau, hvor virksomhederne i højere grad kan opnå nogle større marginer på deres produkter, der kan dække investeringen i produktionsudstyret.

Overordnet set med udgangspunkt i de forskellige adgangsbarrierer nye aktører i bryggeribranchen står over for, er det rimeligt at antage, at sandsynligheden for nye aktører i branchen er meget moderat.

4.2.3 Truslen fra substituerende produkter

Den tredje af markedskræfterne er truslen fra substituerende produkter. En analyse af det potentielle pres fra substituerende produkter giver en forståelse for den risiko, der er forbundet med substituerende produkter i bryggeribranchen [Petersen & Plenborg, 2012; s. 190].

Kategorien af substitutter for øl er primært vin, cider, RTD og spiritus. På nogle markeder, hvor der ikke drikkes alkohol i store mængder, såsom muslimske lande, kan læskedrikke ligeledes betragtes som et substitut for alkohol, hvorimod øvrige markeder næppe betragter læskedrikke som substitut for alkohol, da målgruppen for disse produktkategorier er forskellige.

Ølforbruget er på mange af de europæiske markeder som beskrevet i afsnit 4.2.1 stagneret som følge af nye sundhedstrends og en demografisk forskydning, hvilket har åbnet alkoholmarkedet op for nye substitutter. Jf. bilag 11 er især cider med alkoholprocenter et substitut, der allerede på nuværende tidspunkt oplever store vækstrater på omkring 5%, og som forventes at vokste med samme niveau i årene 2011-2016. Efter denne periode forventes det, at væksten marginalt begynder at falde, da markedet gradvist modnes.

Herudover er RTD med høje alkoholblandinger et nyt substitut til øl, som forventes at vokste med 2% i gennemsnit i årene 2011-2016. Denne tendens har været den samme på Royal Unibrews hjemmemarked, hvor salget af øl har været svagt faldende i perioden fra år 2000-2013 med ca. 35%, hvorimod salget af alkoholsodavand og spiritus i samme periode har oplevet en fremgang på hhv. 20% og 30%, hvilket fremgår af bilag 12.

Truslen fra de substituerende produkter har fået de fleste bryggerier til at tilpasse sig markedet, da skifteomkostningerne for forbrugerne fra et produkt til et andet ikke er særlig høje. Derfor er det også de fleste bryggerier, der har tilføjet cider og RTD produkter til deres produktportefølje, inklusiv Royal Unibrew, for at afdæmpe truslen fra disse substitutter.

Ølmarkedet er klart det største marked og udgjorde i 2011 78% af alt alkoholsalg på det globale marked, hvor vin og spiritus udgjorde hhv. 11% og 8%, mens cider og RTD drikke udgjorde langt mindre andele, hvilket giver en idé om, at truslen fra cider og RTD drikke stadig er begrænset [Euromonitor

International, 2012, g; s. 7]. Den største trussel for Royal Unibrew, hvis hovedproduktion er øl, vil i stedet primært være de forskellige former for øl forbrugerne eksponeres overfor. Det er især de mange specialøl og premium øl mikrobryggerierne lancerer, der stiller krav til de større bryggerier om at holde fokus på produktinnovation for at forhindre nye konkurrenter fra at stjæle markedsandele. På læskedrikmarkedet er det primært tappet vand, "ikke-to-go drikke", der er udgør substitutterne. I lande hvor tappet vand ikke betragtes som sikkert at drikke, vil det tappet vand fra vandhanerne ikke udgøre den samme trussel for læskedrikke. Bryggerierne har ligesom på alkoholmarkedet diversificeret deres produktportefølje for at reducere truslen fra sådanne substitutter, og derfor kan truslen fra substituerende produkter på læskedrikmarkedet betragtes som meget moderat.

4.2.4 Kundernes forhandlingskraft

Den fjerde markedskræft i Porters model er kundernes forhandlingskraft. En stærk position over for kunderne betyder, at virksomhederne i højere grad kan fastholde de fastsatte priser på varerne samt de generelle betingelser for handlen, hvilket muliggøre en højere indtjening[Petersen & Plenborg, 2012; s. 190]. De væsentligste forhold der har indflydelse på kundernes forhandlingskraft er deres indkøbsvolumener og skifteomkostninger fra en leverandør til en anden.

Bryggeriernes kunder er sjældent slutbrugeren af deres produkt, men i stedet virksomheder i detailhandlen samt hotel- og restaurationsbranchen. Mikrobryggerierne vil ofte have deres egne udskænkingssteder, men benytter sig også af off-trade og on-trade kanalerne.

Off-trade segmentet er bryggeriernes vigtigste distributionskanal, da denne distributionskanal udgør langt den største del af deres ølsalg. På Royal Unibrews vigtigste marked, det danske, udgjorde off-trade salget 75% i 2012, mens on-trade salget udgjorde de resterende 25%. I Italien, Finland, Letland og Litauen er det samme mønster, der gør sig gældende med et stort off-trade salg på hhv. 64%, 67%, 86% og 93%, hvilket fremgår af bilag 4.

Off-trade segmentet domineres primært af de store supermarkeder, da disse har dybe sortimenter af øl og læskedrikke på hylderne og sekundært af de mindre kiosker rundt om i byerne, hvis sortiment af øl og læskedrikke er smallere. På det danske marked er de fleste supermarkeder en del af nogle større kæder såsom Coop Danmark og Dansk Supermarked. Supermarkeds kæderne har den styrke, at de indkøber deres varer i større partier, hvilket stiller dem stærkt i en forhandlingsposition over for bryggerierne, hvor de ofte vil kunne stille krav om gunstige handelsbetingelser såsom kvantumsrabatter, der gør, at supermarkeds kæderne kan holde priserne på deres produkter nede. Herudover er der mange bryggerier, der tilbyder deres produkter til supermarkeds kæderne, hvorfor der i mange tilfælde er kamp om pladserne på hylderne i supermarkederne.

Modsat er supermarkedskæderne nødt til at efterkomme forbrugernes efterspørgsel, der kan spænde bredt alt efter deres personlige præferencer. Bryggerierne har formået at udvikle nogle stærke brands der gør, at supermarkedskæder er nødt til at udbyde et dybt sortiment af øl og læskedrikmærker for at kunne imødekomme forbrugernes præferencer. Der opstår her et afhængighedsforhold mellem bryggerierne og supermarkedskæderne, hvilket i nogen grad kan reducere supermarkedskædernes forhandlingsstyrke. Kioskerne er som regel ikke en del af større kæder med undtagelse af eksempelvis 7-eleven og Nærkøb på det danske marked. De har derfor ikke den samme forhandlingsstyrke over for bryggerierne, da de ikke besidder nogle gunstige vilkår ift. at kunne forhandle på prisen. Dette betyder, at priserne på kioskerne øl og læskedrikke ofte ligger på et højere niveau end dem i supermarkederne. Et godt eksempel på en af de konsekvenser bryggerierne står over for, hvis kunderne har en stærk forhandlingsposition og deres skifteomkostninger fra en udbyder af øl og læskedrikke til en anden ikke er betydelige store, er dem Carlsberg i april 2013 fik at mærke. Coop Danmark var utilfreds med, at supermarkeder i Tyskland kunne handle på gunstigere prisvilkår end Coop Danmarks supermarkeder, hvorfor der opstod en konflikt omkring prisen på Carlsbergs produkter. Uenigheden var så stor, at Coop Danmark valgte at fjerne nogle af Carlsbergs produkter fra hylderne i deres supermarkeder, og samtidig undlod at køre tilbud på Carlsbergs produkter i reklamerne. Konflikten der sluttede i slutningen af 2013, vurderes at have kostet Carlsberg markedsandele og millioner af kroner i tabt omsætning[Børsen, 2013,c].

On-trade markedet er interessant for bryggerierne idet, de her får mulighed for at eksponere deres brands direkte over for slutbrugeren. Forbruger vælger ofte de brands de kender, hvorfor gratis promotion på barer, pubber og restauranter er godt for bryggerierne generelt. Bryggerierne vil ofte gå langt for at sikre sig kontrakter med de populære udskænkingssteder, hvilket de eksempelvis gør ved at tilbyde deres kunder nogle gode vilkår i form af længere kredittider og serviceudstyr til fritilgængelighed, hvorfor restaurationsbranchen ud fra denne forudsætning har nogle stærke forhandlingsvilkår. Ydermere er skifteomkostningerne på on-trade markedet heller ikke ret store, hvorfor gode kunde-forhold er vigtige i segmentet.

En anden årsag til at on-trade markedet er interessant for bryggerierne er, at profit-marginerne i segmentet ligger på et højere niveau end på off-trade markedet, hvor konkurrencen er mere intens. Medmindre der er tale om større pubber, barer eller restaurantkæder er salget af øl og læskedrikke for de enkeltstående aktører begrænset sammenholdt med off-trade segmentet, hvorfor de ikke på samme måde kan opnå nogle store kvantumsrabatter hos bryggerierne, hvilket svækker deres forhandlingsstyrke.

4.2.5 Leverandørernes forhandlingskraft

Den sidste af markedskræfterne er leverandørernes forhandlingskraft. Har leverandørerne i bryggeribranchen en høj forhandlingskraft kan de presse profitabiliteten i branchen ved at hæve priserne på deres råvarer eller ved at svække på kvaliteten af råvarerne eller den service, der leveres [Petersen & Plenborg, 2012; s. 190]. Forhold der påvirker leverandørernes forhandlingsstyrke er blandet andet antal af udbydere, råvarens tilgængelighed, standardiseringsgraden af råvarerne samt skifteomkostninger forbundet med leverandørskift.

De primære råvarer for bryggeriproducenterne til produktion af læskedrikke er koncenterter, en række naturlige og syntetiske sødemidler som majssirup og raffineret sukker, mens produktionen af øl kræver byg, hvede, humle og gær. Desuden skal bryggerierne indkøbe emballage i form af glas- og PET-flasker samt aluminiumsdåser. Fælles for råvarerne er, at de i høj grad er standardiseret men med en meget lav substitutionsgrad, der gør, at det for bryggerierne er svært at finde alternativer til de enkelte råvarer anvendt i produktionen. Af denne årsag er en lav substitutionsgrad en faktor, der stiller leverandørerne stærkt i en forhandlingsposition, mens råvarenes standardisering er noget, der taler for bryggeriernes forhandlingskraft over for leverandørerne. Dette skyldes, at bryggerierne kan finde mange udbydere af samme råvarer, og derfor har de muligheden for at spille leverandørerne ud mod hinanden ift. at opnå de mest fordelagtige handelsvilkår. Standardiseringen af råvarerne kan omvendt også tale til leverandørernes fordel, da leverandørerne i mange tilfælde ikke er afhængige af salg til bryggeribranchen, men kan sælge deres råvarer til andre brancher. Mange af råvarerne som bryggerierne indkøber er ligeledes reguleret på verdensmarkedet, hvorfor bryggerierne i en forhandlingsposition ikke har så meget at skulle have sagt ift. forhandling af priser.

Desuden kan dårligt vejr medføre en ringe høst, hvorfor en uligevægt mellem udbud og efterspørgsel kan opstå. Denne situation er til leverandørernes fordel, da de ved ringere udbud kan hæve priserne, da bryggerierne ikke har andre steder at gå hen for at få deres råvarer. De fleste bryggerier har værn mod forhold som disse i form af finansielle instrumenter, der sikrer dem mod tab, hvis råvarepriserne stiger.

Landbrugene kan ydermere fra år til år vælge at omlægge deres produktion af kornarter alt efter, hvor efterspørgselen er størst, hvilket potentielt vil forringe udbuddet af de råvarer, som bryggeribranchen er afhængig af og dermed styrke leverandørernes forhandlingskraft.

Et bryggeri af Royal Unibrews størrelse må formodes at have en relativ stærk forhandlingskraft over for flere af deres mindre underleverandører, men gør dem samtidig meget afhængig af netop disse leverandører ift. at få leveret råvarerne i rette tid og kvalitet. Et svigt fra leverandørerne vil tvinge Royal Unibrew ud på markedet og forhandle hos nogle nye leverandører, hvor samme prisvilkår eller leveringsbetingelser sandsynligvis ikke vil kunne opnås.

Overordnet set vurderes det, at leverandørernes forhandlingskraft over for bryggerierne er meget moderat. Der er forhold, der taler for leverandørernes forhandlingsstyrke, men også forhold der omvendte taler for bryggeriernes styrke i en forhandlingsposition. Det afhænger i høj grad af hvor store bryggerierne er på de enkelte markeder, hvor de indkøber deres råvarer. For Royal Unibrew er det lettere at forhandle sig til bedre pris- og leveringsvilkår på de markeder, hvor de har de største markedsandele dvs. det danske, lettiske og finske marked forudsat, at de anvender nationale leverandører.

4.2.6 Opsummering af Porters Five Forces

Ligesom i opsummeringen af Pest-analysen, er der her i Porters Five Forces lavet en opsummering af de forhold, der er blevet undersøgt i analysen ift, hvilken betydning de har for værdien af Royal Unibrew. Denne opsummering fremgår af tabel 4.2, hvor hver enkelt forhold, der er undersøgt i brancheanalysen, ud fra en subjektiv vurdering er tillagt enten et eller flere plusser eller minusser alt efter om forholdet i branchen har en positiv eller negativ indvirkning på værdien af Royal Unibrew.

Tabel 4.2 - Opsummering af Porters Five Forces

Konkurrencekraft	Overordnet	Underfaktor	Betydning for værdi
Truslen fra nye konkurrenter	Mellem	- Høje kapitalkrav	++
		- Stordriftsfordele	+++
		- Mikrobryggerier	-
Truslen fra substituerende produkter	lav	- Vin & spiritus	--
		- Cider & RTD	+
		- Specialøl (ny trend)	--
Kundernes forhandlingskraft	Høj	- Få store kunder	---
		- Mange produktvarianter	+
		- Lave skifteomkostninger	--
		- Et stort on-trade segment	++
Leverandørers forhandlingskraft	Lav	- Standardiseret råvarer	++
		- Mange udbydere	+++
		- Lav substitutionsgrad	--

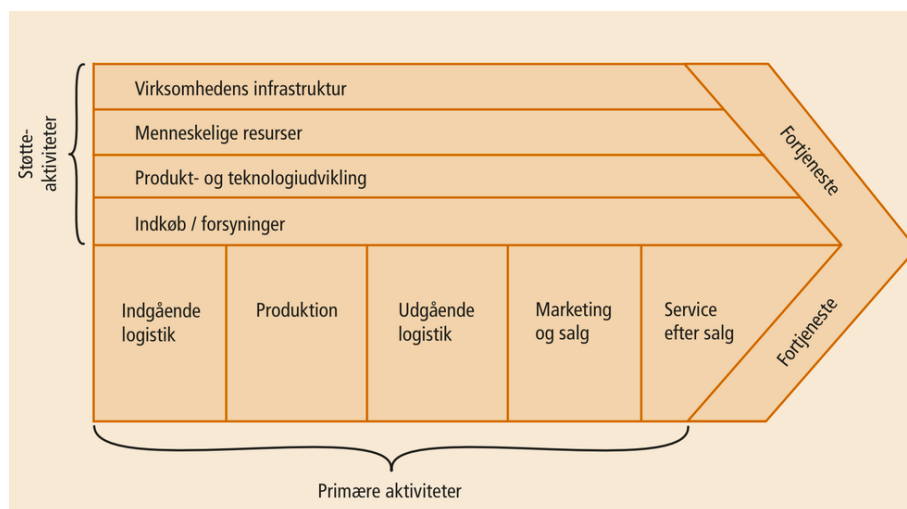
Kilde: Egen tilvirkning

4.3 Porters værdikæde

Mens Pest-analysen og Porters Five Forces har givet et indblik i henholdsvis de samfundsmæssige og branchemæssige forhold, der har indvirkning på værdien af Royal Unibrew, er det også vigtigt at tilegne sig viden omkring de interne forhold i virksomheden.

Formålet med den interne analyse er at få identificeret Royal Unibrews kernekompetencer for at finde frem til, hvor virksomheden har nogle konkurrencemæssige fordele ift. deres peergruppe, samt at få identificeret de kompetencer der skaber særlig værdi for deres kunder, herunder aktionærer [Petersen & Plenborg, 2012; s. 191]. Til dette formål vil Porters værdikæde, der fremgår af figur 4.2 danne udgangspunkt for en systematiske analyse af Royal Unibrews ressourcer. Værdikæden er opdelt i primære aktiviteter og støtteaktiviteter. Hver gang en kunde er villig til at ofre en højere pris end de omkostninger Royal Unibrew har haft med at fremstille produktet, vil Royal Unibrew skabe en profit-margin.

Figur 4.2 – Porters Værdikæde



Kilde: Petersen og Plenborg, 2012; s. 191

Det er ikke nødvendigvis alle de udførte aktiviteter i værdikæden, der skaber reel værdi til Royal Unibrews kunder. Derfor vil den interne analyse udelukkende behandle de led i værdikæden, der har relevans for værdiskabelsen i Royal Unibrew.

4.3.1 Primære aktiviteter

De primære aktiviteter omfatter indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg samt service efter salg. Eftersom råvarerne anvendt i brygprocessen og til emballeringen i høj grad er standardiseret, er det vanskeligt for Royal Unibrew at opnå en særlig konkurrencemæssig fordel, der er mere værdiskabende end deres konkurrenters. Ydermere forventes det ikke, at Royal Unibrew via

deres lagerføring og håndtering af inputmaterialer opnår nogen særlig konkurrencemæssig fordel, hvorfor den indgående logistik ikke bliver behandlet yderligere her.

Produktion

Royal Unibrew har med deres førende positioner i Letland, Litauen, Finland og Danmark opnået nogle stordriftsfordele, der gavner deres konkurrencemæssige position på markederne. Royal Unibrew har produktionsfaciliteter i alle de ovenfor nævnte lande, hvor de danske produktionsfaciliteter omfatter bryggerierne Faxe og Albani, der forsyner det danske marked samt hovedparten af eksportmarkederne, mens de lettiske, det litauiske og det finske bryggeri forsyner hovedparten af de baltiske lande med øl og læskedrikke[Royal Unibrew, g; s. 53].

Indtil 2008 havde Royal Unibrew også produktionsfaciliteter i Jylland med deres Ceres bryggeri i Århus. Som et resultat af den intense konkurrence i bryggeribranchen, der har skabt stort fokus på omkostningsoptimering i hele værdikæden, valgte Royal Unibrew at lukke faciliteterne i Århus for at flytte dem til Faxe- og Albani bryggeriet med henblik på at realisere nogle stordriftsfordele i produktionen samt for at frigøre noget kapital til nedbringelse af koncernens gældsandel[Royal Unibrew, g; s. 53].

Blandt andet som et resultat af nedlukningen af Ceres bryggeriet har Royal Unibrew reduceret deres produktionsomkostninger med næsten 10% i perioden 2008 til 2013 jf. bilag 13. Produktionsomkostningerne udgjorde i Royal Unibrew i 2008 58,2% af omsætningen, hvilket sammenlignet med deres største konkurrent Carlsberg var 6,1% højere. Efter nedlukningen af Ceres bryggeriet og en lang række løbende produktionseffektiviseringer var produktionsomkostningerne reduceret væsentligt i 2013 og udgjorde kun 49% af omsætningen, hvilket var 1,5% lavere end Carlsbergs omkostningsniveau samme år.

Nogle af de effektivitetsforbedringer Royal Unibrew har haft succes med er en reduktion af energiforbruget, hvor dette blev reduceret med 7,5% pr. produceret enhed i 2013 på koncernniveau[Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 54]. Ydermere er vandforbruget pr. produceret hektoliter i 2013 faldet med 5,6% på koncernniveau. Faxe bryggeriet har udvidet deres anvendelse af et CIP Diagnostic System, der har medvirket til et fald i vandbruget på 4% pr. produceret enhed og en reduktion af spildevandsbelastningen. Albani bryggeriet har optimeret deres urtekogning og opnået en mere ensartet og forbedret fordampning af urten i bryghuset[Royal Unibrew årsrapport 2013; s. 53]. Alle disse effektiviseringer har været nødvendige for Royal Unibrew for at kunne konkurrere på lige fod med Carlsberg, hvis produktionsomkostninger fra 2008-2013 har ligget stabilt omkring 50% af omsætningen.

Udgående logistik

Den udgående logistik er de aktiviteter, der er forbundet med at få det endelige produkt ud til kunderne, herunder lagerstyring, transport, ordregennemførelse og distributionssystemer.

Royal Unibrew har haft stort fokus på at reducere omkostningerne forbundet med disse aktiviteter.

Royal Unibrews distribution varetages afhængig af markedet gennem egen distribution eller gennem eksterne distributører. I Letland, Litauen og Finland, er det Royal Unibrew selv, der står for den fysiske distribution af koncernens produkter, hvorimod distributionen i Italien varetages af eksterne leverandører[Royal Unibrew, g; s. 53]. Til maldriksegmentet der oftest omfatter de fjerneste markeder som Caribbean, Afrika og Mellemøsten distribueres der primært fra Danmark og i visse tilfælde på basis af licensaftaler fra lokale bryggerier. Eftersom transportomkostningerne er høje, er det en del af Royal Unibrews strategi for deres stærkeste maltprodukt, Vitamalt, at indgå flere licensaftaler, således distributionen kan foregå lokalt på de markeder, hvor Royal Unibrew har aktiviteter.

På det danske marked har den fysiske distribution af Royal Unibrews produkter indtil 2009 været varetaget af 21 selvstændige depotejere, der solgte Royal Unibrews produkter i egen regning. Efter 2009 valgte Royal Unibrew at foretage nogle restruktureringer således, at depoterne blev nedlagt og i stedet skulle deres produkter distribueres direkte fra produktionsstedet eller fra en af de syv etablerede distributionsterminaler rundt om i Danmark[Royal Unibrew, g; s. 53]. Disse terminaler er siden 2009 reduceret yderligere, så der nu kun er fem terminaler tilbage.

Resultatet af restruktureringen har været en øget direkte levering fra produktionsstederne, en reduktion af de omkostninger der er forbundet med lagerenheder, herunder personaleomkostninger og energiforbrug mv. samt en større reduktion af varebeholdningen. Balanceposten, fremstillede færdigvarer og handelsvarer, faldt fra 2008 til 2012 med 64,5%⁵ som et resultat af denne restrukturering, hvilket påvirkede lønsomheden i Royal Unibrew positivt.

På trods af de klare forbedringer i den udgående logistik er Royal Unibrew stadig på et omkostningsniveau, der ligger over Carlsbergs, hvilket fremgår af bilag 13 under salg- og distributionsomkostninger af omsætning. Royal Unibrew har i perioden 2008-2012 ligget på et stabilt niveau med salgs- og distributionsomkostninger mellem 31-32% af omsætningen, mens Carlsberg i samme periode har ligget på et stabilt niveau med salgs- og distributionsomkostningerne mellem 28-29% af omsætningen. Det skal nævnes, at regnskabsposten både indbefatter salgs- og distributionsomkostninger, hvorfor det er svært at konkludere rent økonomisk på restruktureringen af distributionssystemet. Royal Unibrew nævner selv i deres årsrapporter fra 2010-2013, at omlægningen af den danske og baltiske distributionsstruktur har bidraget til effektivisering og faldende omkostninger for distribution samtidig med, at salgsomkostningerne i samme periode har været stigende.

⁵ Fremstillede færdigvarer og handelsvarer i 2008 var 265.302 kr. mens denne i 2012 var 94.072 kr.

Derfor har restruktureringen af distributionsstrukturen med stor sandsynlighed bidraget mere positivt til omkostningsreduktionen end, hvad der umiddelbart fremgår af regnskabsposten.

Royal Unibrew besidder ikke nogen decideret konkurrencemæssig fordel med deres udgående logistik sammenlignet med deres største konkurrent. Det er alligevel positivt, at der er fokus på omkostningseffektiviseringer, da det i fremtiden kan blive en vigtig faktor for, hvem der kan levere de billigste produkter med den højeste kvalitet.

Marketing og salg

Marketing og salg omfatter de aktiviteter, der skal få kunderne til at købe Royal Unibrews produkter herunder reklame, prisfastsættelse og valg af salgskanaler.

En stor del af Royal Unibrews afsætning sker til detailsegmentet, hvilket fremgik af bilag 4. Detailsegmentet består af få men store kundenheder, hvor supermarkedskæderne, Dansk Supermarked og Coop Danmark, er de største aftager af Royal Unibrews produkter. Den største enkeltkunde udgør cirka 5% af koncernens omsætning, mens koncernens 10 største kunder udgør mindre end 20% af koncernens omsætning[Royal Unibrew, g; s. 53]. Salget til detailhandlen varetages typisk af en Key Account Manager, hvorimod det primært er personligt salg til on-trade segmentet. I nogle tilfælde foretages salg til on-trade markedet som telesalg, der fungerer på den måde, at kundesegmentet selv retter henvendelse til et telecenter i Royal Unibrew og bestiller de ønskede varer. Dette betragtes i Royal Unibrew som en effektiv måde at bearbejde de mindre kundesegmenter på[Royal Unibrew, g; s. 53]. I 2013 implementerede Royal Unibrew et nyt og mere effektivt IT-salgstyringssystem i Danmark og Baltikum, der sikrer en ensretning af forretningsprocesserne på de markeder Royal Unibrew har aktiviteter. IT-systemet skal muliggøre en bedre styring af omkostningerne forbundet med salg af deres produkter[Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 50].

Royal Unibrew bruger ligeledes mange ressourcer på at markedsføre deres produkter til forbrugerne, der som regel køber de øl- og læskedrikbrands, de genkender. Derfor er det vigtigt for bryggerierne at eksponere deres brands over for forbrugerne så mange steder som muligt. Denne vigtighed forstærkes kun yderligere af, at Royal Unibrew satser på at sælge brandede kvalitetsdrikkevarer, der kræver en endnu større markedsføringsindsats for at tillægge deres brand endnu højere værdi end markedets discountprodukter.

Royal Unibrew udfører deres markedsføring lokalt på hvert enkelt marked, hvilket betyder at tilpasning og udvikling af markedsføringsstrategier, budskaber og materialer udformes til det enkelte marked for at appellere til forbrugerne på bedst mulig vis. Royal Unibrews markedsføring omfatter både above-the-line, hvilket er markedsføring via massemedier, tv, radio, telefoni, billboards og internet samt below-the-line, der er markedsføring via tilbud eller eksponering og salg af produkter ved smagsprøver eller andre aktiviteter i salgsledet[Royal Unibrew, g; s. 51].

Royal Unibrews markedsføring målrettes mod udvalgte forbrugergrupper, hvilket gøres via sponsorer, der skal få forbrugerne til at associere Royal Unibrews produkter med sports- og kulturarrangementer på alle deres operationelle markeder. På sportsområdet har Royal Unibrew siden 1971 anvendt Faxe kondi som det absolutte flagskib inden for næsten alle sportsgrene i både store som små klubber. Faxe Kondi samarbejder med en lang række af de fodboldklubber, der befinder sig i SAS-ligaen⁶, og har ligeledes en markant profil inden for håndbold og motionssport. Med det nationale brand, Royal, er Royal Unibrew Danmarks størst golfsponsor og står blandt andet bag Royal Tour. I Århus sponsorer Royal Beer Århus Elite, der omfatter AGF, GF Håndbold og basketball. På Fyn sponsorerer Albani blandt andet OIK ishockey og GOG håndbold, mens Thor sponsorer Randers FC og Randers HK[Royal Unibrew, h]. Desuden er Royal Unibrews litauiske ølmærke Kalnarpilis hovedsponsor for den litauiske basketliga og så fremdeles.

Inden for kulturkategorien har Royal Unibrew med deres brand Royal Beer haft stor succes med deres sponsorering af de mange musikbegivenheder via deres "Tak Rock" kampagne, der blandt andet tæller sponsorering af Madonna- og Rolling Stones koncerterne i 2006 samt de mange tilbagevendende musikarrangementer som Rock under Solen, Skovrock i Aalborg, samt Fredagsrock i Tivoli København. [Royal Unibrew, i]. Tivoli sponsoratet blev i 2013 forlængede indtil år 2018, hvilket koster Royal Unibrew et to cifret millionbeløb[Tivoli, 2013]. Den forøget eksponering og betydelige salg fremgang Royal Unibrew har opnået via "Tak Rock" kampagnen vurderes indtil videre, at have givet Royal Unibrew PR-værdi for næsten en million kroner indtil 2011[Danmarks rockmuseum].

De mange salgs- og markedsføringstiltag har ikke været gratis for Royal Unibrew. Omkostninger til salg fremstød og markedsføring, der indgår i regnskabsposten salgs- og distributionsomkostninger jf. bilag 13, har jf. Royal Unibrews årsrapporter fra 2009-2013 steget hvert år. Især i 2010 blev der afholdt betydelige markedsføringsomkostninger til lanceringen af cider-brandet Tempt. Selvom omkostningerne har været faldende i perioden, skyldes dette fald primært restruktureringen af distributionsstrukturen.

En øget brandværdi via de mange markedsføringstiltag kan give en konkurrencemæssig fordel såfremt deres konkurrenter ikke lancerer lignende kampagner. Carlsberg er eksempelvis ligesom Royal Unibrew meget synlig både i sports og kultursegmentet med deres sponsorer inden for forskellige sportsgrene, Grøn koncert og Århus Festuge, hvorfor kampen om forbrugernes opmærksomhed er intens.

⁶ Alka-ligaen fra 1. januar 2015

Service efter salg

Dette led i værdikæden omfatter de aktiviteter, der udføres af Royal Unibrew for at øge eller fastholde deres produkters nytte, herunder instruktion, kundesupport og reparationsservice. Denne funktion er i Royal Unibrews tilfælde mest relevant ift. deres afsætning til on-trade segmentet, hvor kunderelationerne er tættere. Royal Unibrew giver i forbindelse med kontraktindgåelse med deres kunder på on-trade markedet ofte fadølsanlæg med som en ekstra serviceydelse. Ydermere har Royal Unibrew oprettet en service på deres hjemmeside, hvor deres kunder i on-trade segmentet kan tilmelde sig en SMS- eller e-mail service, hvor de modtager en meddelelse om, hvornår det er tid til rens af deres fadølsanlæg. Derudover har Royal Unibrew på deres hjemmeside lagt vejledninger op, hvis der skulle opstå problemer med udskænkning af fadøl eller udskænkning af postmix. God kundeservice er for bryggerierne et vigtigt parameter i on-trade segmentet, da skifteomkostningerne for kunderne i segmentet er små. I 2005 mistede Royal Unibrew blandt andet tre kunder i Århus, fordi de ikke var tilfredse med den service deres leverandører leverede. I stedet gik kunden til Carlsberg og dermed mistede Royal Unibrew omsætning direkte til deres største konkurrent [Berlingske Business, 2005, c].

4.3.2 Støttende aktiviteter

Værdikædens støtteaktiviteter underbygger primæraktiviteterne og strækker sig ofte over alle primæraktiviteterne. En forståelse af hvor effektiv en virksomhed er i forvaltningen af deres støtteaktiviteter, og hvor godt støtteaktiviteterne underbygger primæraktiviteterne er vigtig for en virksomhed. Støtteaktiviteterne indebærer jf. figur 4.2 aktiviteter som produkt- og teknologiudvikling, HRM, virksomhedens infrastruktur samt indkøb og forsyning.

Virksomhedens infrastruktur

I virksomhedens infrastruktur skal forstås, hvorvidt virksomheden har en god styring af processer og kvalitet.

Royal Unibrew der er en stor international virksomhed er underlagt en række krav, der skal opfyldes. Blandt andet er der krav om en lang række certificeringer inden for miljø- og kvalitetstyring af fødevarer. Økonomidirektør, Lars Jensen, og produktionschef, Keld Norup, fortæller i et interview til lokalavisen Faxenyt, at en ny certificering kræves næsten hver måned [Faxenyt, 2014]. I 2013 er Royal Unibrew blandt andet certificeret Walmart, ligesom de er blevet halal-certificeret, hvilket er en dokumentation for, at der ikke er alkohol i de produkter, der eksporteres til Mellemøsten. I 2014 er målsætningen at opnå en ISO-certificering af Kalnarpilis bryggeriet og FSSC certificering af Albani, Lathi og Karijoki bryggerierne, hvilket er certificeringer der dokumenterer Royal Unibrews arbejde med kvalitet og fødevarer sikkerhed [Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 55].

De mange ressourcer der anvendes på at opnå diverse certificeringer vidner om en virksomhed, hvor der er en god styring af proces- og kvalitetskrav.

HRM

De menneskelige ressourcer er grundlaget for den viden virksomheden besidder. Det er medarbejderne, der har en afgørende viden om de forbruger, markeder og kunder som Royal Unibrew betjener. Derfor er det af stor vigtighed, at aktiviteter der udvikler medarbejdernes viden varetages af virksomheden ift. at udvikle, uddanne og motivere dem til at yde deres bedste.

I Royal Unibrew er der fokus på at rekruttere og fastholde talentfulde medarbejdere og ledere. Dette gøres ved målrettet kompetence og karriereudvikling. Det er blandt andet et fokusområde for Royal Unibrew, at der lægges vægt på jobrotation og intern rekruttering til nøglepositioner for at sikre forankring af viden om aktiviteter samt optimering af samarbejdet på tværs af virksomheden [Royal Unibrew, årsrapport 2013; s. 49]. Af konkrete tiltag har Royal Unibrew iværksat en række udviklingsaktiviteter for medarbejderne i form af IT- og sprogkurser. Herudover tilsluttede Royal Unibrew sig projektet "medarbejdere i verdensklasse", som er et EU-støttet samarbejde mellem seks virksomheder om opkvalificering af medarbejdere [Royal Unibrew, årsrapport 2013; s. 49].

Derudover har Royal Unibrew valgt at sætte ekstra ind på at undgå arbejdsulykker. Ifølge produktionschefen, Keld Norup, har antallet af arbejdsulykker i Royal Unibrew været for højt, selvom det ikke har været alvorlige skader, der er sket. Derfor er der i 2014 i samarbejde med COWI, arbejdstilsynet og ARLA iværksat et program, der skal forhindre arbejdsskader i fremtiden [Faxenyt, 2014].

De mange tiltag Royal Unibrew laver for deres medarbejdere, er en investering i fremtiden. Jo større viden og kvalifikationer medarbejderne har desto stærkere står virksomheden i konkurrencen på et marked der konstant forandrer sig.

Produkt- og teknologiudvikling

Produkt- og teknologiudviklingen er et område, hvor Royal Unibrew også har stort fokus, da konkurrencen i bryggeribranchen er meget intens, og derfor kræver, at bryggerierne hele tiden er opdateret omkring markedstrenden, således de kan lancere produkter, der appellerer til forbrugerne. Produkt- og teknologiudviklingen omfatter virksomhedens evne til at udvikle og innovere sine produkter og services samt produktionsmetoder.

Royal Unibrew sigter mod, at de til enhver tid har en bred portefølje af produkter og brands, der opfylder forbrugernes ønsker. Især en bred produktportefølje vurderes i mainstreamsegmentet at være et vigtigt salgspareparameter. Derfor arbejder Royal Unibrew aktivt med udvikling af brands, produkter, smagsvarianter og emballageformer for at sikre, at de kan fastholde eller forbedre deres markedsposition. Lancering af nye produkter sker ofte efter egen produktudvikling eller ved at udvide deres pro-

duktportefølje med internationale produkter og brands via licensaftaler[Royal Unibrew, g; s. 51]. Produktudvidelsen kan også ske ved, at Royal Unibrew lancerer produkter eller varianter, der har haft succes på ét marked til andre markeder. Et eksempel herpå er Royal Unibrews lancering af brandet Cido på det Litauiske marked, efter det havde opnået stor succes på det lettiske marked.

Alene i 2014 vil Royal Unibrew lancerer flere nye produkter eller produktvarianter på det danske marked, hvor blandt andet en helt ny Egekilde Fruits, der er en mineralvand med frugtjuice, samt en ny Tempt variant vil lanceres[Faxenyt, 2014]. Lanceringen af disse produkter er et svar på markedstrenden, hvor cider og kilde-/mineralvand er de produktkategorier, der oplever størst vækst, hvorfor Royal Unibrew med deres nye produkter forsøger at fastholde eller vinde en del af denne vækst.

Ydermere har Royal Unibrew løbende foretaget ændringer i deres emballage. I 2010 fremstillede de specielle "rock edition" dåser designet af forsanger i Kashmir, Kasper Eistrup, i forbindelse med deres 'Tak Rock' kampagne. I 2012 ændrede de designet på deres ølflasker efter 63 år med samme standardflaske. Relanceringen af designet skyldes et ønske om at få Royal ølflasken til at se mere appellerende og trendy ud[Markedsføring, 2012].

Royal Unibrew har ligeledes løbende investeret i optimering af deres produktionsapparat for at være på forkant med markedsudviklingen. I 2008 investerede Faxe bryggeriet i en PET-kolonne til tapning af læskedrikke og mineralvand. I 2013 blev der yderligere investeret i en ny dåsekolonne, og i 2014 er en kolonne blevet opgraderet[Faxenyt, 2014]. Herudover har der løbende været energieffektiviseringer i produktionen, der i 2014 stadig er et fokusområde.

Royal Unibrews fokus på produkt-og teknologiudviklingen er en god indikation på, at de hele tiden forsøger at tilpasse deres produktportefølje samt deres produktionsmetoder til den udvikling, der sker på markedet.

Indkøb og forsyning

Denne støtteaktivitet omfatter aktiviteterne i forbindelse med håndtering af indkøb af råvarer til produktionen samt produkter og services for hele virksomheden.

I Royal Unibrew er de vigtigste råvarer, der anvendes i produktionen, vand, malt, humle, byg, dåser, glas, PET-flasker samt energi. Der lægges i Royal Unibrew stor vægt på, at der foretages ensartede indkøb af råvarematerialer til de enkelte produktionsenheder, samt at der udvikles og vedligeholdes et gensidigt udbytterigt samarbejde med deres leverandører[Royal Unibrew, g; s. 52].

Royal Unibrew etablerede derfor i 2007 en koncernindkøbsorganisation med henblik på at opnå indkøbsmæssige procesorienterede synergier. Indkøbsfunktionen er lokalt forankret i hver af Royal Unibrews produktionsenheder med en lokal indkøbsansvarlig. Koncernindkøbsorganisationen koordinerer indkøb og indgåelse af aftaler med virksomhedens hovedleverandører på tværs af markederne for at opnå bedst mulig pris og forsyningssikkerhed. Koncernaftaler som forpligter leverandører til at

forsyning en række af koncernens selskaber har som regel en varighed på op til to år, mens de lokale indkøbsaftaler ofte er kortere [Royal Unibrew, g; s. 52].

Indkøbsfunktionen samarbejder også med andre virksomheder inden for branchen og i forskellige netværk med det formål at udveksle benchmark og erfaringer. Et af de aktuelle samarbejder Royal Unibrew har, er med det norske Hansa Borg bryggeri, hvor Royal Unibrew ejer 25% af virksomheden [Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 108].

Udviklingen af koncernindkøbsorganisationen er et vigtigt skridt for Royal Unibrew i deres bestræbelser på at kunne drage fordel af nogle stordriftsfordele. Desuden er det vigtigt, at have oparbejdet gode leverandørsamarbejder ift. at kunne sikre, at de til hver en tid får deres forsyninger som aftalt i den rette kvalitet og derfor ikke skuffer deres kunder.

5. Styrkeprofil af Royal Unibrew

På baggrund af den samlede strategiske analyse, er der i tabel 5.1 udarbejdet en styrkeprofil af Royal Unibrew. Denne styrkeprofil samler både de eksterne og de interne forhold, der er blevet undersøgt omkring virksomheden og dens omverden. De potentielle styrker og svagheder er primært begrundet med den interne analyse af Royal Unibrew, mens de potentielle muligheder og trusler primært er bestemt på baggrund af den eksterne analyse af virksomhedens omverden.

Tabel 5.1- Styrkeprofil af Royal Unibrew

Interne forhold	
Potentielle styrker	Potentielle svagheder
- Stærke lokale brands - Bred produktportefølje - Patent på produktionsmetoden til alkoholfrie øl - Solide markedspositioner i Nordeuropa - Licensaftale med PepsiCo og Heineken - Forlænget aftale med Tivoli - Et restruktureret distributionsnetværk - Stort fokus på innovation og produktudvikling - Solid indtjening - Succesrige kampagner (Tak Rock) - Stor eksponering af brand gennem sponsorrater i sportsverdenen - Bred kundegruppe (største kunde udgør ikke mere end 5 % af omsætning) - Stor medarbejdertilfredshed sammenlignet med peer-gruppe - Et tidssvarende produktionsapparat - En samlet koncernindkøbsorganisation - Stærk forhandlingskraft over for mindre lokale leverandører af råvarer	- Begrænset muligheder for vækst på modne markeder - Ingen tilstedeværelse på vækstmarkederne (Asien og Indien) - Stigende salgsomkostninger - Maltedrik produktion foregår primært i Danmark, mens markedet er i Caribbean og Afrika = store distributionsomkostninger - Lille aktør på det globale marked (stordriftsfordele hos de største aktører) - IT salgssystem er ikke ensrettet i hele koncernen - Coop Danmark og Dansk supermarkeds store forhandlingskraft
Eksterne forhold	
Potentielle muligheder	Potentielle trusler
- Sænkning af afgifter på øl og læskedrikke på markeder,	- Øget afgifter på øl og læskedrikke

hvor Royal Unibrew har aktiviteter - Øget befolkningstal i DK frem mod år 2050 - Faldende råvarepriser - Gunstig udvikling i valutakurser - Større disponibel indkomst i de baltiske lande - Store adgangsbarrierer for nye konkurrenter - Mikrobryggeriernes begrænset kapital – giver mulighed for alliancer eller opkøb - Stor vækst på cider og RTD	- Markedsføringsrestriktioner herunder reklameforbud - Kampagner med fokus på sundere livsstil - Alkoholkampagner der taler for færre genstande - Få store kunder i detailhandlen giver øget forhandlingskraft hos kunderne - Stagnerende vækst på hovedmarkeder - Mikrobryggerier med nye specialøl - Demografiske forskydning - Strengere miljøkrav - Faldende befolkningstal i de baltiske lande frem mod år 2050 - Globale økonomiske kriser - Ugunstig valutakursudvikling - Stigende råvarepriser - Kundernes lave skifteomkostninger - Dårlige vejrforhold
--	--

Kilde: Egen tilvirkning

Styrkeprofilens formål er at give en begrundet vurdering af Royal Unibrews strategiske position i form af en samlet vurdering af branchens vækst- og indtjeningsmuligheder generelt. Styrkeprofilen er ligeledes en sikring for, at de estimater og de antagelser, der vil blive anvendt i værdiansættelsen af Royal Unibrew er underbygget af en velbegrundet strategisk analyse.

6. Regnskabsanalyse

Den strategiske analyse er alene ikke et tilstrækkeligt analyseværktøj til at give en indikation af, hvor godt eller skidt Royal Unibrew klarer sig i konkurrencen på markedet, og hvorvidt den strategiske retning står mål med deres finansielle præstationer. Derfor bør den strategiske analyse suppleres med en analyse af Royal Unibrews finansielle præstationer. Formålet med regnskabsanalysen er at få afdækket Royal Unibrews historiske performance der sammen med den strategiske analyse skal danne grundlag for en vurdering af de fremtidige økonomiske forventninger.

For at en beslutningstager i Royal Unibrew kan træffe vigtige valg på baggrund af den finansielle performance er det nødvendigt at eliminere enhver støj i de finansielle nøgletal, der beregnes fra år 2009 til år 2013. Kilder til støj kan være virksomhedens anvendte regnskabspraksis⁷, der i tidsserieanalysen skal korrigeres for eventuelle ændringer således, at ændringer i de finansielle nøgletal afspejler ændringer i virksomhedens underliggende drifts- og finansieringsaktiviteter og ikke afspejles i ændringer i virksomhedens anvendte regnskabspraksis. Støj kan også komme fra usædvanlige poster, der som regel er transitoriske. Her skal virksomheden ind at vurdere, hvorvidt regnskabsposterne ift. analysens formål er støjende [Petersen & Plenborg, 2012; s. 65]. Opkøb og frasalg er en anden kilde til støj, der er relevant for bryggeribranchen. Hvis en Royal Unibrew i analyseperioden ændrer sine driftsmæssige karakteristika, vil de finansielle nøgletal som regel have en begrænset relevans.

⁷ Se bilag 14 for Royal Unibrews anvendte regnskabspraksis i den analyseret periode

For at forhindre støj i beregningen af de finansielle nøgletal vil der i regnskabsanalysen foretages en adskillelse af de finansielle og driftsmæssige aktiviteter i virksomheden, da det er de driftsmæssige aktiviteter, der primært er de værdiskabende i en produktionsvirksomhed som Royal Unibrew [Petersen & Plenborg, 2012; s. 68-69]. Eftersom den oprindelige resultatopgørelse og balance, der fremgår af bilag 15 ikke adskiller de driftsmæssige og finansielle værdidriver, er det nødvendigt at reklassificere en række regnskabsposter for at sikre, at der ikke opstår en fejlagtig forståelse for, hvad der er virksomhedens værdiskabende aktiviteter [Elling & Sørensen, 2003; s. 19].

6.1 Reformuleret resultatopgørelse

Den reformulerede resultatopgørelse, der fremgår af bilag 16 udarbejdes med det formål at udskille driftsaktiviteter fra finansielle aktiviteter. Opgørelsen omfatter en reklassifikation af driftsindtægter og driftsomkostninger [Elling & Sørensen, 2003; s. 19]. Poster, der er transitoriske eller ikke vedrører Royal Unibrews primære drift, udskilles fra kernerdriften for at normalisere virksomhedens driftsoverskud, der anvendes som basis for budgetteringen af det fremtidige driftsoverskud. Poster, der er behandlet i den reformulerede resultatopgørelse, vil neden for blive udspecificeret.

Særlige indtægter/omkostninger

Særlige indtægter og omkostninger rejser to fundamentale spørgsmål. Det skal besluttes, hvorvidt posten kan kategoriseres som en del af driften eller er en finansiell aktivitet. I Royal Unibrew indebærer regnskabsposten indtægter og omkostninger i forbindelse med omstruktureringer i Danmark og i resten af Europa, hvilket indikerer, at der er tale om driftsposter. Derudover skal det vurderes om posterne er transitoriske eller permanente.

Særlige indtægter er opstået som avance for salg af langfristede aktiver relateret til omstruktureringer i 2008. Denne post betragtes som transitorisk, da posten vedrører et frasolgt aktiv i forbindelse med afhændelse af deres polske aktiviteter. Særlige omkostninger kan ikke direkte tilskrives driftsaktiviteten, men vedrører til dels en fundamental strukturel ændring af distributionsstrukturen i Danmark. Det må forventes, at Royal Unibrew løbende tilpasser deres organisation og omstruktureringer for at forblive konkurrencedygtig, hvorfor omstruktureringssomkostninger vil betragtes som en permanent drifts-post.

Andre driftsomkostninger

Andre driftsomkostninger er udskilt fra den primære drift, hvilket skyldes, at posten udelukkende består af konsulentbistand i forbindelse med opkøbet af Hartwall i 2013. På den baggrund betragtes posten som transitoriske og vil derfor ikke være en del af kernerdriften.

Skat

Selskabsskat er i Royal Unibrew angivet som en enkeltstående post i resultatopgørelsen. Selskabsskat er imidlertid relateret til både driften og de finansielle aktiviteter. Det er derfor nødvendigt at estimere skat separat ud fra driftsindtægten og ud fra de nettofinansielle omkostninger. Typisk er der to måder skatteberegningen kan foretages på, hvilket enten sker ud fra virksomhedens effektive skattesats eller den marginale skattesats.

Royal Unibrew er en koncern bestående af en række udenlandske selskaber, og de kan derfor have lånt kapital uden for Danmarks grænser til forskellige skatteprocenter. Desuden består de finansielle indtægter og omkostninger ikke kun af renteomkostninger, men også andre finansielle poster, hvor det ikke fremgår af noterne i årsrapporterne, hvorvidt posterne er skattepligtige, og såfremt de er til hvilken skatteprocent, de skal beskattes. Eftersom der ikke er angivet nogen information omkring disse forhold, vil den marginale skattesats på 25%⁸ anvendes til beregning af skatteskjoldet.

Ikke-resultatførte poster

Ofte vil virksomheder have ført indtægts- og omkostningsposter uden om resultatopgørelsen og direkte på egenkapitalen i årsrapporterne, hvilket kaldes "dirty-surplus accounting". Det er imidlertid vigtigt, at alle indtægter og omkostninger registreres i resultatopgørelsen, derfor vil ikke-resultatførte indtægter og omkostninger resultatføres under driften, da posten blandt andet indebærer værdiregulering af sikringsinstrumenter samt værdi- og valutakursreguleringer tilknyttet udenlandske virksomheder, der må betragtes som aktiviteter knyttet til kernerdriften.

6.2 Reformuleret balance

Den reformulerede balance, der fremgår af bilag 15, har til formål at klassificere balancens poster som enten finansielle eller driftsrelateret. Balancens poster skal matche den klassificering, de har fået i den reformulerede resultatopgørelse således, at rentebærende poster udskilles fra de samlede nettodriftsaktiver. For at kunne vurdere hvorvidt en post er finansierings- eller driftsrelateret, er det nødvendigt at gennemlæse noterne i Royal Unibrews årsregnskab grundigt. Nedenfor vil det fremgå, hvilke poster i regnskabet, der har givet anledning til en korrektion, eller hvorfor korrektionen ikke er foretaget.

Likvidbeholdning

Likvidbeholdningen består af likvider og let omsættelige værdipapirer, der kan anvendes til finansiering af fremtidige investeringer, opbygning af varelagre eller tilbagebetaling af gæld uden at påvirke

⁸ Skattesatsen er den danske og denne har i hele perioden 2009-2013 været på 25 %.

de underliggende aktiver. Det fremgår ikke tydeligt af Royal Unibrews årsrapporter, hvor stor en del af likviderne, der knytter sig til daglige betalinger i forbindelse med driften, hvorfor fordelingen vil ske ud fra en vurdering af, hvad der kan forventes. Det må formodes, at Royal Unibrew dagligt udfører bankoverførelser og ligeledes bruger størstedelen af likviditeten til at afbetale lån. Derfor vurderes driftslikviditeten kun at udgøre en mindre del af den likvide beholdning. Driftslikviditeten antages at udgøre 0,5% af nettoomsætningen i denne analyse.

Operationel leasing

Operationel leasing skal som regel klassificeres som finansiel leasing for at sikre en retvisende regnskabsanalyse. Finansiel leasing registreres både som et aktiv, og en forpligtigelse, hvilket får virksomheden til at fremstå mere risikofyldt ift. hvis leasingen var klassificeret som operationel, hvor leasingen udelukkende registreres som en renteomkostning, og hvor fremtidige betalingsforpligtigelser kun fremgår af noter i årsrapporten.

Eftersom Royal Unibrews operationelle leasingforpligtigelser, der primært vedrører leasing af produktionsmaskiner, driftsmateriel og IT, udgør mindre end 1% af den samlede aktivmasse vurderes det, at det ikke er nødvendigt at udføre denne omklassificering. Såfremt leasingforpligtigelserne havde udgjort en langt større andel, havde det været nødvendigt at foretage korrektionen eftersom afkastningsgraden ved operationel leasing vil fremstå kunstig høj idet renteomkostningernes reducere af NOPAT typisk er mindre end den reduktion, der sker af den investeret kapital ved at undlade at aktivere leasingforpligtigelsen i balancen.

Distributionsrettigheder

Royal Unibrew har ændret på regnskabspraksis for amortisering af distributionsrettigheder i 2013. Brugstiden har før 2013 været max 10 år, mens brugstiden i 2013 er ændret til max 20 år. Betydningen af ændringen er, at nedskrivning af distributionsrettigheder fra 2013 ikke matcher årene 2008-2012, hvor der er blevet afskrevet meget hårdere, hvorfor afkastningsgraden i et vist omfang kan have fået et kunstigt boost på grund af en lavere investeret kapital, der ikke afspejler den egentlige udvikling i den investeret kapital, men som er fremkommet på baggrund af en ændring i anvendt regnskabspraksis.

For at korrigere for den ændret levetid på distributionsrettigheder er alle årets afskrivninger på distributionsrettigheder fra 2008-2012 halveret for at matche brugstiden på distributionsrettigheder i 2013, hvilket fremgår af note 6 i bilag 15. De halveret afskrivninger medfører, at posten distributionsrettigheder stiger, mens modposten egenkapitalen tilsvarende stiger med samme beløb.

6.3 Rentabilitetsanalyse

På baggrund af den reformuleret resultatopgørelse og balance, er det nu muligt at klarlægge Royal Unibrews værdiskabelse i den historiske analyseperiode fra 2009-2013.

En virksomheds rentabilitet er vigtig ift. at kunne sige noget om forventningerne til dennes fremtid, og er samtidig en indikator for, hvor tilfredsstillende et afkast virksomhedens aktionærer har opnået historisk set [Petersen & Plenborg, 2012; s. 93].

Formlerne anvendt til beregning af nøgletallene fremgår af bilag 19, og de beregnet nøgletal kan ses i bilag 20. Der vil blive anvendt gennemsnitstal for alle rentabilitetsnøgletal, hvor balanceposter indgår. Analyseperioden vil strække sig over fem år, da denne analyseperiode både tæller op- og nedture i Royal Unibrews forretningscyklus. Der vil foretages en sammenligning af de beregnet nøgletal med Royal Unibrews største konkurrenter på det danske marked, Carlsberg og Harboes bryggeri⁹. Benchmarkingen skal give et klart billede af, hvordan Royal Unibrew i den historiske analyseperiode har klaret sig sammenlignet med deres peergruppe.

Ved benchmarking er det vigtigt, at den udvalgte peergruppe er sammenlignelig ift. deres risikoprofil. Desuden er det vigtigt, at den anvendte regnskabspraksis er den samme på tværs af virksomhederne, således forskelle i nøgletallene kan tillægges den underliggende profitabilitet i driften og ikke forskelle i den anvendte regnskabspraksis.

Den anvendte regnskabspraksis selskaberne i mellem vil på nogle punkter varierer, selvom alle selskaberne aflægger regnskab efter regnskabsstandarden IFRS. Årsagen hertil er, at regnskabsstandarden tillader subjektive skøn af eksempelvis afskrivningsperioder.

På grund af manglende information omkring afskrivningsperioder på de enkelte aktiver (er angivet i intervaller i årsrapporterne), er det meget komplekst at foretage en nøjagtig korrektion af afskrivningsperioden, der alligevel vil kræve subjektive skøn. Derfor antages det, at forskellene ikke påvirker sammenligneligheden, da aktiverne på nogle områder afskrives hårdere end peergruppen, mens de på andre områder afskrives blødere og derfor udlignes.

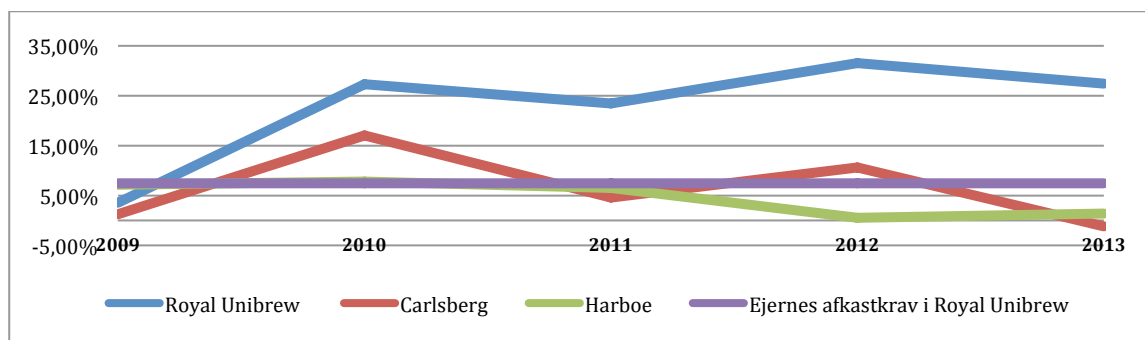
6.3.1 Egenkapitalens forrentning

En virksomheds værdi er i høj grad drevet af virksomhedens egenkapital forrentning og vækst. Egenkapitalens forrentning viser, hvor meget ejerne har opnået i forrentning af den kapital, de har investeret i virksomheden [Petersen & Plenborg, 2012; s. 117]. En lav eller negativ forrentning er typisk en indikator for en virksomhed i vanskeligheder. I Royal Unibrew har egenkapitalens forrentning jf. figur 6.1 udviklet sig i en positiv retning efter 2009. Det fremgår af figuren, at egenkapital forrentningen i

⁹ Se reformuleret resultatopgørelse, balance og noter for Carlsberg og Harboe i bilag 17 & 18

perioden 2009-2013 er øget med ca. 24%¹⁰, og har efter 2009 tilbudt et betydeligt højere afkast på egenkapitalen end deres direkte konkurrenter på det danske marked.

Figur 6.1 – Egenkapitalens forrentning



Kilde: Egen tilvirkning

Den stigende forrentning af egenkapitalen er værdiskabende for virksomhedens aktionærer og eftersom egenkapital forrentningen efter 2009 har givet et afkast, der ligger væsentlig højere end ejernes afkastkrav på 7,05%¹¹, er afkastkravet meget tilfredsstillende for selskabets aktionærer, da aktionærerne fint kompenseres for den risiko, som de påtager sig ved at stille kapital til rådighed for virksomheden.

6.3.2 Dekomponering af egenkapitalens forrentning

For at vurdere, hvad der har drevet den stigende forrentning af egenkapitalen, er det nødvendigt at dekomponere denne. Egenkapitalens forrentning er en funktion af de underliggende finansielle drive-re, nettolånerenten, den finansielle gearing og afkastningsgraden.

Afkastningsgrad

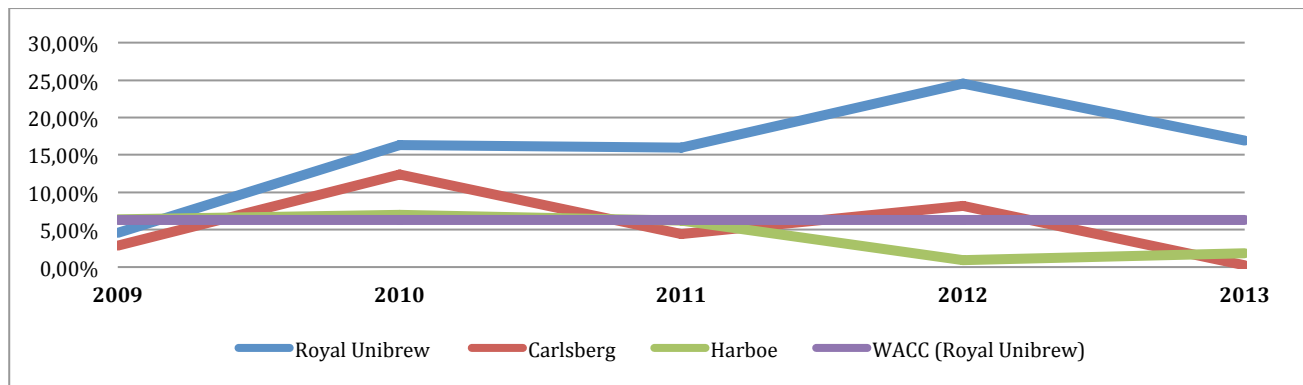
Afkastningsgraden er det overordnede rentabilitetsmål for driften. Nøgletallet udtrykker afkastet på den kapital, der er investeret i virksomhedens nettodriftsaktiver som en procentdel [Petersen & Plenborg, 2012; s. 94]. Det er et meget vigtigt nøgletal i forbindelse med en værdiansættelse, da en høj afkastningsgrad alt andet lige vil medføre en højere estimeret værdi af Royal Unibrew [Petersen & Plenborg, 2012; s. 94].

Afkastningsgraden er i Royal Unibrew jf. figur 6.2 steget fra 4,99% i 2009 til 16,96% i 2013¹², hvilket vidner om, at Royal Unibrew er lykkedes med deres turnaround strategi med produktions- og distributionseffektiviseringer, der blev påbegyndt efter et kritisk regnskabsår i 2008, således der i dag drives en rentabel operationel drift.

¹⁰ Se beregning i bilag 20

¹¹ Er beregnet i afsnit 9.2.2

¹² Se beregning i bilag 20

Figur 6.2 - Afkastningsgrad

Kilde: Egen tilvirkning

Den øget rentabilitet skyldes til dels et større fald i produktionsomkostningerne grundet produktions-effektiviseringer ved konsolidering af produktionsfaciliteterne til udelukkende at omfatte bryggerierne i Odense og Faxe. Derudover er den investeret kapital væsentlig reduceret, hvilket er sket af samme årsag, da effektiviseringerne har betydet, at materielle aktiver kom i overskud, og derfor er blevet solgt fra.

Faldet fra 2012-2013 skyldes primært opkøbet af Hartwall. Opkøbet har medført en øget investeret kapital, der procentuelt er steget mere end NOPAT, hvilket forklarer faldet i afkastningsgraden. Royal Unibrew har efter opkøbet igangsat en integration af Hartwall, og på sigt forventes overlappende funktioner at elimineres, således organisationen trimmes.

Trods faldet i afkastningsgraden fra 2012-2013 ligger denne stadig på et tilfredsstillende niveau i forhold til virksomhedens WACC. Desuden har driftsrentabiliteten i Royal Unibrew været overlegen sammenlignet med deres direkte konkurrenter, hvor ingen af dem i 2013 lever op til Royal Unibrews aktionærers afkastkrav.

Finansiell gearing

Nettodriftsaktiverne i en virksomhed er som regel finansieret med finansielle forpligtigelser og egenkapital. Den finansielle gearing måler forholdet mellem disse to komponenter og deres indvirkning på egenkapitalens forrentning ud fra tre faktorer, som er afkastningsgraden, den finansielle gearing og forskellen mellem afkastningsgraden og nettolånerenten [Petersen & Plenborg, 2012; s. 117-118]. Er den finansielle gearing højere end 1, betyder dette, at de nettofinansielle forpligtigelser overstiger værdien af egenkapitalen. I Royal Unibrew er den finansielle gearing jf. tabel 6.1 faldet markant fra 2009 til 2013.

Tabel 6.1 – Finansiell gearing

Finansiell gearing	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	2,34	0,98	0,55	0,37	0,79
Carlsberg	0,72	0,58	0,52	0,52	0,54
Harboe	0,16	0,20	0,19	0,13	0,07

Den overodnet årsag til det markante fald fra 2009 til 2012 er en nedbringelse af de nettofinansielle omkostninger, hvor blandt andet et kreditinstitutlån er blevet indfriet, mens der er blevet afdraget større beløb på et realkreditlån. I samme periode er egenkapitalen steget, hvor den øget egenkapital i 2009 primært skyldes opskrivningshenlæggelser på deres ejendomme i Århus, mens den fortsatte stigning i egenkapitalen efter 2009 skyldes overførte overskud der i hele perioden har været stigende. Den øget finansielle gearing fra 2012-2013 er igen et resultat af opkøbet af Hartwall, idet egenkapitalen er steget procentuelt mindre end de nettofinansielle forpligtigelser, hvilket fremgår af afsnit 9.2.1 omkring kapitalstrukturen i Royal Unibrew.

Sammenlignet med konkurrenterne har den finansielle gearing i Royal Unibrew ligget på et højere niveau i stort set hele analyseperioden. Dette er ikke nødvendigvis negativt, men afhænger af relationen mellem afkastningsgraden og nettolånerenten.

Nettolånerenten

Nettolånerenten måler forskellen mellem virksomhedens nettofinansielle omkostninger og virksomhedens rentebærende gæld. Nettolånerenten påvirkes af forskelle mellem ind- og udlåns renten samt af andre finansielle poster, såsom valutakurs gevinst/tab på værdipapirer.

Nettolånerenten har i Royal Unibrew jf. tabel 6.2 været inde i en positiv udvikling, og er faldet med ca. 4 procentpoint over hele analyseperioden.,

Tabel 6.2 - Nettolånerenten

Nettolånerenten	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	6,44%	4,95%	2,87%	5,82%	2,48%
Carlsberg	5,19%	4,32%	4,15%	3,53%	2,93%
Harboe	1,91%	2,95%	4,41%	3,89%	8,37%

Er nettolånerenten lavere end selskabets afkastningsgrad, er der et positivt spread. Er spreadet positivt, hvilket er tilfældet i Royal Unibrew fra 2010 til 2013, vil en øget finansiell gearing have en positiv indvirkning på egenkapitalens forrentning, men vil samtidig indikere, at risikoen øges. Årsagen til faldet i nettolånerenten skyldes et procentuelt større fald i den nettorentebærende gæld ift. faldet i de nettofinansielle omkostninger, der primært er drevet af lavere renteudgifter på kreditinstitutlånet i takt med restgælden på lånet er faldende i perioden.

6.3.3 Dekomponering af afkastningsgraden

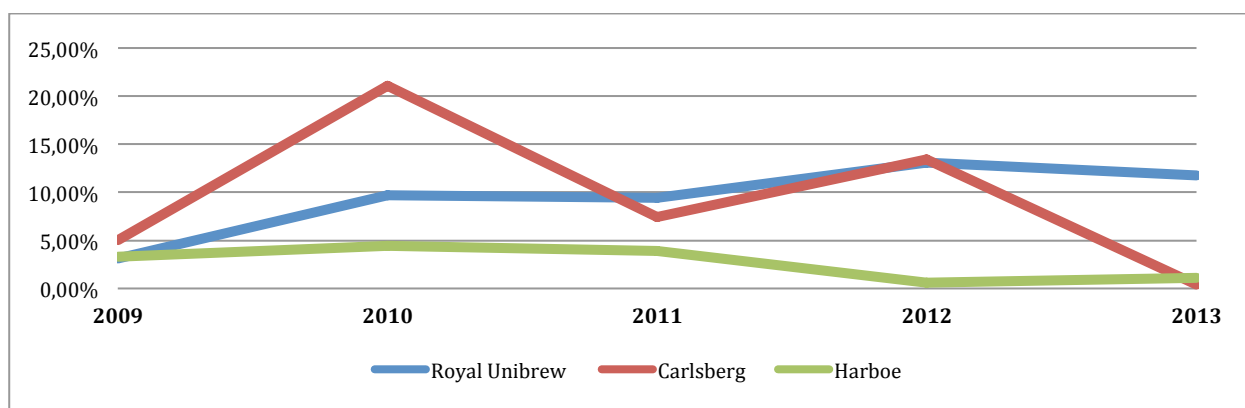
Ligesom egenkapitalens forrentning kan afkastningsgraden dekomponeres yderligere. Afkastningsgraden påvirkes enten via indtægt- og omkostningsforholdet eller via en bedre udnyttelse af den bundne kapital. Disse to forhold kan analyseres overskudsgraden og nettodriftsaktivernes omsætningshastighed. For at kunne gå dybere i analysen af disse nøgletal, er der udarbejdet en trendanalyse samt en common size analyse, der fremgår af bilag 22. Trendanalysen viser trenden i vigtige driftsposter i analyseperioden, men eftersom trendanalysen ikke giver nogen idé om driftsposternes relative størrelse, er denne suppleret med en common size analyse, der giver indblik i posternes størrelse som en procentdel af nettoomsætningen [Petersen & Plenborg, 2005; s. 107-111].

Overskudsgrad

Overskudsgraden beskriver indtægts- og omkostningsforholdet. Jo højere en overskudsgrad en virksomhed har, desto mere attraktiv er virksomheden alt andet lige.

I Royal Unibrew har overskudsgraden jf. figur 6.3 været meget stabil fra 2010 til 2013, hvor den har svinget mellem 9-13 %¹³. Den øget overskudsgrad fra 2009 til 2010 fra 3,12% til 9,71% skyldes jf. common size og trendanalysen til dels et fald i produktionsomkostninger, der i perioden er faldet med 11 procentpoint, hvilket blandt andet er et resultat af faldende råvarepriser i denne periode jf. bilag 13. Derudover faldt afskrivningerne i samme periode med 14 procentpoint, hvilket giver god mening eftersom den investeret kapital i perioden er reduceret, hvilket har påvirket overskudsgraden positivt.

Figur 6.3 – Overskudsgrad efter skat



Kilde: Egen tilvirkning

Det moderate fald i overskudsgraden fra 2010 til 2011 skyldes primært et fald i nettoomsætningen på 9 procentpoint, der primært var et resultat af Royal Unibrews frasalg af deres polske aktiviteter i 2010. Korrigeret for frasalget var nettoomsætningen på niveau med 2010. Det moderate fald i overskudsgraden fra 2012 til 2013 var et resultat af opkøbet af Hartwall, hvor profitmarginen har været på et

¹³ Se resultater i bilag 20

lavere niveau. Faldet forventes på kort sigt bremset, når nye indkøbs synergier begynder at slå igennem.

Sammenlignet med konkurrenterne har Royal Unibrew klaret sig væsentligt bedre end både Harboe og Carlsberg, hvor især Carlsbergs overskudsgrad i perioden har svinget meget delvis på grund af konflikten med Coop Danmark samt et usikkert russisk marked.

Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden af nettodriftsaktiverne fortæller noget om virksomhedens udnyttelse af den investeret kapital. En høj omsætningshastighed er positiv for en virksomhed, da dette betyder, at den har bundet kapital i driftsaktiver i kortere tid. En omsætningshastighed på 1,46 betyder, at virksomheden har bundet kapital i driftsaktiverne i 250 dage¹⁴. I Royal Unibrew har omsætningshastigheden jf. tabel 6.3 udviklet sig positivt fra 2009 til 2012, hvor omsætningshastigheden er steget med næsten 29% svarende til en reduktion af penge bundet i den investeret kapital med 55,9 dage.

Tabel 6.3 – Nettodriftsaktivernes omsætningshastighed

OMH på nettodriftsaktiver	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	1,46	1,68	1,70	1,88	1,44
Carlsberg	0,57	0,59	0,59	0,61	0,60
Harboe	1,93	1,58	1,59	1,54	1,69

Årsagen til den forbedrede kapitalbinding kan primært tilskrives en forbedret kapitalbinding i de materielle anlægsaktiver og i nettoarbejdskapitalen. Nettoarbejdskapitalen er forbedret ved at reducere antallet af lagerdage og debitordage, hvilket er vurderet ud fra de reduceret lagerbeholdninger og tilgodehavender i perioden. En del af faldet i lagerbeholdning og tilgodehavenderne kan tilskrives frasalget af tre caribiske bryggerier og en sammenlægning af Royal Unibrews resterende polske aktiviteter med den polske bryggerivirksomhed Van Pur S.A.

Faldet i omsætningshastigheden fra 2012 til 2013 er primært drevet af en opskrivning af de immaterielle aktiver forbundet med opkøbet af Hartwall, der er steget procentuelt mere end den øget nettoomsætningen.

Sammenlignes Royal Unibrews omsætningshastighed med deres konkurrenters, er den væsentlig bedre end Carlsberg, der i hele den analyseret periode har en del længere kapitalbindingsperioder. Grunden hertil skal primært findes i Carlsbergs intense konsolidering i branchen gennem opkøb af flere bryggerier, der har resulteret i store immaterielle aktiver, som kunstigt har øget den investeret kapital uden at genere omsætning, der svarer til denne stigning.

¹⁴ Beregning: 365 dage på et år / omsætningshastighed på 1,46 = 250 dage

I Harboe har nettodriftsaktivernes omsætningshastighed i både 2009 og 2013 ligget på et højere niveau end Royal Unibrews, hvilket fint stemmer overens med deres konkurrencestrategi, der fokuserer på salg til discountmarkedet og private label. Med denne strategi følger der et fokus på omkostningsminimering og salg af store mængder til lave priser, hvorfor en høj omsætningshastighed er nødvendig.

7. Budgettering

Budgetteringen er en væsentlig del af værdiansættelsen af Royal Unibrew eftersom virksomhedens fremtidige performance er bestemmende for den estimeret værdi af virksomheden.

Den strategiske analyse, rentabilitetsanalysen, risikoanalysen og vækstanalysen udarbejdet i afsnit 4-7 danner grundlag for de nødvendige antagelser og budgetforudsætninger i udarbejdelsen af budgetteringen, der fremgår af bilag 23. Budgetforudsætningerne giver et indblik i trenden og niveauet for de finansielle værdidriver, der bruges til at lave estimer af indtjeningen i Royal Unibrew [Petersen & Plenborg, 2012; s. 177].

Til udarbejdelsen af budgettet findes der forskellige fremgangsmåder, hvor en af metoderne er en linjepost tilgang, hvor hver enkelt regnskabspost budgetteres uden reference til det forventede aktivitetsniveau [Petersen & Plenborg, 2012; s. 174-175]. Denne metode er ofte fortrukket, såfremt intern information er til rådighed, men eftersom specialet udelukkende er bygget op omkring offentlig tilgængelig information, vil budgettet udarbejdes ud fra aggregerede værdidriver.

7.1 Budgetperiode

Inden budgetteringsprocessen påbegyndes er det nødvendigt at fastlægge en budgetperiode, der skal danne ramme for budgetteringen. Teoretisk set er værdiansættelsesmodeller baseret på uendelige pengestrømme, der neddiskonteres. Det er naturligvis ikke muligt at forudsige hele virksomhedens fremtidige pengestrømme, hvorfor budgetperioden forkortes til en periode der med rimelighed vil kunne budgetteres ud fra den information, der er samlet i den strategiske analyse og i regnskabsanalysen. Budgetperiodens længde bestemmes ligeledes ud fra de markedsforhold, der gør sig gældende i branchen, herunder markedsvæksten, konkurrenceintensiteten og virksomhedens eventuelle ekspansionsplaner. Herudover bør budgetperiodens længde tage højde for, at perioden der budgetteres ikke er en periode, hvor virksomheden har overnormal salgsvækst [Elling og Sørensen, 2005; s. 234-235]. Eftersom Royal Unibrew primært har deres aktiviteter på det Vest- og Østeuropæiske marked, der begge er markedet med moderat vækst, er det rimeligt at vælge en budgetperiode på seks år med en

antagelse om, at vækstraten i alle de budgetterede poster efter denne tidsperiode har nået et steady-state niveau og samtidig tager højde for cykliske ændringer i industrien.

Budgettet opdeles i to perioder - først en eksplicit periode, der går fra 2014-2019 efterfulgt af en terminalperiode, der går fra 2020 og fremefter.

7.2 Fremtidige investeringer

Eftersom budgettet udarbejdes ud fra fremtidige forventninger til markedet og branchen, er det nødvendigt at vurdere, hvorvidt Royal Unibrew har investeringsplaner for fremtiden, der kan påvirke virksomhedens cash flow. Royal Unibrews strategi har de seneste år været at udvikle deres produkter og brand og udelukkende fokusere på deres nuværende markeder. Efter virksomhedens vanskelige år i 2008, har virksomheden de seneste fem år gradvist formået at effektivisere deres produktions- og distributionssystem, hvilket har styrket koncernens cash flow, der har muliggjort opkøbet af Hartwall i 2013.

Selvom at nettoomsætningen i Royal Unibrew efter 2008 har været faldende og vækstpotentialet på det Vest- og Østeuropæiske marked er henholdsvis stagnerende og moderat, hvilket taler for yderlige opkøb i bestræbelserne på at opnå vækst, er det vurderet, at sandsynligheden for nye opkøb i den nærmeste fremtid er usandsynlige. Denne vurdering bygges på, at der i afsnit 5.2 blev skrevet, at bryggeribranchen er så konsolideret, at det er svært at finde nye strategiske match, og ligeledes på en udtalelse fra virksomhedens administrerende direktør, Henrik Brandt, om en ønsket gældsnedbringelse de kommende år.

7.3 Budgetteringens værdidriver

I de følgende delafsnit uddybes de værdidriver, der i budgetteringen vil blive prognosticeret baseret på de fundne konklusioner i den strategiske analyse og den historiske regnskabsanalyse. Det første af regnskabsårene i den eksplicite periode, 2014, vil yderligere understøttes af 1. halvårsregnskab for indeværende år

7.3.1 Omsætningsvækst

Omsætningsvæksten udtrykker en forventning til afsætningen og salgspriserne. Der vil foretages en separat vurdering af de faktorer der påvirker omsætningsvæksten på det Vest- og Østeuropæiske marked samt på det malt- og oversøiske marked, da disse markeder jævnfør den strategiske analyse adskiller sig fra hinanden. Vurdering vil udmunde sig i et samlet estimat for omsætningsvæksten i den enkelte periode. Royal Unibrew har i perioden 2009-2013 oplevet en gennemsnitlig organiske omsæt-

ningsvækst på 2%, der har været drevet af forskellige faktorer. Efter opkøbet af Hartwall i 2013 er omsætningsvæksten steget til 31%, hvoraf den organiske vækst i 2013 udgjorde 11%.

I 2014 er omsætningsvæksten efter første halvår omtrent 1% højere end 2013-niveau efter første halvår. Omsætningsvæksten vurderes i hele den eksplicitte periode at være faldende, og vil fra 2019 forventes at ligge på et stabilt niveau omkring 3,0%, da det er urealistisk at Royal Unibrew på længere sigt vil fortsætte med at præstere bedre end den generelle markedsvækst. Yderligere argumentationen for den budgetteret omsætningsvækst følger nedenfor.

Vesteuropæiske marked

Det Vesteuropæiske marked der i 2014 udgør 40% af nettoomsætningen i Royal Unibrew er et marked, der jævnfør den strategiske analyse står overfor nogle vækstmæssige udfordringer. Nettoomsætningen er i gennemsnit steget med 1% fra 2009-2013, hvilket primært er drevet af en omsætningsstigning på 9% fra 2012-2013 som et resultat af det ekstraordinære gode sommervejr i 2013.

Faktorer der påvirker omsætningsvæksten fremadrettet på det Vesteuropæiske marked kan opdeles i positive og negative faktorer:

Negative faktorer:

- BNP i Danmark og Italien er fortsat præget af udsigten til svage vækstforhold jf. bilag 5, hvorfor det Vesteuropæiske marked i den strategiske analyse blev klassificeret som modent. Det forventes, at nulvæksten i Italien forbedres fra 2015 til et moderat niveau.
- Det danske marked har jf. bilag 12 haft et faldende ølforbrug pr. indbygger
- Carlsberg har igen fået genetableret samarbejdet med Coop Danmark og vil formodentlig genvinde tabte markedsandele

Positive faktorer:

- Afgiftslettelser medfører alt andet lige en stigning i ølforbruget i Danmark, men vil samtidig påvirke den tyske grænsehandel salg negativt.
- Succesfuld markedsføring og lancering af nye produkter samt nye licensaftaler med PepsiCo og Heineken og ny kontrakt med Tivoli i forbindelse med afholdelse af fredagsrock.

Østeuropæiske marked

Dette segment er vokset betydeligt efter opkøbet af Hartwall, og udgør i 2014 49% af nettoomsætningen. Segmentet har både positive og negative udsigter. De positive tendenser skal findes i de balti-

ske lande, hvor landenes BNP vidner om et potentiale for vækst fremadrettet, hvilket fremgår af bilag 5. Royal Unibrew er derimod udfordret på det finske marked, hvor den økonomiske vækst i Finland i 2014 forventes negativ.

Faktorer der påvirker omsætningsvæksten fremadrettet på det Østeuropæiske marked kan ligeledes opdeles i positive og negative forhold.

Negative faktorer:

- Makroøkonomiske udfordringer i Finland, hvor væksten de seneste tre år har været negativ, hvilket har medført forbrugertilbageholdenhed
- Afgiftsstigning pr. 1 januar 2014 – afgiften på alkohol er en af de højeste i verden og forventes at påvirke salget i negativ retning indtil terminalperioden.
- Hård konkurrence på det finske marked fra Carlsbergs Sinebrychoff og Olvi Oyj
- Faldende befolkningsvækst i de baltiske lande frem mod 2060.

Positive faktorer

- Større økonomisk købekraft i de baltiske lande
- Royal Unibrews ledelseskompetencer implementeres i Hartwall
- Nettoomsætningen steg i 2013 med 13% i de baltiske lande, hvilket giver en indikation om et stort potentiale

Malt –og oversøiske marked

Segmentet udgør i 2014 blot 7% af koncernens samlede nettoomsætning. Markedet kan være svært at forudsige, da dette både inkludere salg til Caribbean og Afrika, der er vidt forskellige markeder. Royal Unibrew selv spår dette segment et stort vækstpotentiale, hvilket også understreges af en organisk omsætningsvækst på 21% i 2013.

Med investeringen i opbygning af nye markeder og salgsorganisationer forventes dette markedssegment, at bidrage positivt til omsætningsvæksten fremadrettet.

7.3.2 EBITDA-margin

I prognosticeringen af EBITDA-marginen vil den generelle forventning til Royal Unibrews driftsomkostninger, herunder produktions-, administrations og salgs- og distributionsomkostninger kort vurderes.

EBIDTA-marginen er følsom over for udviklingen i råvarepriser. Råvarepriserne lå i september 2014 på et meget lavt niveau sammenlignet med 2009 jf. bilag 6, men set over en længere periode på 30 år, ligger råvarepriserne i september 2014 omkring gennemsnittet, hvorfor forventningen til råvarepriserne i budgettet vil være, at priserne vil svinge omkring dette gennemsnit.

Driftsomkostningerne har i første halvår af 2014 ligget på et væsentligt højere niveau sammenlignet med samme periode i 2013. Årsagen hertil er primært omkostninger i forbindelse med integrationen af opkøbte Hartwall.

Andre faktorer der har indvirkning på EBIDTA-marginen i Royal Unibrew er angivet neden for:

Negative faktorer:

- Større distributionsomkostninger til malt- og oversøisk marked eftersom eksport af produkter til disse markeder øges
- Mulige markedsføringsforbud i Østeuropæiske lande
- Stigende konkurrenceintensitet i bryggeribranchen efter mange konsolideringer, hvilket kræver stort fokus på effektiv produktion og distribution for at holde priserne konkurrencedygtige
- priskonkurrencen på on-trade marked er intensiveret på det italienske marked, hvilket skader premium segmentet
- Supermarkeders konsolidering svækker Royal Unibrews forhandlingskraft i off-trade segmentet

Positive faktorer:

- Effektivisering af produktion og administration i Hartwall
- Økonomisk fremgang i de baltiske lande
- Større økonomisk velstand på malt- og oversøiske markeder
- Afgiftslettelser på det danske marked

Ud fra disse faktorer forventes det, at EBIDTA-marginen i 2014 falder fra 18% til 17%, og derefter gradvist øges fra 2014 til 2020 til 20%. Argumentationen for en øget EBIDTA-margin er en vellykket integration af Hartwall, der jf. Royal Unibrews egen udmelding går hurtigere end forventet. Effektiviseringer i produktionen samt i distributionsstrukturen forventes fortsat at være et stort fokusområde i Royal Unibrew i bestræbelserne på at fastholde deres markedsandele i en konkurrenceintensiv branche. Derfor synes en moderat stigning i EBITDA-marginen rimelig på baggrund af en forventet moderat omsætningsvækst og driftsomkostninger der forventes stabile.

7.3.3 Afskrivninger

De immaterielle aktiver består primært kun af goodwill og varemærker, hvilket er poster, der hvert år gennemgår nedskrivningstest. Eftersom goodwill og varemærker af Royal Unibrew er vurderet til at have en udefinerbar levetid afskrives der ikke på disse poster.

Afskrivninger på de materielle aktiver har i den historiske periode fluktueret mellem 6-11%. Eftersom kendskabet til afskrivninger i Hartwall ikke kendes, er det svært at prognosticere afskrivningerne fremadrettet. Derfor vil afskrivningerne vurderes ud fra den historiske periode, til at udgøre en konstant procentdel af de materielle aktiver i den eksplicitte periode og terminalperioden. Den konstante procentdel bestemmes som gennemsnittet af den historiske periode til at være 9%.

7.3.4 Skattesats

Den anvendte skattesats i værdiansættelsen har været den danske selskabsskat. Derfor tages der udgangspunkt i den danske selskabsskat i den budgetteret periode. Selskabsskatten har i hele den historiske regnskabsperiode været på 25%. I 2014 sænkes selskabsskatten til 24,5%, mens den i 2015 sænkes yderligere til 23,5% og fra 2016 og resten af den eksplicitte periode samt terminalperioden vil selskabsskatten udgøre 22%[Skat].

7.3.5 Immaterielle og materielle aktiver

Royal Unibrew har vurderet, at værdien af de immaterielle aktiver kan fastholdes i en udefinerbar periode. I 2013 blev goodwill og varemærker opskrevet med 2,3 milliarder kroner, der er knyttet til potentielle synergier ved opkøbet. Der foreligger intet grundlag for at nedskrive de immaterielle aktiver i den eksplicitte periode, hvorfor det vurderes, at disse holdes konstant i hele perioden.

Royal Unibrew forventer årlige investeringer omkring 4-6% af nettoomsætningen afhængig af behovet for vedligeholdelses- og effektivitetsinvesteringer eller kapitalbestemte investeringer[Royal Unibrew årsrapport, 2013; s. 11].

Efter opkøbet af Hartwall vurderes det, at der i den eksplicitte periode ikke foretages yderligere kapitalbestemte investeringer, og derfor forventes de årlige investeringer udelukkende at tilgå vedligeholdelse og effektivitetsforbedringer – investeringer der vurderes at udgøre 4% af nettoomsætningen.

I takt med at Hartwall integreres i Royal Unibrew, forventes det at forholdet mellem nettoomsætningen og de materielle aktiver forbedres ved nedbringelse af de aktiver, der overlapper nuværende materielle aktiver i koncernen.

I 2013 frasolgte Royal Unibrew yderligere dele af byggegrunden i Århus til entreprenørvirksomheden A. Enggaard med option på køb af de resterende grunde frem til 2016. Det forventes, at denne option

udnyttes, og derfor nedskrives de materielle aktiver lineært med 6% i 2014 og 6% i 2015¹⁵. De årlige vedligeholdelses- og effektivitetsinvesteringer modvirker delvis faldet i de materielle aktiver fra salget af byggegrundene samt faldet af aktiver som resultat af integrationen af Hartwall.

De finansielle aktiver har i den historiske periode fluktueret i mellem 3-9% af nettoomsætningen, hvor aktiverne i 2013 udgjorde 3% af nettoomsætningen. Det synes rimeligt at antage, at disse aktiver i den eksplicitte periode vil udgøre gennemsnittet af den historiske periode, hvilket er 5%.

7.3.6 Nettoarbejdskapital

Efter opkøbet af Hartwall i 2013 har forholdet mellem de forskellige komponenter af nettoarbejdskapitalen og nettoomsætningen ændret sig markant. I 2012 var forholdet mellem nettoarbejdskapitalen og nettoomsætningen 9%, mens dette forhold efter opkøbet af Hartwall er 28%. Ud fra første halvårsregnskab i 2014, er driftsgælden steget væsentlig mere end omsætningsaktiverne, hvilket medvirker til en forventning om, at nettoarbejdskapitalen i 2014 vil stige yderligere til 30%. I den strategiske analyse blev det vurderet, at en stærkere konsolideret detailhandel giver supermarkedskæderne en større forhandlingsstyrke og på den måde bedre handelsvilkår, hvorfor det forventes at debitor dagene i den eksplicitte periode stiger.

På den anden side vil en vellykket integration, der efter planen går hurtigere end forventet, vurderes at forbedre forholdet mellem nettoarbejdskapitalen og nettoomsætningen gradvist i den eksplicitte periode således, at Royal Unibrew vil kunne fastholde samme niveau som i 2013 på 28%.

7.3.7 Nettorentebærende gæld

Fra 2009-2012 har Royal Unibrew nedbragt deres nettorentebærende gæld fra at finansiere 59% af den investeret kapital til at finansiere 20%. Efter opkøbet af Hartwall, der delvist blev finansieret ved optagelse af ny gæld steg den nettorentebærende gæld igen til 53% gæld til finansiering af den investeret kapital.

Royal Unibrews målsætning er at nedbringe denne gæld, hvorfor al dividende udbetaling er stoppet til og med 2015 samt koncernens aktietilbagekøbsprogram er sat på standby for at kunne anvende driftsoverskuddet på at nedbringe gælden. Endvidere forventes det, at byggegrundene i Århus er solgt ved ultimo 2016, hvilket frigør yderligere likvide midler til gældsnedbringelsen.

Allerede i første kvartal af 2014 er gælden nedbragt med 334 millioner kroner, hvilket svarer til en procentuel gældsnedbringelse på 14%.

¹⁵ Projektejendomme udgør 12 % af de samlede materielle aktiver i 2013

Det forventes, at Royal Unibrew på længere sigt vil have nedbragt deres nettorentebærende gæld til et niveau der mere end tilfredsstillende deres egen målsætning om en gældssætning på maksimalt 2,5 gange EBITDA. Derfor prognosticeres det, at den nettorentebærende gæld over den eksplicitte periode er nedbragt til 40%, hvor nedbringelsen de første to år af perioden er størst med dividendestoppet og salget af bryggegrundene som årsag hertil.

7.4 Budgetkontrol

Et vigtigt skridt i budgetteringsprocessen er at evaluere på rimeligheden af de budgetestimer, der er lavet. Til dette formål vil der blive udregnet to af de profitabilitetsnøgletal, der blev udregnet i regnskabsanalysen for den historiske periode, hvilket fremgår af tabel 7.1.

Tabel 7.1- Budgetkontrol

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Afkastningsgrad efter skat	9,55%	11,45%	12,86%	13,81%	14,80%	15,92%	16,42%
Overskudsgrad efter skat	8,89%	9,91%	10,57%	10,96%	11,42%	11,95%	11,95%

Sammenlignet med de historiske rentabilitetsnøgletal ligger både afkastningsgraden og overskudsgraden inden for det interval nøgletallene har ligget inden for i den historiske periode, hvorfor estimerne ikke er urealistiske bedømt på den historiske regnskabsperiode.

8. Værdiansættelse

På baggrund af budgettet for Royal Unibrew er det nu muligt at udføre selve værdiansættelsen af virksomheden. Der findes en række forskellige metoder til udarbejdelse af en værdiansættelse, der kan inddeles i fire overordnet kategorier. Der er de kapitalværdibaseret metoder, de relative værdiansættelsesmetoder, likvidationsmetoden og realoptionsmodellerne, hvor de to sidstnævnte metoder ikke vil blive nævnt yderligere i dette speciale.

Den ideelle værdiansættelsesmetode bør opfylde fire kriterier, der er unbiased estimer, realistiske antagelser, brugervenlighed, og forståelige output. Til værdiansættelsen af Royal Unibrew, vil der blive taget udgangspunkt i den kapitalværdibaseret værdiansættelsesmetode Discounted Cash Flow herefter DCF. DCF-metoden er den mest udbredte værdiansættelsesmetode af praktikere og teoretikere, da denne metode skaber en struktureret analyse af den værdiansatte virksomhed [Petersen & Plenborg, 2012; s. 211]. DCF-metoden anses ligeledes som værende en metode, der giver unbiased estimer, såfremt modellens antagelser ift. at al overskydende likviditet i virksomheden udbetales som dividende eller reinvesteres, således cash flow prognoserne overholder de underliggende antagelser for DCF-

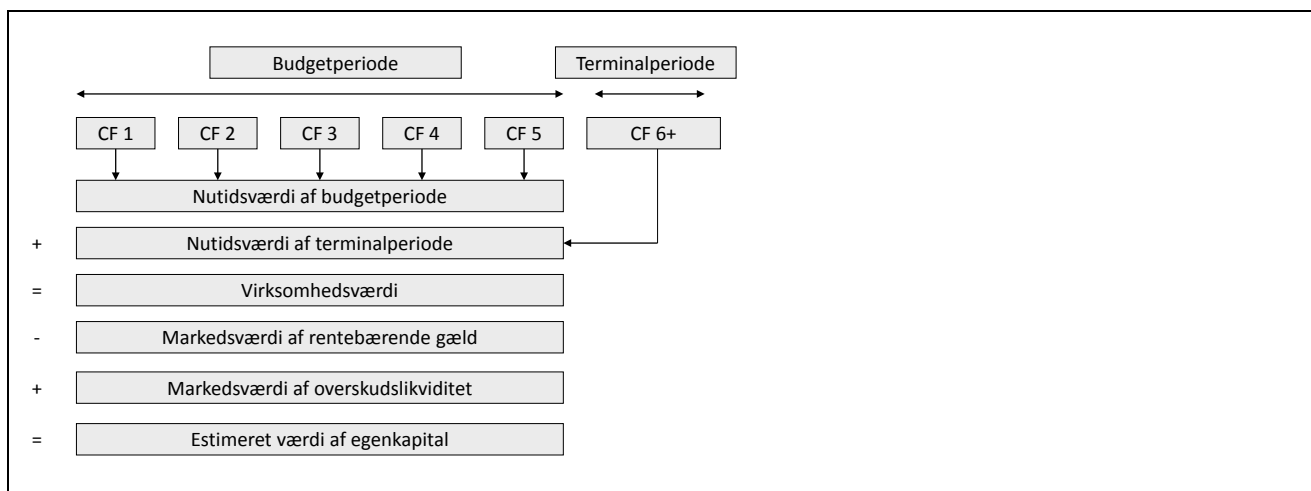
metoden. Denne forudsætning betragtes som rimelig at antage, da ledelsen i en virksomhed ofte er under pres ift. at udbetale den overskydende likviditet som dividende eller ved tilbagekøb af aktier [Petersen & Plenborg, 2012; s. 219].

DCF-metoden er umiddelbart en meget tidskrævende værdiansættelsesmetode og outputtet fra metoden giver ikke nogen intuitiv forklaring på, hvorfor værdiestimerne afviger fra den bogførte værdi af egenkapitalen. Grunden til at DCF-metoden alligevel anvendes er, at metoden tvinger analytikeren til at sætte sig grundigt ind i virksomhedens interne og eksterne forhold for at kunne vurdere virksomheds fremtidige indtjeningspotentiale.

8.1 Introduktion til DCF-modellen

Selve essensen i DCF-metoden, der fremgår af figur 8.1, er at Royal Unibrew værdiansættes på baggrund af en tilbagediskontering af nutidsværdien af virksomhedens fremtidige cash flows for en given budgetperiode. Dertil tillægges nutidsværdien af cash flows i terminalperioden, der afspejler virksomhedens restlevetid. For at få den estimeret værdi af egenkapitalen fratrækkes markedsværdien af den rentebærende gæld fra enterprise value og markedsværdien af den overskydende likviditet tillægges. Tanken bag DCF-metoden er, at det frie cash flow der genereres over tid, vil give en værdiforøgelse til ejer og långiver [Bisgaard & Kjerulf m.fl., 2004; s. 105-107].

Figur 8.1 – To-periodisk DCF model



Kilde fagligt notat, 2002; s. 45

Den generelle DCF formel kan videre udtrykkes som i figur 8.2. Her er den indirekte metode fortrukket, da denne beregner hele virksomhedens værdi fremfor kun at beregne værdien af egenkapitalen som i den direkte cash flow metode. Ydermere holdes ændringer i de nettofinansielle forpligtigelser uden for beregningen af det frie cash flow i den indirekte metode, hvorfor de anvendte cash flow i værdiansættelsen udelukkende er driftsrelateret. I den indirekte cash flow metode antages det, at

Royal Unibrew anvender en konstant vægtet kapitalomkostning, WACC, som diskonteringsrente[Elling & Sørensen, 2005; s. 54-55]

Figur 8.2 – DCF formel

$$\text{Enterprise value} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

hvor :

$FCFF_t$ = free cash flow to the firm in time period t

WACC = weighted average cost of capital

n = antal budgetteret år

g = vækstrate

Kilde: Petersen & Plenborg, 2012; s. 216

Forklaring og udregninger til formelen vil ske gradvist i udarbejdelsen af værdiansættelsen, men inden formelen kan løses skal en række afgørende variabler estimeres. De variabler der skal estimeres, er markedets risikopræmie, ejernes afkastkrav, fremmedkapitalomkostning efter skat samt en betaværdi, der i de efterfølgende afsnit vil blive beregnet og forklaret nærmere.

8.2 WACC

WACC, der er den anvendte diskonteringsrente i den indirekte DCF-metode er en væsentlig faktor i værdiansættelsen. Estimering af WACC er kompleks, hvorfor det ofte er nødvendigt at foretage nogle forenklede antagelser og af den grund er WACC-beregningen ikke nogen eksakt videnskab[Fagligt notat, 2002; s. 49]. WACC afspejler den rente Royal Unibrews interessenter kræver som kompensation for at bære den risiko, der er forbundet med at investere i virksomheden[Petersen & Plenborg, 2012; s. 244-246]. Dette afkastkrav skal estimeres som et vægtet gennemsnit af alle Royal Unibrews kapitalindskyders afkastkrav. Der foreligger ingen information i Royal Unibrews årsrapporter, der giver anledning til at tro, at virksomheden har andre finansieringskilder end egenkapital og simpel gæld, derfor vil WACC i denne værdiansættelse beregnes ud fra formelen i figur 8.3

Figur 8.3 – WACC formel

$$WACC = \frac{NIBD}{(NIBD + E)} * r_d * (1 - t) + \frac{E}{(NIBD + E)} * r_e$$

hvor :

$WACC$ = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

E = markedsværdi af egenkapitalen

$NIBD$ = markedsværdi af nettofinansielle forpligtigelser

r_e = ejernes afkastkrav

r_d = finansielle omkostninger efter skat

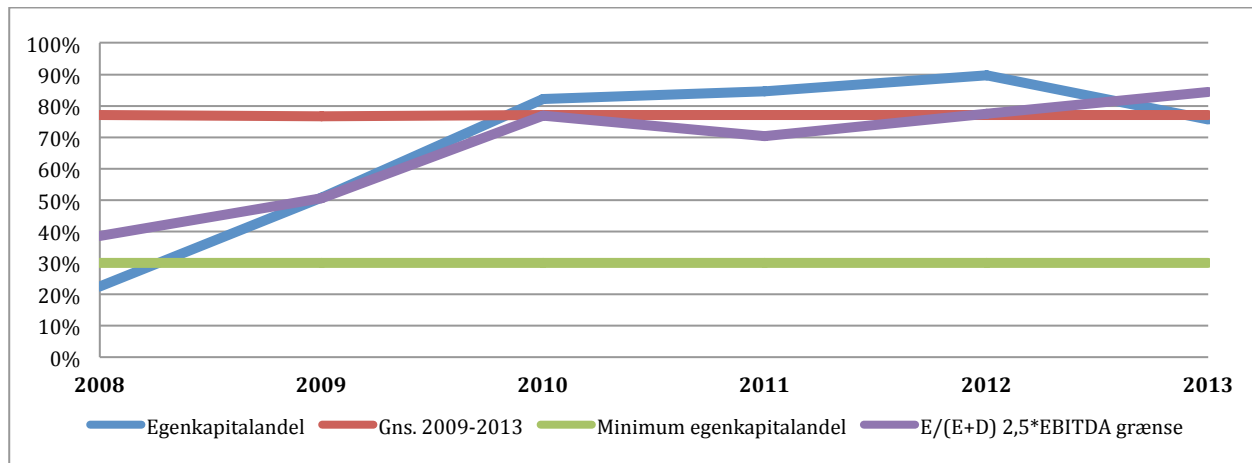
Kilde: Petersen & Plenborg, 2012; s. 246

8.2.1 Kapitalstrukturen

Det er de færreste virksomheder, der har et klart mål for sammensætningen af deres kapitalstruktur. Målsætningen for Royal Unibrew er, at den nettorentebærende gæld maksimalt skal udgøre 2,5 gange EBITDA samt at opretholde en egenkapitalandel på minimum 30% [Royal Unibrew årsrapport, 2012; s. 12]. Der er altså ikke nogen fast target-kapitalstruktur i Royal Unibrew, der stræbes arbejdes efter at opfylde, men kun en retningslinje for et ønsket niveau. Estimeringen af kapitalstrukturen i Royal Unibrew fremadrettet er derfor en vanskelig opgave for en ekstern analytiker.

I praksis antages der i stedet ofte en konstant kapitalstruktur, hvor det antages, at gælden rebalanceres en gang pr. periode, således kapitalstrukturen holdes konstant. Argumentet for denne antagelse er, at der kun sker mindre ændringer af kapitalstrukturen over længere tid [Børsen ledelseshåndbøger, 2004].

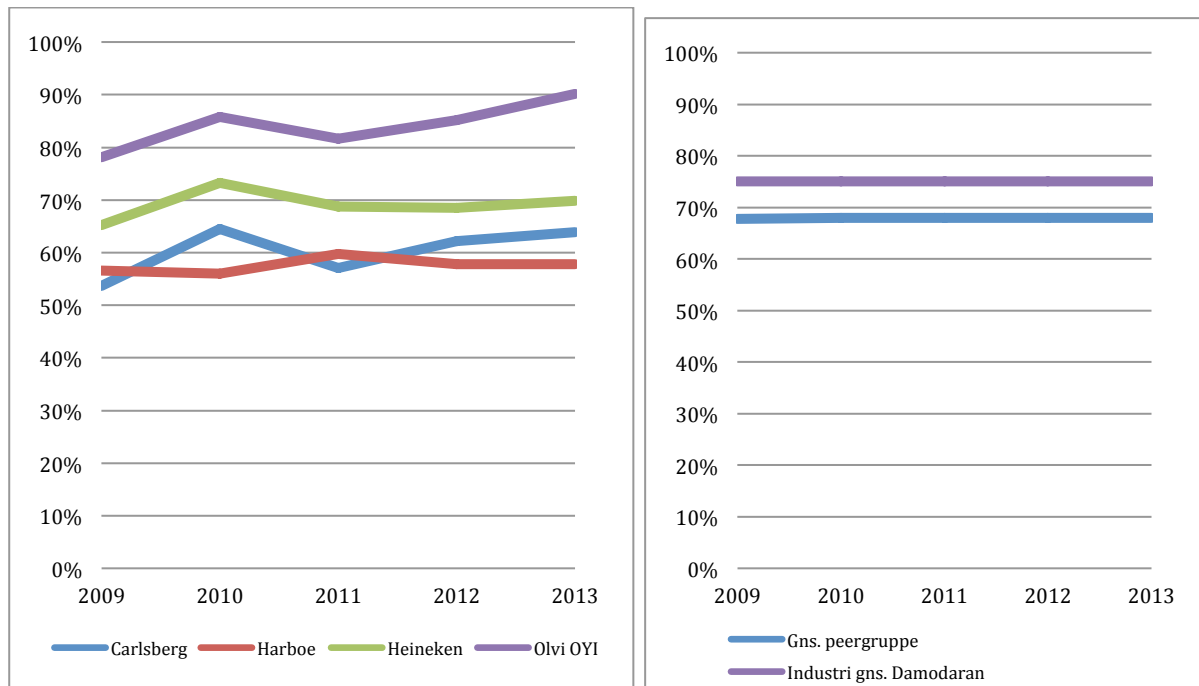
Kapitalstrukturens vægte bør beregnes ud fra markedsværdier. Endvidere bør kapitalstrukturen teoretisk set tilpasses løbende, således den hele tiden afspejler Royal Unibrews faktiske kapitalstruktur. Markedsværdier af den nettorentebærende gæld er ikke kendt, og derfor benyttes den bogførte værdi som approksimation for den nettorentebærende gæld [Børsen ledelseshåndbøger, 2004]. Ligeledes er den faktiske markedsværdi af egenkapitalen ukendt, da det antages, at markedsværdien af denne ikke eksisterer, da formålet med hele vurderingsprocessen i specialet er at finde frem til den sande markedsværdi af egenkapitalen. Derfor vil egenkapitalen indledningsvis approksimeres ud fra den eksisterende markedsværdi af Royal Unibrew ud fra antallet af udestående aktier og den aktuelle aktiekurs ultimo året.

Figur 8.4 – Royal Unibrews egenkapitalandel

Kilde: Bloomberg (se excel-ark Royal Unibrew)

Som det fremgår af figur 8.4, har kapitalstrukturen i Royal Unibrew ændret karakter i den analyserede periode. Fra 2008 til 2013 er Royal Unibrew overgået fra primært at være finansieret af fremmedkapital til i højere og højere grad at være finansieret gennem egenkapital. Årsagen til ændringen skyldes dels den stødt stigende aktiekurs og dels en større gældsnedbringelse efter 2008. Faldet på ca. 15 procentpoint i egenkapitalandelen fra 2012 til 2013 skyldes opkøbet af Hartwall, der delvist blev finansieret ved optagelse af ny gæld.

Eftersom kapitalstrukturen ovenfor er estimeret ud fra markedsværdien af egenkapitalen som proxy for den sande egenkapital opstår der i specialet en cirkulær afhængighed, hvilket compromitter ønsket om at udfordre den på skæringsdatoen anslået markedsværdi af egenkapitalen. For at minimere potentielle fejlestimeringer vil den langsigtet kapitalstruktur bestemmes ud fra en sammenligning af Royal Unibrews peergruppes kapitalstrukturer, der fremgår af figur 8.5 tv. og et industrigennemsnit beregnet på baggrund af 15 offentlig handlet europæiske bryggerivirksomheder og Royal Unibrews estimeret kapitalstruktur fra 2009-2013, der fremgår af figuren 8.5 th.

Figur 8.5 – Egenkapitalandel i peergruppe tv. Peergruppe gns. og industri gns. th.

Kilde: Bloomberg & Damodaran (se Excel ark "Royal Unibrew")

Det antages, at peergruppen har en risikoprofil der er sammenlignelig med Royal Unibrews, da alle selskaber arbejder inden for samme branche og påvirkes af de samme markedsforhold.

Den langsigtet kapitalstruktur beregnes hermed til at udgøre en egenkapitalandel på 73% og en gældssandel på 27%.

8.2.2 Ejernes afkastkrav

Udover kapitalstrukturens vægte skal ejernes afkast krav estimeres. Ejernes afkastkrav estimeres ved brug af Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), der fremgår af figur 8.6. Afkastkravet forklares ved den risikofrie rente tillagt aktivets variation med markedsporteføljen multipliceret med en markedsrisikorisikopræmien.

Figur 8.6 – CAPM

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m + r_f)$$

hvor :

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofrie rente

β_e = Systematisk risiko på egenkapital

r_m = afkastkrav på markedsporteføljen

kilde: Petersen & Plenborg, 2012; s. 249

CAPM er på grund af dens lave kompleksitet den hyppigst anvendte model til estimeringen af ejernes afkastkrav. Dette er årsagen til valget af denne model fremfor Fama-French tre-faktors-model, og Arbi-

trage Pricing Theory. Den primær forskel på de tre modeller er, hvordan en akties risiko defineres. Jf. CAPM defineres risikoen på en aktie ud fra aktiens følsomhed over for aktiemarkedet, mens en akties risiko jf. Fama-French defineres som aktiens følsomhed over for tre porteføljer, der er aktiemarkedet, en portefølje baseret på selskabsstørrelse, og en portefølje baseret på en sammenligning af et selskabs bogførte værdi med dennes markedsværdi. Arbitrage Pricing Theory, er en generalisering af Fama-French modellen og bygger på, at en akties faktisk afkast genereres af et ukendt antal faktorer og tilfældig støj[Koller mfl, 2010; s. 256]. De to sidstnævnte modeller er ikke særlig udbredt i praksis, og selvom CAPM har været kritiseret for dens simplificering er denne model foretrukket.

Den grundlæggende idé bag CAPM er, at investorer ved at holde en bred portefølje af aktier kun betaler for den systematiske risiko, der ikke kan bortdiversificeres. Antagelserne bag modellen er, at investorerne er risikoaverse dvs. de minimerer variansen på porteføljeafkastet givet det forventede afkast, og de maksimerer forventet afkast givet variansen. Det antages ligeledes, at der ikke eksisterer kortsalgsrestriktioner, transaktionsomkostninger eller skatteomkostninger, som følge af køb eller salg af aktiver. Investorerne antages at have homogene forventninger til fremtidige afkast og risiko. Endvidere antages en risikofri rente, til hvilken alle investorerne ubegrænset kan låne og udlåne.

Risikofrie rente

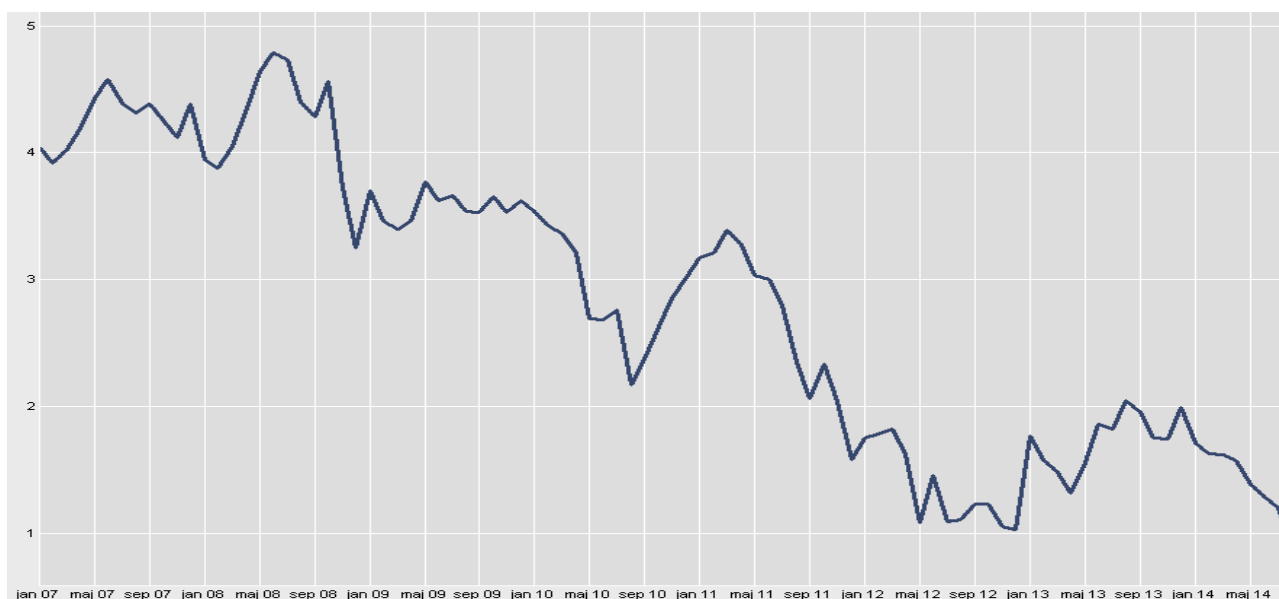
Den risikofrie rente defineres ved den rente en investor vil kunne opnå ved en risikofri investering[Petersen & Plenborg, 2012; s. 249]. Den risikofrie rente er ikke mulig at observere direkte på markedet, og den er derfor nødvendig at approksimere. Teoretisk set er det bedste estimat af den risikofrie rente, det forventede afkast på en nul-beta-portefølje, men på grund af omkostningerne og problemerne med at konstruere en sådan portefølje, er denne metode dumpet i praksis[Petersen & Plenborg, 2012; s. 249].

En derfor ofte anvendt proxy for den risikofrie rente er renten på den mellemlange statsobligation. Teoretisk set er statsobligationer kun anvendelig, hvis sandsynligheden for statens misligholdelse af sine forpligtigelser er minimal. Dette er ikke givet i alle lande, specielt efter gældskrisen i Europa er der opstået usikkerhed omkring sikkerheden af statsobligationer, men i Danmark vurderes de at være relative sikre. Ift. håndteringen af inflationen, er det vigtigt, at den anvendte statsobligation er angivet i den samme valuta som de underliggende cash flows, hvilket i Royal Unibrew er i danske kroner, hvorfor den danske statsobligation anvendes. Statsobligationens varighed bestemmes ud fra obligationens likviditet. En 30-årig statsobligation er ofte mindre likvid end en 10-årig statsobligation og da manglende likviditet i en obligation kan påvirke renten vil den 10 årig-statsobligation foretrækkes. Statsobligationens varighed bør ideelt set matche de prognosticeret cash flow, der diskonteres[Petersen & Plenborg, 2012; s. 249]. Dette er en omfattende proces og kræver tilmed, at kapitalomkostningen kalkuleres for hvert prognosticeret år. Eftersom værdiansættelsen er baseret på DCF-metoden, hvor alle

parametre i terminalperioden antages at være konstante, foretrækkes en enkeltstående obligationsrente.

Den aktuelle effektive rente på en 10-årig statsobligation var jf. figur 8.7 ved skæringsdatoen d. 01.09.2014. på 0,93%. Som vist i figuren er dette renteniveau det laveste i hele perioden fra 2007-2014.

Figur 8.7 – 10-årig dansk statsobligation 2007-2014



Kilde: Danmarks statistik, c

Eftersom WACC antages at være konstant i al fremtid, kan det diskuteres om renteniveauet retvisende afspejler den langsigtede risikofrie rente. Det vurderes, at gennemsnittet af den 10-årige danske statsobligation i den anvendte historiske analyseperiode fra 2009 til ultimo august 2014 vil være en mere valid approksimation for den risikofrie rente. Gennemsnittet for denne periode er 2,61 % og vil være den anvendte risikofrie rente fremadrettet.

Beta-værdien

Ifølge CAPM er ejernes afkastkrav drevet af beta, der måler den systematiske risiko, og er et relativt risikomål holdt op mod markedsporteføljen. Jo højere den systematiske risiko er, desto større afkast kræver ejerne i kompensation for at investere i selskabet. Betaværdiernes betydning kan beskrives ud fra nedenstående:

$\beta = 0$ Risikofri investering

$\beta < 1$ investering med mindre risiko end markedsporteføljen

$\beta = 1$ investering med samme risiko som markedsporteføljen

$\beta > 1$ investering med større risiko end markedsporteføljen

Eftersom beta værdier ikke kan observeres direkte, er det nødvendigt at estimere Royal Unibrews betaværdi. Der er forskellige fremgangsmåder til estimering af betaværdien, hvilket blandt andet indebærer råbeta, rullende beta, industribeta og beta-smoothing. I denne fremstilling, vil industribeta anvendes, da et virksomhedsspecifikt risikoestimat varierer alt for meget over tid til, at betaværdien kan anvendes pålideligt [Koller mfl., 2010; s. 237]. Dette sammenholdt med, at kapitalstrukturen i Royal Unibrew i den analyseret periode har været meget svingende synes det mere validt at beregne beta estimeret på baggrund af peers, der er udsat for samme operationelle risici.

Et af de største kritikpunkter af estimeringen af fremtidig beta er, at beregning af betaværdierne er baseret på historiske data. Dette er problematisk, da historiske afkast ikke med sikkerhed kan forventes at afspejle fremtidige afkast. I denne estimering af beta, antages det alligevel, at de historiske afkast er repræsentative for de fremtidige afkast for at kunne anvende den valgte model.

Frekvensen af målte observationer er ikke uvæsentlig i estimeringen af beta og afhænger som regel af aktiens likviditet. En illikvid aktie medfører ofte en relativ stabil udvikling af aktiernes afkast og dermed en lav volatilitet, hvilket indikerer et lavt betaestimat. Dette afspejler ikke nødvendigvis den underliggende risiko på investeringen i virksomheden, og betaestimatet afspejler ikke den egentlige risiko forbundet med investeringen. Betaværdierne er ikke altid stabile over tid, og mens en ændring i beta bør afspejle en ændring i den underliggende risiko kan den egentlige ændring skyldes et målproblem. Intervallet mellem hver observation har vist sig at have en stor effekt på betaestimatet [Petersen & Plenborg, 2012; s. 253.].

Valget af frekvens er omdiskuteret i litteraturen eftersom resultater baseret på korte frekvenser, daglige eller ugentlige, kan give biased resultater, hvorfor det er problematisk at benytte ugentlig observationer, hvis aktien er illikvid, som dataleverandøren Bloomberg gør. Empiriske undersøgelser viser, at de mest præcise betaestimer opnås ved 5-årige månedlig observationer [Koller mfl, 2010; 248]. Selvom Royal Unibrew aktien vurderes at være relativ likvid, vil betaestimerne hentes fra dataleverandøren Thomson Reuters, hvor betaestimerne er beregnet på baggrund af 60 måneders data, hvilket fremgår af tabel 8.1.

Tabel 8.1 – Unlevered beta for peergruppe

Virksomheder	Unlevered beta
Carlsberg	1,03
Olvi OYI	0,28
Heineken	0,77
Harboe	0,67
Gennemsnit	0,6875

Ud fra beregningen af det gennemsnitlige industribeta kan Royal Unibrews levered beta bestemmes ud fra Hamads ligning:

$$\text{Levered beta} = \text{Unlevered beta} * (1 + (1 - \text{skat}) * \frac{D}{E})$$

Skatten der anvendes til beregning af levered beta er den marginale skattesats¹⁶, mens den langsigtede kapitalstruktur der blev bestemt i tidligere afsnit er benyttet.

$$\text{Levered beta} = 0,6875 * (1 + (1 - 0,22) * \frac{27}{73}) = 0,8858$$

Den anvendte betaværdi i CAPM er på baggrund af det gennemsnitlige industribeta og Royal Unibrews kapitalstruktur på 0,8858, hvilket indikerer, at en investering i Royal Unibrew er forbundet med en mindre systematisk risiko sammenlignet med markedsporteføljen.

Markedsrisikopræmien

En given investor kræver som regel et risikotillæg for at investere i risikobehæftede aktiver frem for risikofrie investeringer, da investoren påtager sig en højere risiko [Fagligt notat, 2002; s. 59]. Dette risikotillæg benævnes markedsrisikopræmie. Der er stor usikkerhed omkring den reelle størrelse på markedsrisikopræmien, at det selv med mere end 100 års data er umuligt at estimere den faktiske risikopræmie [Brealey mfl, 2011; s. 188-189]. Der er forskellige måder at estimere markedsrisikopræmien på, og derfor er der også forskellige holdninger til niveauet af risikopræmien. De fleste finansielle ledere og økonomer mener, at de langsigtede historiske risikopræmier er de bedste tilgængelige mål for den forventede fremtidige risikopræmie [Brealey mfl, 2011; s. 188]. Det kan diskuteres om markedsrisikopræmien for 50 eller 100 år siden er gode indikatorer for, hvad investorerne i fremtiden vil kræve som kompensation for den påtaget risiko.

Den anerkendte professor i finansiering på Stern School of business, Damodaran, har foretaget en undersøgelse af de historiske risikopræmier i perioden 1900-2011 på tværs af aktiemarkeder. Resultatet af undersøgelsen var, at den gennemsnitlige risikopræmie i Danmark var på 4,4% [Damodaran, 2012].

En lignende undersøgelse blev foretaget af de tre anerkendte professorer i finansiering, Dimson, Marsh og Staunton, der beregnede den gennemsnitlige historiske risikopræmie i perioden 1900-2008 i Danmark til at være 4,3%, hvilket ligger meget tæt på Damodarans resultat [Brealey mfl., 2011; s. 189].

¹⁶ Skattesatsen ændres i Danmark gradvist fra 25 % i 2014 til 22 % i 2016, hvorfor 22% anvendes som skattesatsen i estimering af beta [skat]

En anden metode til at finde markedsrisikopræmien er at undersøge, hvad præmien rent faktisk sættes til i praksis blandt investorer, analytikere og professorer. Pablo Fernandez mfl. professorer i finansiering på University of Navarra foretog i 2013 en undersøgelse med 6.237 respondenter på tværs af lande med spørgsmålet om, hvilken risikopræmie de anvendte til at beregne ejernes afkastkrav. I Danmark var svaret, at der blev anvendt en gennemsnitlig risikopræmie på 6,4% med en median på 5,9% [Fernandez mfl. 2013]. Det danske revisionshus PWC har foretaget lignende rundspørge blandt danske Corporate Finance afdelinger, investeringsbanker, rådgivere og institutionelle investorer i 2009. Gennemsnittet af deres tilbagemelding var en markedsrisikopræmie på 4,9% [PWC, 2010; s. 3]. De seneste års uro på de finansielle markeder er primært årsagen til, at Fernandez undersøgelse af risikopræmien ligger på et væsentlig højere niveau end de historiske målinger, der ikke har inkluderet den seneste periodes finansielle krise, hvilket taler for valget af den høje markedsrisikopræmie på 5,9%. Det vurderes alligevel, at denne risikopræmie er for høj ift. at den forventes konstant i hele den prognosticeret periode i værdiansættelsen. Derfor vælges der et gennemsnit af de foretagne målinger, hvilket giver en markedsrisikopræmie på 4,9%¹⁷.

Likviditetstillæg

Likviditetspræmien afspejler de omkostninger og problemer, der er forbundet med at konvertere aktier eller aktiver til kontanter [Petersen & Plenborg, 2012; s. 265]. Investorer tilpasser ejernes afkastkrav for aktiernes mangel på likviditet ved at tillægge en likviditetspræmie, hvorfor CAPM modificeres, som det fremgår af figur 8.8. Investorerne vil ofte tilføje et likviditetstillæg på op til 3-5% alt efter aktiens omsættelighed [Petersen & Plenborg, 2012; s. 265].

Figur 8.8 – modificeret CAPM

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m + r_f) + \text{likviditetstillæg}$$

Kilde: Petersen & Plenborg, 2012; s. 265

Jo mere omsættelig aktien er desto mere attraktiv er den for aktionærerne. Royal Unibrew aktien er en del af Mid Cap indekset på NASDAQ OMX København, hvor aktiernes omsættelighed er mere begrænset sammenlignet med de mest likvide aktier på C20-indekset. Handelsvolumen af Royal Unibrew aktien er set over hele analyseperioden fra 2008 til 2013 steget fra ca. 2,3 millioner til 5,2 millioner handlede aktier jf. bilag 24. Denne handelsvolumen er meget lille sammenlignet med Carlsbergs der i 2013 er på 80,9 millioner handlede aktier, mens Harboes lå på 1,1 millioner handlede aktier.

¹⁷ Gennemsnittet er beregnet ud fra Fernandez median på 5,9 % i stedet for gns.

Eftersom Royal Unibrew aktierne er spredt ud på mange investorer og aktiekursen siden 2008 jf. figur 3.2 har været stødt stigende vurderes det, at Royal Unibrews aktionærer har forholdsvis let ved at omsætte deres aktiebeholdning og idet aktien handles med et spread¹⁸ på 0,1% på børsen vil det være rimeligt at antage, at likviditetspræmien ikke udgøre mere end 0,1%. Der kan dog være tale om en større likviditetspræmie, såfremt volumen på køb/salg når en hvis størrelse dvs. kapitalfonde oftest får en rabat, hvis de placerer en større aktiekapital i det enkelte selskab. Det vurderes ikke at være retvisende at anvende en højere likviditetspræmie i denne fremstilling.

Beregning af CAPM

Efter ovenstående estimering af elementerne til CAPM, er det nu muligt at beregne ejernes afkastkrav. Ejernes afkastkrav beregnes til:

$$r_e = 2,61\% + 0,8858 * 4,9\% + 0,1\%$$
$$r_e = 7,05\%$$

8.2.3 Fremmedkapitalomkostningen

Fremmedkapitalomkostningen er yderligere en faktor i beregningen af WACC. Fremmedkapitalomkostningen beregnes på baggrund af følgende formel:

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

hvor :

r_d = afkastkrav på nettorentebærende gæld

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t = skattesats

De fleste af estimaterne anvendt i formlen kendes i forvejen på baggrund af tidligere analyser, hvor det selskabsspecifikke risikotillæg er eneste ukendte faktor.

Det mest ideelle i estimering af den selskabsspecifikke risikopræmie er en udledning ud fra en række sammenlignelige langsigtet obligationers yield-to-maturity, såfremt den pågældende virksomhed har en 'investment grade' kreditrating [Koller mfl, 2010; s. 258]. Eftersom Royal Unibrew ikke selv udsteder obligationer, kan deres risikotillæg ikke direkte bestemmes ud fra markedet, og derfor er det nød-

¹⁸ Forskellen på Bid/ask

vendigt at udarbejde en syntetisk kreditrating ud fra udvalgte peers, der er bestemt ud fra to kriterier; virksomhederne skal være sammenlignelig og udstede optionsfrie obligationer.

Den syntetiske kreditrating er foretaget på baggrund af Standard & Poors Industrial benchmark metode, der fremgår af bilag 25.

I bilag 26 fremgår den syntetiske kreditrating af Royal Unibrew og de udvalgte peers ud fra Standard & Poors Industrial benchmark. Af denne kreditvurdering vurderes Royal Unibrew at besidde en 'investment grade' da de fleste af nøgletallene lever op til denne kreditrating¹⁹[Petersen & Plenborg, 2012; s. 278].

Ud fra den syntetiske kreditrating af peergruppen vurderes det, at Heineken og Carlsbergs kreditrating har flest fællestræk med Royal Unibrews, og derfor er de mest sammenlignelige selskaber. Qua Carlsbergs og Royal Unibrews store rivalisering på det danske, finske og litauiske marked vurderes det, at en sammenligning med Carlsbergs obligationsudstedelser giver det mest retvisende approksimativ for det selskabsspecifikke risikotillæg. Af bilag 27 fremgår der en oversigt over et udvalg af peergruppens nuværende obligationsudstedelser, hvor Carlsberg har fire forskellige obligationer med forskellige løbetider udstedt. Obligationer med kort løbetid matcher imidlertid ikke varigheden af virksomhedens cash flow i værdiansættelsen, hvorfor en obligation med 10-årig løbetid udvælges.

Til den udvalgte obligation er det vigtigt, at der findes en valid proxy for den risikofrie rente, således et validt kredit spread kan udledes. Da den udvalgte obligation er udstedt i euro benyttes der en tysk statsobligation med sammenlignelig løbetid, som proxy for den risikofrie rente. På den måde kan et kredit spread jf. obligationsoversigten udledes til 138,5 basispoint. Idet 100 basispoint svarer til 1% er det selskabsspecifikke risikotillæg 1,385% [Koller mfl, 2010; s. 260].

Da pengestrømmene fra virksomhedens driftsaktiviteter måles efter skat i værdiansættelsen, skal fremmedkapitalomkostningen ligeledes beregnes efter skat. Eftersom WACC er den diskonteringsfaktor der anvendes til alle fremtidige cash flow, tages der udgangspunkt i den danske skattesats efter 2016 på 22%.

Den risikofrie rente blev estimeret til 2,61 % i afsnit 9.2.2 og vil blive benyttet i beregningen. Ud fra de beregnet estimater bestemmes fremmedkapitalomkostningen til at udgøre:

$$r_d = (2,61 + 1,385) * (1 - 0,22)$$
$$r_d = 3,12$$

¹⁹ For yderligere uddybelse af Royal Unibrews rating se risikoanalysen i bilag 28

8.2.4 Beregning af WACC

Alle komponenterne til beregningen af Royal Unibrews gennemsnitlig vejede kapitalomkostning er nu bestemt og kan beregnes til:

$$WACC = 27\% * 3,12\% + 73\% * 7,05\%$$

$$WACC = 5,98\%$$

8.3 Vækst i terminalperioden

I terminalperioden forudsættes det, at al fremtidig vækst efter 2020 er konstant, hvorfor terminalperioden kommer til at udgøre en stor del af virksomhedens samlede værdi. Det er vigtigt, at den konstante vækstrate, der skal gøre sig gældende i terminalperioden afspejler virksomhedens fremtidige vækstmuligheder i branchen.

I specialet er det vurderet, at væksten i al fremtid fra år 2020 ligger på 1,5%. Denne vækst er vurderet på baggrund af de prognosticeret BNP estimer for 2015 fra tabel 8.2 vægtet efter nettoomsættningens størrelse på de enkelte hovedmarkeder ift. koncernens samlede nettoomsætning. Hvert lands BNP, hvorpå Royal Unibrew primært opererer bidrager til den langsigtede vækst i Royal Unibrew. De malt og oversøiske markeder er undladt, da de udgør en mindre del af nettoomsætningen og spreder sig over en lang række lande i Caribbean og Afrika.

Tabel 8.2 – vækst i terminalperioden

	omsætning	Gns. BNP
Østeuropa	14,7%	3,5
Finland	17,5%	1,4
Vesteuropa	59,0%	1,6
Vægtet BNP		1,5

Det er vigtigt at holde sig for øje, at værdiansættelsen er foretaget i nominelle tal, hvorfor inflationspåvirkningen ikke er inddraget. Eftersom BNP estimerne er angivet i reale termer er den fremtidige inflationspåvirkning indregnet i de prognosticeret estimer.

8.4 DCF-metoden

På baggrund af de beregnede estimer, budgetteringen, den strategiske analyse og regnskabsanalysen er det nu muligt at beregne den sande markedsværdi af egenkapitalen pr. 01.09.2014. Markedsværdien beregnes som nutidsværdien af de beregnede cash flow i den eksplicite periode plus nutidsværdien af cash flow i terminalperioden fratrasket markedsværdien af den nettorentebærende gæld,

Tabel 8.3 – DCF værdiansættelse

	1	2	3	4	5	6	7
Frit cash flow til selskab	327.215	491.383	468.546	533.923	615.475	846.680	731.023
WACC	5,98%	5,98%	5,98%	5,98%	5,98%	5,98%	5,98%
Nutidsværdi af cash flow	308.751	437.495	393.623	423.237	460.353	597.552	
Nutidsværdi af cash flow i eksplicit periode	2.621.010						
Nutidsværdi af cash flow i terminalperiode	11.410.501						
Estimeret enterprise value	14.031.511						
Nettorentebærende gæld	2.677.646						
Estimeret markedsværdi af egenkapital	11.353.865						
Antal udestående aktier ultimo 2013	11098,5						
Pris pr. aktie	1023,008984						

Royal Unibrew havde den 01.09.2014 11.098.500 udestående aktier, hvilket giver en fundamental aktiekurs på 1023,00 kr. for én aktie i Royal Unibrew, hvilket fremgår af tabel 8.3. Dermed er den estimeret aktiepris 2,7% højere end den observerede aktiepris på skæringsdatoen, der lå på 996 kr. pr. aktie, hvorfor Royal Unibrew aktien enten er undervurderet, eller også er budgetteringen og de anvendte estimater i værdiansættelsen for optimistiske.

For at vurdere validiteten af den estimeret markedsværdi af egenkapitalen, vil værdiansættelsen også udføres gennem multipler af peergruppen i det følgende afsnit.

9. Diskussion

I dette afsnit vil validiteten af resultatet fra værdiansættelsen diskuteres. Til dette formål vil der udarbejdes en følsomhedsanalyse, der tester aktieprisens følsomhed ift. to af de mest betydningsfulde estimater i værdiansættelsen. Efterfølgende vil der være udarbejdet en multipelanalyse for at vurdere rimeligheden i den estimeret markedsværdi af egenkapitalen ift. Royal Unibrews peergruppe.

9.1 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelse ved brug af DCF-metoden er baseret på en række estimater og antagelser, der er behæftet med både usikkerhed og subjektive skøn. Selvom estimaterne anvendt i værdiansættelsen af Royal Unibrew vurderes at være relative objektive, er der bevidsthed omkring usikkerheden og mulige estimeringsfejl i budgetteringen og værdiansættelsesprocessen.

Derfor er der udarbejdet en følsomhedsanalyse, der fremgår af tabel 9.1, hvor aktieprisen testes for ændringer i WACC og vækstraten i terminalperioden. Det er vigtigt, at vækstraten i terminalperioden

testet på grund af den behæftede usikkerhed, der er forbundet med estimering af fremtidig vækst og ligeledes på grund af terminalperiodens store betydning for den estimerede værdi.

Tabel 9.1 - Følsomhedsanalyse

		Vækst (g)				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	5,00%	1096	1232	1408	1642	1969
	5,50%	1051	1168	1300	1450	1749
	5,98%	843	928	1023	1163	1331
	6,50%	820	895	977	1095	1232
	7,00%	731	793	859	953	1060

Som det fremgår af tabel 9.1 vil selv relative små ændringer i vækstraten i terminalperioden resulterer i store forskelle i aktieprisen. Holdes WACC konstant på 5,98%, som anvendt i værdiansættelsen og vækstraten i terminalperioden ændres med 0,5% i intervallet 0,5%-2,5% svinger aktieprisen fra 843 kr. ved den laveste vækstrate til 1331 kr. ved den højeste vækstrate. En vækstrate der blot er 0,5% lavere sat medfører en aktiepris, der er 9,29% lavere end den estimeret pris.

Den anvendte WACC er ligeledes vigtig at teste, da denne er baseret på en række elementer, herunder betaværdien, risikopræmien, fremmedkapitalomkostningen mv. Små ændringer i disse komponenter, vil medføre ændringer i den vægtet gennemsnitlige kapitalomkostning. Holdes vækstraten konstant på 1,5% og WACC ændres i intervallet 5,0%-7,0% vil aktieprisen svinge i intervallet 859 kr. pr. aktie ved en WACC på 7% og 1408 kr. pr. aktie ved en WACC på 5,0%. En WACC der blot er 0,52% højere end den anvendte WACC i værdiansættelsen vil medføre en aktiepris, der er 4,5% lavere end den estimeret værdi af Royal Unibrew.

Følsomhedsanalysen er et ganske fornuftigt redskab til at bevise de præcise begrænsninger DFC-modellen har – modellen er aldrig mere pålidelig og korrekt end det input modellen får.

9.2 Multiple-analyse

Som det blev nævnt tidligere er der udarbejdet en multiple-analyse, da denne vil kunne give et objektivi indtryk af, hvilket prisleje én aktie i Royal Unibrew bør ligge i sammenlignet med deres konkurrenters.

Ved udarbejdelsen af multiple-analysen skal der udvælges en peergruppe, hvor de udvalgte virksomheder skal besidde samme risikoprofil og vækstudsigter som Royal Unibrew. Royal Unibrews peergruppe er udvalgt ud fra, at de befinder sig i samme branche og sælger samme typer produkter²⁰. Det

²⁰ Multipel-analysen kræver, at peergruppen er reelt sammenlignelige. Multiplerne er indhentet fra Bloomberg og derfor er regnskabskvaliteten ikke testet for anvendt regnskabspraksis og eventuelle transitoriske poster er ikke udskilt, hvilket kan skabe støj i multiplerne. Alligevel er det vurderet, at multiplerne giver en god indikation af prislejet.

skal dog nævnes, at SAB Miller, Heineken, Carlsberg og Anheuser Bush er store internationale spillere og opererer på langt flere markeder end Royal Unibrew.

Multiple-analysen er udarbejdet ud fra EV/EBITDA og P/E multiplerne, der er indhentet fra Bloomberg, hvilket fremgår af tabel 9.2.

Tabel 9.2 – EV/EBITDA og P/E

	EV/EBITDA	P/E
	2015	2015
OLVI	8,47	13,53
Harboe	5,15	14,37
Carlsberg	8,26	12,86
Heineken	9,45	17,19
SAB Miller	13,7	19,56
Anheuser Bush	10,71	18,79

Kilde: Bloomberg

Eftersom værdiansættelsen af Royal Unibrew bygger på fremtidige forventninger, giver det bedst mening at anvende fremadrettet multipler og ikke multipler bestemt ud fra historiske data[Koller mfl. 2010; s. 376].

Sammenlignes multiplerne med Royal Unibrews budgetterede regnskabstal fremkommer værdiansættelsen af peergruppen som i tabel 9.3.

Tabel 9.3 – Værdiansættelse ved multipler

Dkk.	EV/EBITDA	P/E
	2015	2015
OLVI	409,86	571,72
Harboe	154,64	607,21
Carlsberg	393,71	543,41
Heineken	485,19	726,37
SAB Miller	811,91	826,52
Anheuser Bush	582,05	793,98

Som det fremgår varierer det estimeret prisleje inden for et interval på 154,64-826,52 kr. alt afhængig af, hvilken multiple der anvendes. Generelt ligger aktieprisen højere ved anvendelse af P/E sammenlignet med EV/EBITDA. Sammenlignes aktiepriserne fra P/E multipellen med den estimeret aktiepris af Royal Unibrew, handles den estimeret værdi af Royal Unibrew aktien til en pris der er 34% højere end gennemsnittet af peergruppen. Ud fra EV/EBITDA multipellen handles Royal Unibrews aktie til en værdi, der er 54% højere end gennemsnittet af peergruppen, hvor især Harboe aktien trækker gennemsnittet i peergruppen ned.

Sammenligningen viser, at Royal Unibrew aktien i gennemsnit er mere værdifuld end peergruppen. Derfor er den estimeret aktiepris af Royal Unibrew enten værdiansat ud fra alt for optimistiske vækstprospekter eller også har Royal Unibrew rent faktisk bedre vækstprospekter end deres peergruppe.

10. Konklusion

Formålet med dette speciale har været at udfordre markedsværdien af Royal Unibrews aktiekurs på værdiansættelsestidspunktet d. 01.09.2014.

Ud fra virksomhedspræsentationen, den strategiske analyse og den historiske regnskabsanalyse af Royal Unibrew kan det konkluderes, at koncernen de seneste fem år har opnået solide økonomiske resultater, der primært har været drevet af en række succesfulde restruktureringer af produktions- og distributionsstrukturen samt ved frasalg af ikke omsætningsgivende aktiver.

Royal Unibrew opererer inden for en meget konkurrencepræget bryggeribranche, hvor konkurrencens intensitet gør, at virksomhederne presser hinanden hårdt på profit marginerne, hvorfor stor-driftsfordele spiller en vigtig rolle for bryggerierne.

Branchen er af samme årsag stærkt konsolideret og domineres af få store spillere på verdensmarkedet, hvor de fem største bryggerier af øl besidder en markedsandel på 50,9%, mens markedsandelen på læskedrikmarkedet for de fem største udbydere er 40,9%. Samme mønster gør sig gældende for de individuelle markeder, hvor markedet primært er præget af oligopol lignende tilstande.

I den strategiske analyse fremgik det ligeledes, at der er en lang række udefrakommende faktorer der påvirker værdiskabelsen i Royal Unibrew. Blandt andet politiske restriktioner ift. punktafgifter og markedsføringsforbud, men også den demografiske forskydning, vejrforholdene og sundhedskampagner der taler i mod et højt alkoholforbrug, er faktorer, der besværliggør bryggeriernes muligheder for at skabe vækst i fremtiden, og som er faktorer bryggerierne ikke selv kan kontrollere.

Mange af de eksterne faktorer har stor betydning for vækstpotentialet på de markeder, hvor Royal Unibrew har deres aktiviteter, hvilket primært er på det Vest- og Østeuropæiske marked, hvor 91% af nettoomsætningen genereres, og hvor koncernen besidder ledende markedspositioner. Forventningen til den generelle markedsudvikling på disse markeder er imidlertid svage, og skaber derfor en stor udfordring for koncernen ift. at skabe organisk vækst i fremtiden.

Derfor valgte Royal Unibrew i 2013 at opkøbe det andenstørste bryggeri i Finland, Hartwall, der har styrket Royal Unibrews eksponering mod det nordeuropæiske marked. Eftersom branchen er så stærkt konsolideret, er det svært at finde disse strategiske match, der kræves ved opkøb, hvilket stiller store krav til virksomhedens interne ressourcer i form af produktudvikling, effektivitetsforbedringer og markedsføringsindsats med henblik på at skabe organisk vækst fremadrettet.

På baggrund af den strategiske analyse og den historiske regnskabsanalyse blev der udarbejdet et aggregeret budget af de forventede pengestrømme ud fra en eksplicit periode løbende fra 2014-2019 samt for terminalperioden fra 2020 og fremefter. Budgettet er udarbejdet ud fra en business-as-usual fremgangsmåde med en forventning om, at Royal Unibrew i den eksplicitte periode ikke foretager større kapitalbestemte investeringer.

Ud fra budgettet kan det konkluderes, at nettoomsætningsvæksten forventes at være positiv i den eksplicitte periode, men samtidig forventes væksten at være aftagende over perioden. EBIDTA-marginen forventes imidlertid, at øges moderat i den eksplicitte periode fra 17% i 2014 til 20% i 2020 og fremefter hvilket begrundes med en forventet og vellykket integration af Hartwall samt et fortsat stort fokus på effektivitetsforbedringer i produktions- og distributionsstrukturen. Ydermere er der en forventning om, at Royal Unibrews afkastningsgrad i hele den eksplicitte periode forbedres som et resultat af en trimmet koncern blandt andet ved salg af de resterende byggegrunde fra det tidligere Ceres bryggeri i Århus.

Ud fra det budgetteret cash flow og den estimeret WACC var det muligt at udføre den endelige værdiansættelse ved anvendelse af DCF-modellen og ved anvendelse af multipler fra Royal Unibrews peer-gruppe. Den estimeret markedsværdi af en aktie i Royal Unibrew pr. 01.09.2014 på en stand alone basis er beregnet til 1023,00 kr. Dette svarer til en pris, der er 2,7% højere end lukkekursen på 996 kr. hvilket indikerer, at aktiekursen i Royal Unibrew er undervurderet.

Følsomhedsanalysen konkluderede, at værdiansættelsen er eksponeret overfor en række usikkerheder i de anvendte estimater, mens stress-testen i form af multiple-analysen bekræftede denne analyse med, at prislejet burde ligge inden for et interval på 154,64-826,52 kr. hvilket ikke er tilfældet, hvorfor de prognosticeret tal for Royal Unibrew enten er for optimistiske, eller også er Royal Unibrews perspektiver for fremtiden bedre end deres konkurrenters.

Budgetkontrollen gav ingen indikation af, at de prognosticeret cash flow er overvurderet, hvorfor aktieprisen vurderes som realistisk.

11. Perspektivering

Eftersom specialet til dels har været underlagt nogle formelle krav ift. antal skrevne sider, og Royal Unibrew ikke har haft tid og ressourcer til at bidrage med koncerninterne informationer, har specialet mødt nogle naturlige begrænsninger og er derfor baseret på nogle anseelige antagelser. Såfremt koncerninterne informationer havde været tilgængelige kunne det være interessant at undersøge Royal Unibrews kapitalstruktur nærmere, da denne har stor indflydelse på estimeringen af den gennemsnitlige vægtede kapitalomkostning, der har stor betydning for værdien af selskabet jf. specialets følsomhedsanalyse.

Kapitalstrukturen er i specialet bestemt ud fra et industrigennemsnit af en udvalgt peergruppe, hvis risikoprofil er sammenlignelig med Royal Unibrews samt ud fra et proxy af Royal Unibrews nuværende kapitalstruktur bestemt ud fra markedsværdier. Kapitalstrukturen bliver derfor kun et approksimativt mål for den nuværende kapitalstruktur i koncernen, hvilket ikke nødvendigvis afspejler selskabets forventede niveau for kapitalstrukturen i resten af selskabets levetid.

Dette underbygges blandt andet af, at kapitalstrukturen i Royal Unibrew har ændret sig markant fra 2008-2014 som et resultat af en turnaround af selskabet samt ved opkøbet af Hartwall i 2013, der delvist blev finansieret gennem optagelse af ny gæld, hvilket har skabt nogle finansielle synergier, der ændrer koncernens risikoprofil. Direktionen i Royal Unibrew har yderligere udtalt, at de ønsker at nedbringe gældsniveauet fremadrettet blandt andet ved at stoppe al dividendeudbetaling og aktietilbagekøb de kommende år, hvilket igen vil ændre selskabets kapitalstruktur.

Usikkerheden omkring den fremadrettet kapitalstruktur leder en hen på spørgsmålet om rimeligheden ved at antage en konstant kapitalomkostning i værdiansættelsen. Ved at basere værdiansættelsen på den nuværende kapitalstruktur kan man som analytiker ende med at overvurdere værdien af renteskatteskjoldet ved at antage en fast kapitalomkostning i et selskab, der har planer om at nedbringe gældsandelen. Såfremt Royal Unibrew har planer om, at gældsandelen rebalanceres inden for en kort periode til selskabets fremtidig målsætning for kapitalstrukturen og fastholdes er det umiddelbart rimeligt at acceptere en konstant WACC. Vil gældsandelen rebalanceres over en længere årrække, er det måske mere rimeligt at anvende forskellige kapitalomkostninger for hvert enkelt år, hvilket er en procedure, der er meget kompleks.

En diskussion af, hvorvidt den statiske værdiansættelsesmodel, DCF, er den bedste værdiansættelsesmetode at anvende, når branchen Royal Unibrew opererer i er meget dynamisk og præget af en høj grad af konsolideringer, der konstant ændrer selskabernes kapitalstruktur eller om APV-metoden²¹ måske er mere rimelig at anvende, ville være interessant at undersøge nærmere.

²¹ APV – Adjusted present value

12. Litteraturliste

[Arbnor & Bjerke, 2009]

Arbnor, Ingeman & Bjerke, Björn, *"Methodology for creating business knowledge"*, SAGE Publications Inc, 3. udgave, 2009

[Berlingske Business, a, 2013]

Berlingske Business, *"Unibrew opruster til kamp mod Carlsberg om Norden"*, fra d. 11/7-2013

<http://www.business.dk/foedeverer/unibrew-opruster-til-kamp-mod-carlsberg-om-norden>

Hentet d. 9/7-14

[Berlingske Business, b, 2009]

Jeppesen, Peter, *"Bryggerier frygter forbud mod alkoholreklamer"* fra d. 30. juni 2009

<http://www.business.dk/media/bryggerier-frygter-forbud-mod-alkoholreklamer>

Hentet d. 18/8-14

[Berlingske Business, c, 2005]

Sørensen, Bent Højgaard, *"Carlsberg har bedre service end Royal Unibrew"*, fra d. 1. november 2005

<http://www.business.dk/diverse/carlsberg-har-bedre-service-end-unibrew>

Hentet d. 3/9-14

[Bisgaard & Kjerulf m.fl., 2004]

Bisgaard, Peter, Kjerulf, Stig, Orbesen, Ann Louise *"Vækst gennem opkøb og fusioner"*,

Børsens Forlag, 1. udgave, 1. Opslag 2004

[Brealey mfl, 2011]

Brealey, Richard A, Myers, Stewart C, Allen, Franklin, *"Principles of Corporate Finance"*, McGraw-Hill

Irwin, 2011

[Bryggeriforeningen, a, 2013]

"Lavere afgifter øger vækst"

<http://ipaper.ipapercms.dk/Bryggerigruppen/Foreningen/Afgifter2013/>

Hentet d. 13/6-14

[Bryggeriforeningen, b, 2013]

"Øl 2013"

<http://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/>

Hentet d. 14/8-14

[Bryggeriforeningen, c]

"Markedsføring af alkoholholdige drikkevarer"

<http://www.bryggeriforeningen.dk/ol/markedsforing/markedsforing-og-alkoholholdige-drikkevarer/>

Hentet d. 18/8-14

[Bryggeriforeningen, d]

"Miljøgodkendelse"

<http://www.bryggeriforeningen.dk/ol/emballage-og-miljo/miljo/>

Hentet d. 18/8-14

[Børsen, 2014, a]

Ritzau Finans, "Dollar styrket på bedre vækstudsigter", fra d. 13. august 2014

<http://borsen.dk.esc-web.lib.cbs.dk/nyheder/avisen/artikel/11/89952/artikel.html?hl=RG9sbGFyIHN0eXJrZXQgcOUgYmVkcU7ZG9sbGFyO3DI03bma3N003N0eXJrZXQ7c3R5cmtldCBkb2xsYXI7YmVkcmU7ZG9sbGFyIGJlZHJlO3DIIGJlZHJlIHbma3N003DIHbma3N003bma3N0IHDI>

Hentet d. 18/8-14

[Børsen, 2014, b]

Mortensen, Sille Wulff, "Finsk datterselskab koster Royal Unibrew 50 mio. kr.", fra d. 18. marts 2014

http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/279007/finsk_datterselskab_koster_royal_unibrew_50_mio_kr.html?list=1

Hentet d. 20/8-14

[Børsen, 2013, c]

Bach, Dorte, "Carlsberg igen inde i varmen hos Coop", fra d. 16. december 2013

http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/272892/carlsberg_igen_inde_i_varmen_hos_coop.html

Hentet d. 19/8-14

[Børsen investor, 2012]

Greve, Jan, "Royal Unibrew-aktien langt foran feltet", fra d. 12. marts 2012

http://investor.borsen.dk/artikel/1/227790/royal_unibrew-aktien_langt_foran_feltet.html#

Hentet d. 10/7-14

[Børsen ledelseshåndbøger, 2004]

Petersen, Christian V, Plenborg, Thomas, "Værdiansættelse af virksomheder – en kort gennemgang af de gængse modeller til værdiansættelse", 2004

http://ledelseshandboger.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html

Hentet d. 7/10-14

[Carlsberg årsrapport, 2008]

[Carlsberg årsrapport, 2009]

[Carlsberg årsrapport, 2010]

[Carlsberg årsrapport, 2011]

[Carlsberg årsrapport, 2012]

[Carlsberg årsrapport, 2013]

[Damodran, 2012]

Damodran, Aswath, "Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimation and implications", the 2012 edition, working paper

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2027211

Hentet d. 26/9-14

[Danmarks rockmuseum]

"Tak Rock"

<http://www.danmarksrockmuseum.dk/Primary/Rockhistorien/Tak+Rock!#10>

Hentet d. 3/9-14

[Danmarks statistik, a]

"Befolknings fremskrivning"

<http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/befolkning-og-befolkningsfremskrivning/befolkningsfremskrivning.aspx>

Hentet. 20/8-14

[Danmarks statistik, b]

"Forbrug og salg af alkohol efter type og tid"

<http://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1280>

Hentet d. 28/8-14

[Danmarks statistik, c]

"Effektiv obligationsrente ultimo efter type"

<http://www.statistikbanken.dk/MPK22>

Hentet d. 25/9-14

[DR nyheder]

Andersen, David Blach, *"Ny trend: Alkoholfri øl sælger som aldrig før"*, fra d. 11. september 2013

<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2013/09/11/085356.htm>

Hentet d. 20/8-14

[Eurocare, a]

"Lithuania on its way to become one of the leading European Countries in regulation of alcohol marketing", fra d. 15. november 2013

http://www.eurocare.org/library/updates/lithuania_alcohol_marketing_regulation

Hentet d. 18/8-14

[Eurocare, b]

"New regulation of marketing in Finland", fra d. 18. december 2013

http://www.eurocare.org/library/updates/alcohol_marketing_finland2

Hentet d. 18/8-14

[Euromonitor International, 2014, a]

"Beer in Denmark", fra d. 25. juni 2014

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 18/8-14

[Euromonitor International, 2014, b]

"Short term outlook for Global Real GDP Growth", fra d. 11. august 2014

http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Common/Pdf.aspx/Special_Report_Short-term_Outlook_for_Global_Real_GDP_Growth_August_2014_Update

Hentet d. 18/8-14

[Euromonitor International, 2013, c]

"Beer in Germany", fra d. 5. november 2013

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 20/8-14

[Euromonitor International, 2014, d]

"Company shares – by global brand owner"

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Statistics/Statistics.aspx>

Hentet d. 20/8-14

[Euromonitor International, 2014, e]

"Company shares – By global brand owner"

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Statistics/Statistics.aspx>

Hentet d. 20/8-14

[Euromonitor International, 2014, f]

"Royal Unibrew in Alcoholic drinks(Denmark)" fra juni 2014

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 20/8-14

[Euromonitor International, 2012, g]

"Global prospect for beer companies", fra april 2012

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 26/8-14

[Euromonitor International, 2014, h]

"Beer in Finland", fra juni 2014

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 26/8-14

[Euromonitor International, 2014, i]

"Soft drinks in 2014: Products, performance, prospects", fra maj 2014

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 26/8-14

[Euromonitor International, 2014, j]

"Soft drinks in Denmark", fra april 2014

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 26/8-14

[Euromonitor International, 2014, k]

"Soft drinks in Latvia" fra april 2014

http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Handlers/accessPDF.ashx/Soft_Drinks_in_Latvia.pdf?c=27%5CPDF%5C&f=F-255032-24831227.pdf&saveAsName=Soft_Drinks_in_Latvia&code=dENV77Ui8xGR%2bJtaIOLpTH59yE4%3d

Hentet d. 26/8-14

[Euromonitor International, 2014, l]

"Soft drinks in Finland", fra april 2014

http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Handlers/accessPDF.ashx/Soft_Drinks_in_Finland.pdf?c=29%5CPDF%5C&f=F-256332-24876129.pdf&saveAsName=Soft_Drinks_in_Finland&code=U3skGlUy9Jp7C7ZVdpFBoHRgJGY%3d

Hentet d. 26/8-14

[Euromonitor International, 2011, m]

"Alcoholic Drinks 2011, Part 1: Regional performance and prospects", fra december 2011

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Analysis/AnalysisPage.aspx>

Hentet d. 26/8-14

[Euromonitor International, 2014, m]

"Beer in Italy", fra september 2013

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 26/8-14

[Euromonitor International, 2014, o]

"Beer in Latvia", fra juni 2014

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet. 26/8-14

[Euromonitor International, 2014, p]

"Beer in Lithuania", fra august 2014

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

Hentet d. 26/8-14

[Eurostat]

European Commission, *"tal for fremtiden – 20 år med bæredygtig udvikling i Europa?"*

[Fagligt notat, 2002]

Forening af statsautoriseret revisorer, *"Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele"*, tryk af Nørhaven book, december 2002

[Faxenyt, 2014]

"Det går stadig godt – Royal Unibrew har erobret markedsandele i 2013", fra d. 12. marts 2014

<http://www.faxenyt.dk/?Id=5788>

Hentet d. 3/9-14

[Fernandez mfl. 2013]

Fernandez, Pablo, Aguirreamalloa, Javier, Linares, Pablo, *"Market Risk Premium used for 51 countries in 2013: a survey with 6.237 answers"*,

[Forbrugerombudsmanden]

"§8 - Børn og unge"

<http://www.forbrugerombudsmanden.dk/Sager-og-praksis/Markedsfoeringsloven/Markedsfoeringsloven-i-praksis/boernogunge>

Hentet d. 18/8-14

[Harboe årsrapport, 2008]

[Harboe årsrapport, 2009]

[Harboe årsrapport, 2010]

[Harboe årsrapport, 2011]

[Harboe årsrapport, 2012]

[Harboe årsrapport, 2013]

[Heldbjerg, 2006]

Heldbjerg, Grethe, *"Grøftegravning i metodisk perspektiv"*, Forlaget Samfundslitteratur, 1. udgave, 6. oplag, 2006

[Indexmundi]

"Aluminium monthly price"

<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=aluminum&months=60>

"Wheat monthly price"

<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=wheat&months=60>

"barley monthly price"

<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=barley&months=60>

"Sugar monthly price"

<http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=sugar&months=60>

Hentet d. 18/8-14

[Koller mfl. 2010]

Koller, Tim, Goedhart, Marc, Wessles, David, *"Valuation – measuring and managing the value of companies"*, Mckinsey & Company, 5. Udgave, 2010

[Lægaard & Vest, 2005]

Lægaard, Jørgen & Vest, Mikkel, *"Strategi i vindervirksomheder"*, 2. Udgave, 1. Oplag, 2005

[Markedsføring, 2012]

Larsen, Jakob M., "*Royal Beer på nye flasker*", fra d. 11. maj 2012

<http://markedsforing.dk/artikler/kampagner/royal-beer-p-nye-flasker>

Hentet d. 3/9-14

[Marketline]

Company Profile, *Royal Unibrew*

Publiceret marts 2013

[Petersen & Plenborg, 2012]

Petersen, Christian V & Plenborg, Thomas, "*Financial Statement Analysis*", Pearson Education Limited, 1. Udgave, 2012

[Porter, 1998]

Porter, Michael, "*Competitive Advantage*", Free Press, 1. udgave, 1998

[PWC, 2010]

PricewaterhouseCoopers, "*Prisfastsættelsen på aktiemarkedet*", 2010

<http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Hentet . 26/9-14

[Royal Unibrew, a]

"*Royal Unibrew*"

<http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=24>

Hentet d. 7/7-14

[Royal Unibrew, b]

"*From Danish to International Brewery*"

<http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=1146>

Hentet d. 7/7-14

[Royal Unibrew, c]

"*Iskolde maldrikke svinger godt med en hed calypso*"

<http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=128&M=News&PID=2773&NewsID=146>

Hentet d. 9/7-14

[Royal Unibrew, d]

"Vinder markedsandele i udfordrerollen"

<http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=67>

Hentet d. 9/7-14

[Royal Unibrew, e]

"Verdens største marked for maldrikke"

<http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=57>

Hentet d. 10/7-14

[Royal Unibrew, f]

"Royal Free 0,05% vol."

<http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=1795&PageNum=7>

Hentet d. 20/8-14

[Royal Unibrew, g]

"Royal Unibrew prospekt", fra d. 30 juli 2010

http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4UBQHI/2762668598x0x392124/B6A3DD80-6351-456C-BD89-07999C787DEA/Rbrew_prospect_DK.pdf

Hentet d. 2/9-14

[Royal Unibrew, h]

"sportssponsorater"

<http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=922>

Hentet d. 3/9-14

[Royal Unibrew, i]

"Musik og festivalsponsorater"

<http://www.royalunibrew.com/Default.aspx?ID=923>

Hentet d. 3/9-14

[Royal Unibrew årsrapport, 2008]

[Royal Unibrew årsrapport, 2009]

[Royal Unibrew årsrapport, 2010]

[Royal Unibrew årsrapport, 2011]

[Royal Unibrew årsrapport, 2012]

[Royal Unibrew årsrapport, 2013]

[Skat]

"Afgift stigning på usunde fødevarer, tobak, øl og vin "

<https://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=17312>

Hentet d. 14/8-14

[Sundhedsstyrelsen]

"Hvor meget skal der til før du siger nej tak", fra d. 24. september 2013

<http://sundhedsstyrelsen.dk/da/kampagner/hvor-megget-skal-der-til-foer-du-siger-nej-tak>

Hentet d. 20/8-14

[The drinks report]

Punchard, Dr Benjamin, *"PET bottles are carving a niche"*, fra d. 1. januar 2011

<http://www.thedrinksreport.com/news/2011/13547-pet-bottles-are-carving-a-niche.html>

Hentet d. 20/8-14

[The New York Times, 2008]

de la Merced, Michael J, *"Anheuser-Busch agrees to be sold to InBev"*, fra d. 14. juli 2008

http://www.nytimes.com/2008/07/14/business/worldbusiness/14beer.html?_r=0

Hentet d. 26/8-14

[Tivoli, 2013]

"Tivoli indgår to cifret millionaftale med Royal Unibrew", fra d. 23. april 2013

<http://www.tivoli.dk/da/om/presse/pressemeddelelser/2013/tivoli%20indgar%20ny%20sponsoraf-tale%20med%20royal%20unibrew/>

Hentet d. 3/9-14

13. Bilag

Bilag 1 – Ølafgifter og momssatser i Europa 2012

Bilag 2 – Moms og ølafgiftens andel af prisen på øl i Norden og Tyskland 2012

Bilag 3 – Emballage afgifter 2012

Bilag 4 – Andel af on-trade vs. off-trade ølsalg

Bilag 5 – BNP udvikling

Bilag 6 – Prisudvikling på byg, hvede, aluminium og sukker fra juni 2009 til juni 2014

Bilag 7 – Forventet befolkningsændring 2010-2060 i EU

Bilag 8 – Salg af alkohol pr. indbygger

Bilag 9 – Markedsandele på læskedrik markedet i Danmark

Bilag 10 – Vækst blandt læskedriktyper

Bilag 11 – Prognose for alkoholiske drikke

Bilag 12 – Forbrug og salg af alkohol efter type og tid

Bilag 13 – Omkostningssammenligning

Bilag 14 – Anvendt regnskabspraksis

Bilag 15 – Royal Unibrews oprindelig resultatopgørelse og balance

Bilag 16 – Royal Unibrews reformuleret resultatopgørelse, balance og noter

Bilag 17 – Carlsberg oprindelige og reformuleret resultatopgørelse, balance og noter

Bilag 18 – Harboes reformuleret resultatopgørelse, balance og noter

Bilag 19 – Formler til beregning af nøgletal

Bilag 20 – Beregnet nøgletal

Bilag 21 - Vækstanalyse

Bilag 22 – Trendanalyse & common size analyse

Bilag 23 – Budget og budgetforudsætninger

Bilag 24 – Handelsvolumen

Bilag 25 – Standard & Poors Industrial benchmark

Bilag 26 – Syntetisk kreditrating

Bilag 27 – Peergruppes obligationsudstedelser

Bilag 28 - Risikoanalyse

Figurer

Figur 3.1 - Udvikling i markedssegmenter

Figur 3.2 – Aktionærbeholdning over 5%

Figur 3.3 – Aktiekursudvikling

Figur 3.4 – Sammenligning af aktieprisudvikling

Figur 4.1 – Porters Five Forces model

Figur 4.2 – Porters værdikæde

Figur 4.3 – Vækstmatrice

Figur 4.4 – Udvidet vækstmatrice

Figur 6.1 – Egenkapitalens forrentning

Figur 6.2 - Afkastningsgraden

Figur 6.3 – Overskudsgraden

Figur 8.1 – To periodisk DCF-model

Figur 8.2 – DCF formel

Figur 8.3 – WACC formel

Figur 8.4 – Royal Unibrews egenkapitalandel

Figur 8.5 – Egenkapitalandel i peergruppe tv. peergruppe gns. og industri gns. th.

Figur 8.6 – CAPM

Figur 8.7 – 10 årig dansk statsobligation 2007-2014

Figur 8.8 – Modificeret CAPM

Tabeller

Tabel 4.1 – Opsummering af omverdens faktorer

Tabel 4.2 – Opsummering af Porters Five Forces

Tabel 5.1 – Styrkeprofil af Royal Unibrew

Tabel 6.1 – Finansiell gearing

Tabel 6.2 – Nettolånerenten

Tabel 6.3 – Nettodriftsaktivernes omsætningshastighed

Tabel 7.1 – Budgetkontrol

Tabel 8.1 – Unlevered beta for peergruppe

Tabel 8.2 – Vækst i terminalperioden

Tabel 8.3 – DCF værdiansættelse

Tabel 9.1 – Følsomhedsanalyse

Tabel 9.2 – EV/EBITDA og P/E multipler

Tabel 9.3 – Værdiansættelse ved multipler

Bilag 1 – Ølafgifter og momssatser i Europa 2012

Ølafgifter og momssatser i Europa 2012 <i>Beer excise and VAT in Europe 2012</i>				
	Euro/l	Ølafgift DKK/l	Moms %	Ølafg + moms DKK/l
Norge	2,93	21,81	25,0%	27,26
Finland	1,44	10,70	24,0%	13,27
Tyrkiet	1,28	9,56	20,0%	11,47
Storbritannien	1,15	8,58	20,0%	10,29
Sverige	0,93	6,93	25,0%	8,66
Irland	0,92	6,85	23,0%	8,42
Slovenien	0,53	3,94	20,0%	4,72
Danmark	0,42	3,16	25,0%	3,95
Holland	0,36	2,68	21,0%	3,24
Frankrig	0,35	2,58	19,6%	3,08
Estland	0,29	2,15	20,0%	2,58
Italien	0,28	2,10	21,0%	2,54
Ungarn	0,27	1,98	27,0%	2,52
Kroatien	0,25	1,89	23,0%	2,33
Østrig	0,24	1,79	21,0%	2,17
Polen	0,23	1,71	23,0%	2,10
Belgien	0,21	1,53	21,0%	1,85
Portugal	0,19	1,39	23,0%	1,71
Schweiz	0,21	1,56	8,0%	1,69
Malta	0,18	1,34	18,0%	1,58
Slovakiet	0,17	1,28	20,0%	1,54
Tjekkiet	0,15	1,14	21,0%	1,37
Letland	0,15	1,12	21,0%	1,35
Grækenland	0,12	0,93	23,0%	1,14
Litauen	0,12	0,88	21,0%	1,07
Spanien	0,10	0,74	21,0%	0,90
Tyskland	0,09	0,70	19,0%	0,84
Rumænien	0,09	0,67	24,0%	0,83
Bulgarien	0,09	0,69	20,0%	0,82
Luxembourg	0,10	0,71	15,0%	0,82
Cypern	0,06	0,45	18,0%	0,53

Kilde: Bryggeriforeningen, b, 2013; s. 14

Bilag 2 – Moms og ølafgiftens andel af prisen på øl i Norden og Tyskland 2012

Moms og ølafgiftens andel af prisen på øl i Norden og Tyskland 2012 <i>VAT and beer excise share of retail prices in the Nordic countries and Germany 2012</i>				
 Tyskland 23%	 Danmark 36%	 Sverige 56%	 Finland 58%	 Norge 60%
Salgspris (kr.)	Moms	Afgift	Moms + afgift andel	
Tyskland	8,40	1,60	0,67	27%
Danmark	14,81	2,96	2,44	36%
Sverige	17,84	3,57	5,82	56%

Kilde: Bryggeriforeningen, b, 2013; s. 13

Bilag 3 – Emballageafgifter 2012

Emballageafgifter 2012 <i>Packaging tax 2012</i>	
Emballagens rumindhold	Afgiftssats
Under 10 cl	5 øre
10 – 40 cl	10 øre
Over 40 – 60 cl	16 øre
Over 60 – 110 cl	32 øre
Over 110 – 160 cl	48 øre
Over 160 cl men under 20 liter	64 øre

Kilde: Bryggeriforeningen, b, 2013; s. 15

Bilag 4- andel af off-trade vs. on-trade ølsalg**Danmark**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013*
% af off-trade	73%	77%	77%	77%	75%	74%
% af on-trade	27%	23%	23%	23%	25%	26%

Kilde: Euromonitor International, 2014, a; s. 5

Italien

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Off-trade	1,066.1	1,063.7	1,020.3	1,022.9	1,029.9	1,045.0
On-trade	735.3	664.1	616.1	602.3	601.3	598.6
Total	1,801.4	1,727.8	1,636.4	1,625.2	1,631.2	1,643.6

Kilde: Euromonitor International, 2014, m; s. 9

Finland

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Off-trade	1,412.2	1,498.7	1,583.9	1,626.0	1,700.7	1,736.1
On-trade	823.6	785.8	769.0	792.9	827.4	838.2
Total	2,235.8	2,284.4	2,352.8	2,419.0	2,528.0	2,574.3

Kilde: Euromonitor International, 2014, h; s. 12

Letland

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Off-trade	171.9	164.1	160.1	169.7	164.6	163.6
On-trade	37.3	28.3	25.4	25.7	25.4	25.7
Total	209.2	192.4	185.5	195.4	190.0	189.3

Kilde: Euromonitor International, 2014, o; s. 9

Litauen

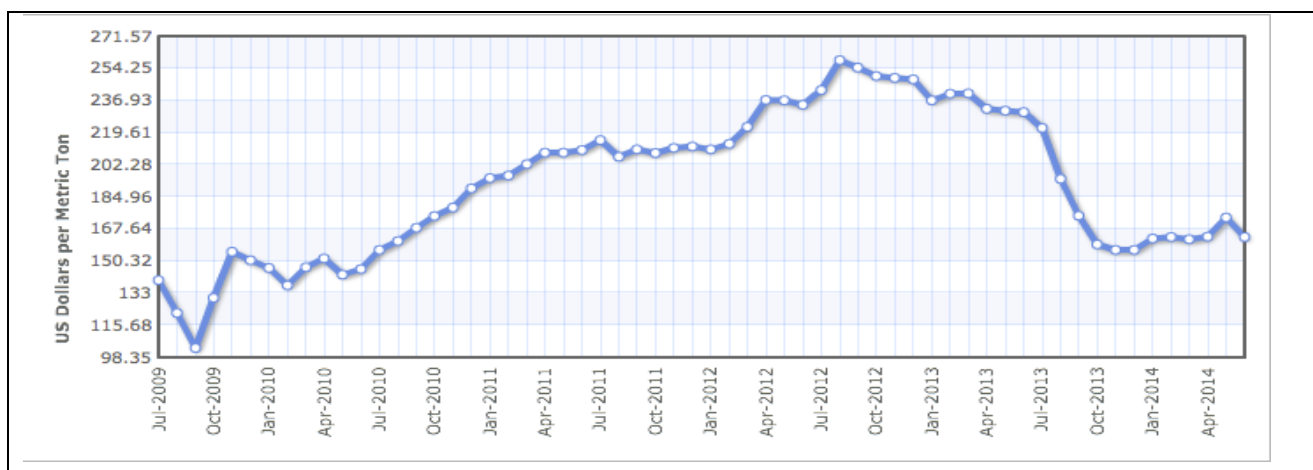
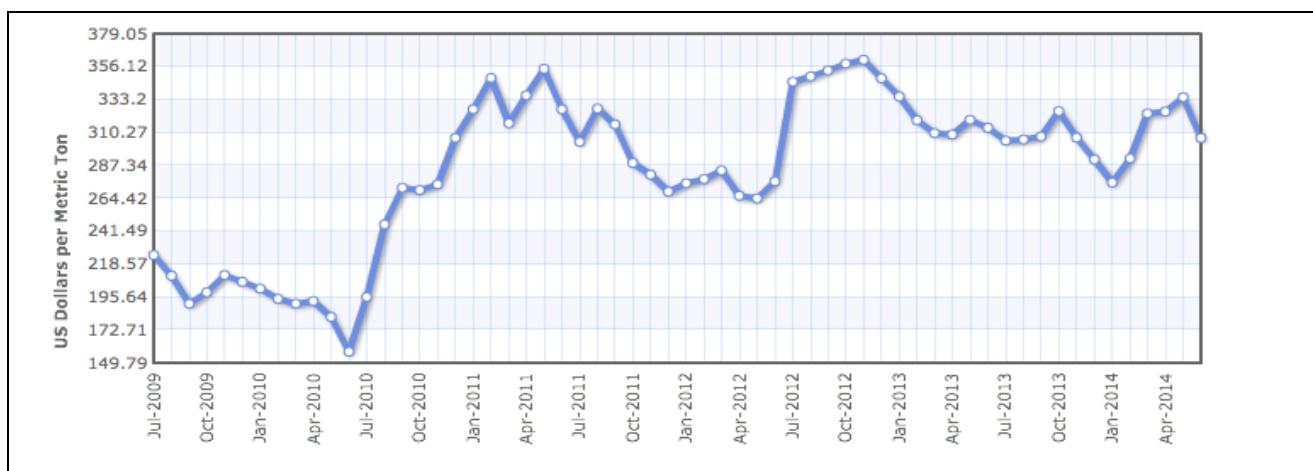
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Off-trade	1,285.6	1,166.2	1,178.7	1,256.3	1,183.4	1,110.4
On-trade	115.9	80.6	74.1	78.2	80.8	82.3
Total	1,401.5	1,246.9	1,252.8	1,334.5	1,264.2	1,192.7

Kilde: Euromonitor International, 2014, p; s. 10

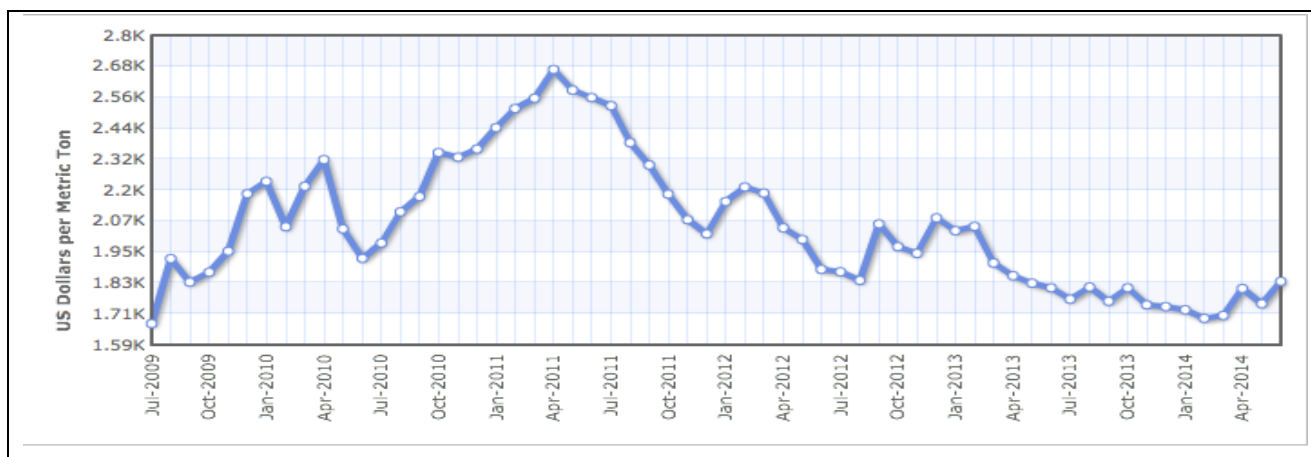
Bilag 5- Udvikling i BNP

BNP i reale termer								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Østeuropa								
Letland	-2,8	-17,7	-1,3	5,3	5,2	4,1	3,3	4,0
Litauen	2,9	-14,8	1,6	6	3,7	3,3	3,0	3,7
Estland	-4,2	-14,1	2,6	9,6	3,9	0,8	0,4	2,8
Vesteuropa								
Danmark	-0,8	-5,7	1,4	1,1	-0,4	0,4	1,2	1,7
Tyskland	1,1	-5,1	4	3,3	0,7	0,4	2,0	1,9
Italien	-1,2	-5,5	1,7	0,4	-2,4	-1,9	0,1	1,2
Finland	0,3	-8,5	3,4	2,8	-1,0	-1,3	-0,1	1,4

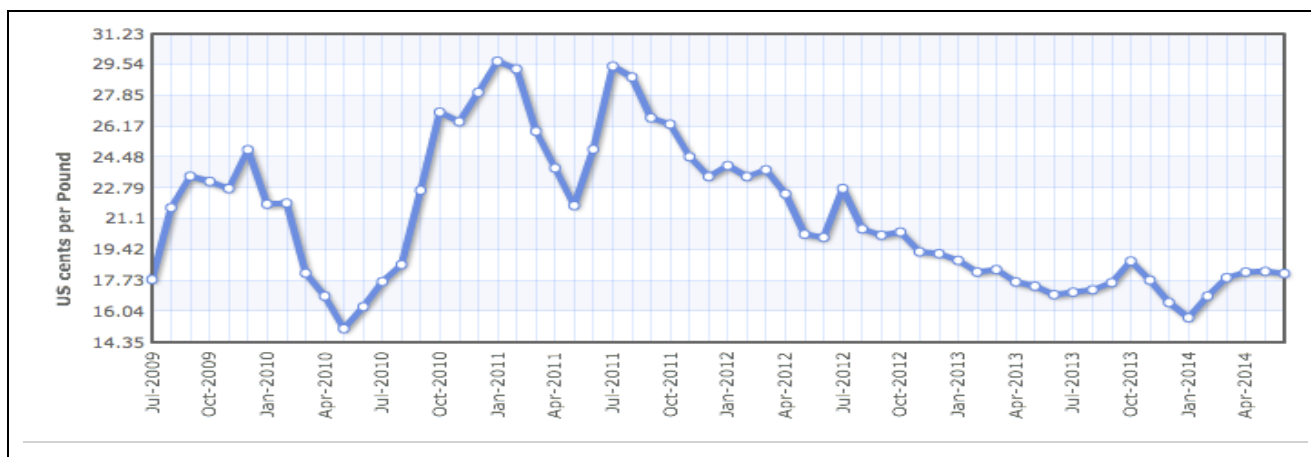
Kilde: Euromonitor International, 2014, b

Bilag 6 – Prisudvikling på byg, hvede og aluminium fra juni 2009 til juni 2014**Byg****Hvede**

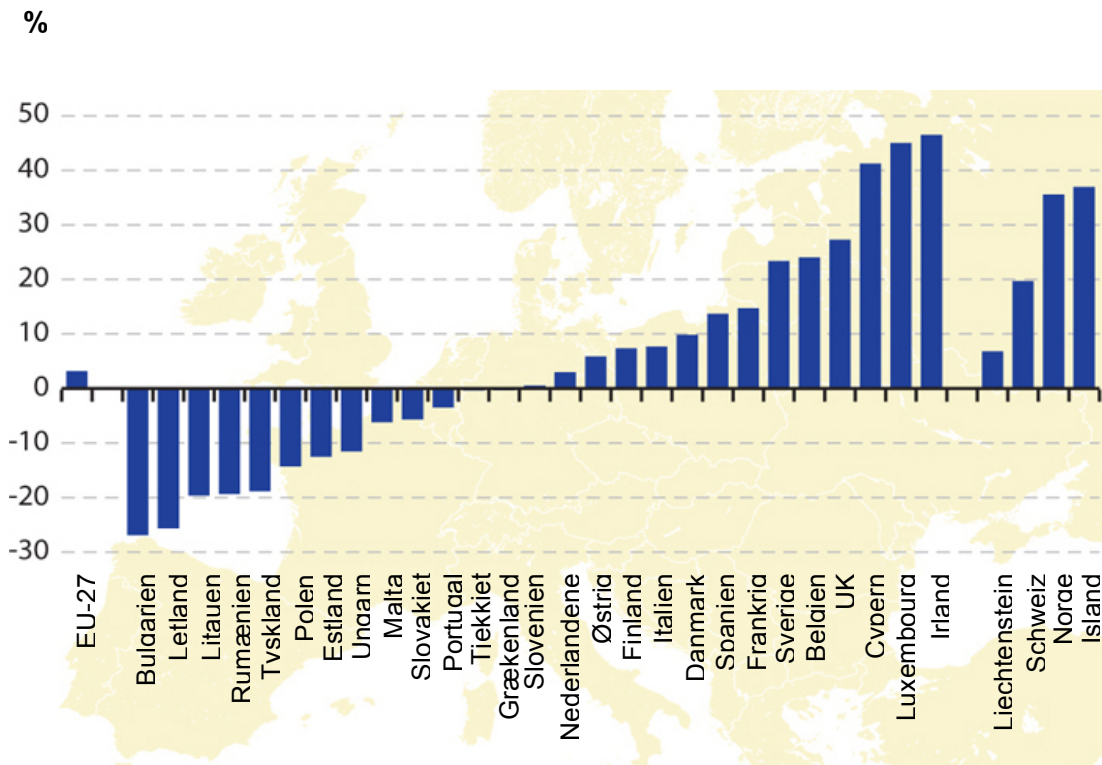
Aluminium



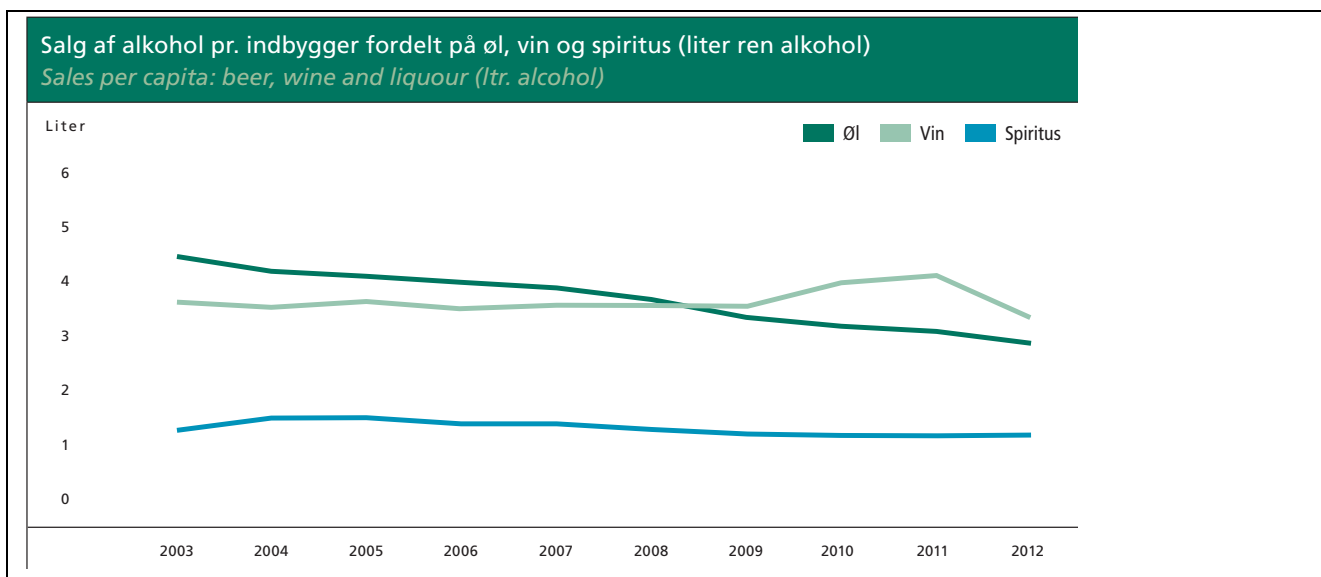
Sukker



Kilde: Indexmundi

Bilag 7 – Forventet befolkningsændring 2010-2060 i EU

Kilde: Eurostat; s. 89

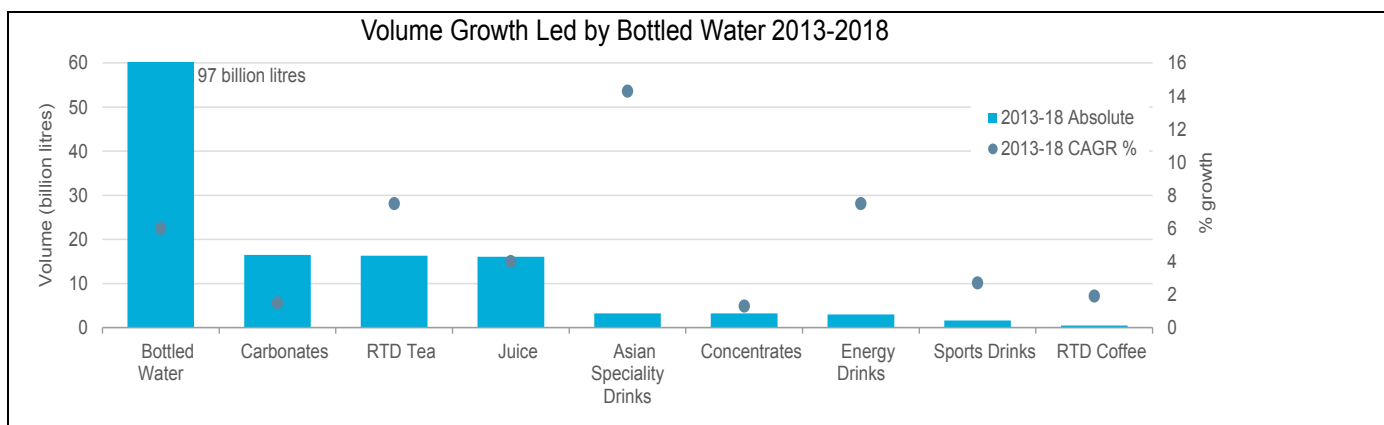
Bilag 8 – Salg af alkohol pr. indbygger

Kilde: Bryggeriforeningen, b, 2013; s. 12

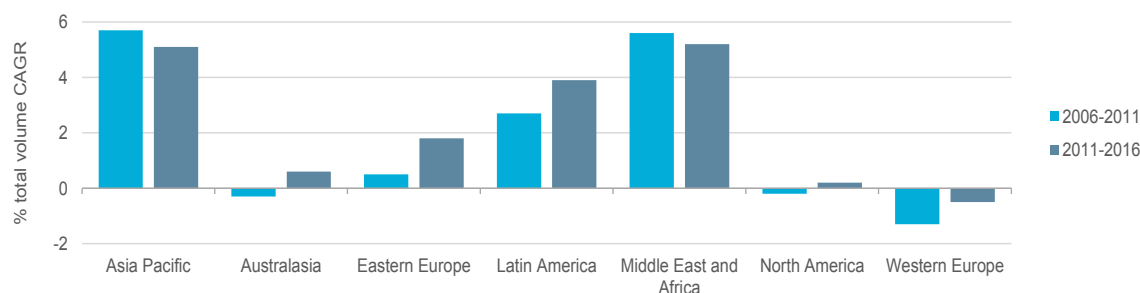
Bilag 9 – Markedsandele på læskedrikmarkedet i Danmark

% off-trade volume Company	2009	2010	2011	2012	2013
Carlsberg Danmark A/S	25.2	26.4	27.8	27.2	27.0
Royal Unibrew A/S	11.8	12.5	13.3	13.9	15.3
Rynkeby Foods A/S	8.8	9.6	9.1	9.2	8.7
Coop Danmark A/S	6.1	5.9	5.5	6.1	6.6
Aqua D'Or Mineral Water A/S	9.0	6.8	6.3	5.6	5.6
Harboes Bryggeri A/S	4.0	4.0	4.2	4.4	4.5
Lidl Danmark K/S	3.4	3.8	3.7	4.1	4.2
Dansk Supermarked A/S	3.7	3.6	3.5	3.7	4.0
Aldi Marked AS	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Dagrofa A/S	2.4	2.6	2.5	2.3	2.2
Coca-Cola Tapperierne A/S	2.7	2.4	2.3	2.3	2.1
Spar Denmark A/S	1.8	1.9	1.8	1.5	1.5
Kavli A/S, O	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4
Co-Ro Food A/S	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
Bryggeriet Vestfyen A/S	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
Hansen & Co A/S	0.6	0.6	0.8	1.0	1.0
Nestlé Danmark A/S	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
Cult Scandinavia A/S	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7
Rudolf Wild GmbH & Co KG	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
Premium Acqua A/S	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5
Eckes-Granini International	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
SmithKline Beecham A/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Innocent ApS	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
Valsøllille Handel ApS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Premium Beer Import ApS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Starbucks Corp	-	0.1	0.2	0.2	0.2
Red Bull Denmark ApS	-	0.1	0.2	0.2	0.2
Procordia AB	-	-	0.2	0.2	0.1
Cocio Chocolademælk A/S	-	-	0.1	0.1	0.1
Faber Drinks Aps	-	0.0	0.1	0.1	0.1
Beauvais A/S	0.6	0.6	0.3	0.2	-
Other Private Label	1.3	1.0	1.0	1.2	1.2
Others	8.5	8.0	7.1	5.9	4.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

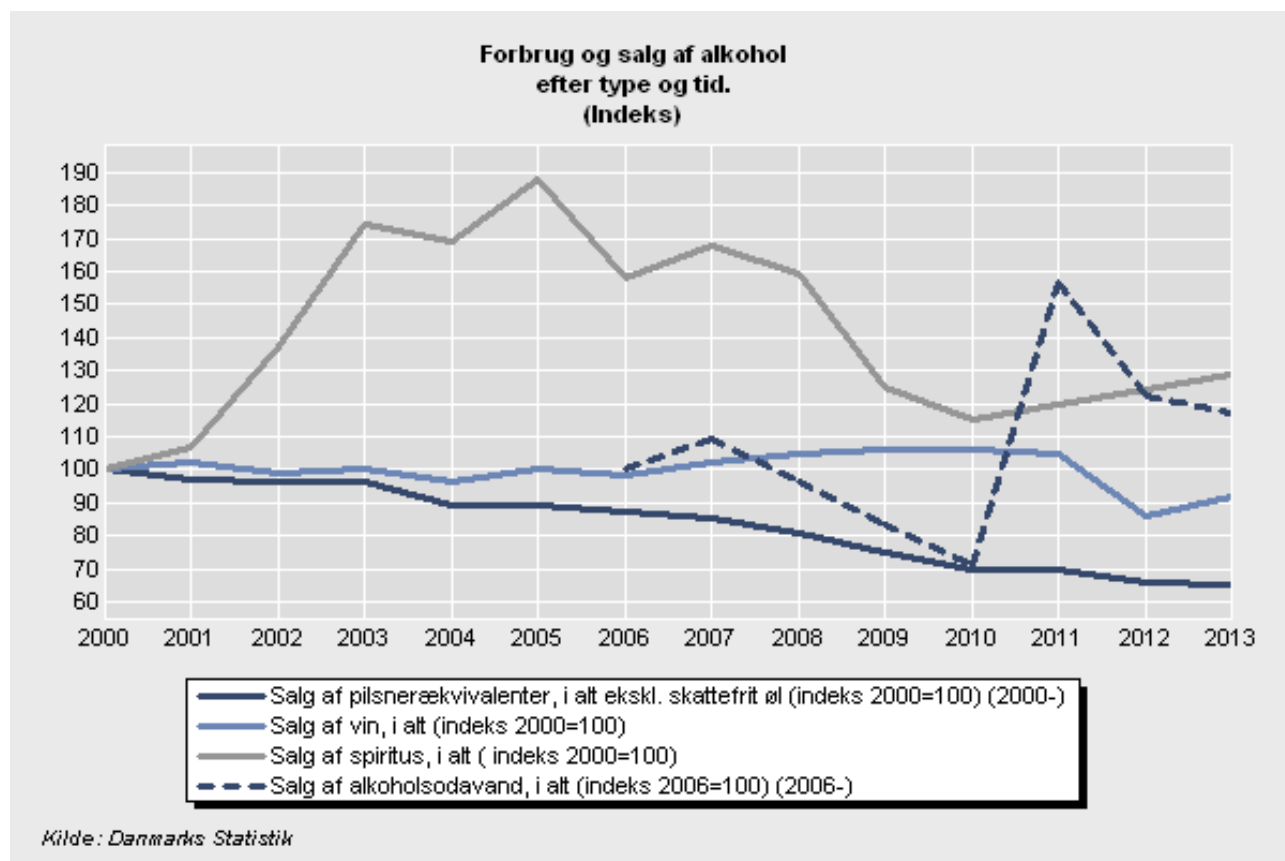
Kilde: Euromonitor International, 2014, j; s. 12

Bilag 10 – Vækst blandt læskedriktyper

Kilde: Euromonitor International, 2014, i; s. 19

Bilag 11 - Prognose for alkoholiske drikke

Kilde: Euromonitor International 2011, m; s. 37

Bilag 12 - Forbrug og salg af alkohol efter type og tid

Kilde: Danmarks Statistik

Kilde: Danmarks statistik, b

Bilag 13 – Omkostningssammenligning

Royal Unibrew	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning	4.178.703	3.816.421	3.775.431	3.430.633	3.430.008	4.480.998
Produktionsomkostninger	2.433.298	2.211.134	1.945.672	1.685.311	1.714.265	2.195.788
Administrationsomkostninger	226.844	219.068	216.635	189.717	173.136	264.090
Salgs- og distributionsomkostninger	1.387.543	1.146.604	1.200.160	1.084.913	1.062.453	1.448.530

Carlsberg	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning	5.994.400	5.938.200	6.005.400	6.356.100	6.720.100	6.655.200
Produktionsomkostninger	3.124.800	3.019.700	2.898.200	3.178.800	3.383.100	3.362.200
Administrationsomkostninger	393.400	387.300	404.000	390.300	418.500	450.200
Salgs- og distributionsomkostninger	1.759.200	1.598.900	1.715.800	1.848.300	1.964.500	1.871.700

Procent af nettoomsætning

Royal Unibrew	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Produktionsomkostning/omsætning	58,2%	57,9%	51,5%	49,1%	50,0%	49,0%
Administrationsomk/omsætning	5,4%	5,7%	5,7%	5,5%	5,0%	5,9%
Salgs- og dist.omk/omsætning	33,2%	30,0%	31,8%	31,6%	31,0%	32,3%

Carlsberg	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Produktionsomkostning/omsætning	52,1%	50,9%	48,3%	50,0%	50,3%	50,5%
Admins.omk/omsætning	6,6%	6,5%	6,7%	6,1%	6,2%	6,8%
Salgs- og dist.omk/omsætning	29,3%	26,9%	28,6%	29,1%	29,2%	28,1%

Forskel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Prod.omk/omsætning	-6,1%	-7,1%	-3,3%	0,9%	0,4%	1,5%
Admins.omk/omsætning	1,1%	0,8%	1,0%	0,6%	1,2%	0,9%
Salgs- og dist.omk/omsætning	-3,9%	-3,1%	-3,2%	-2,5%	-1,7%	-4,2%

Kilde: Carlsberg og Royal Unibrew årsrapport 2008-2013

Bilag 14 – Anvendt regnskabspraksis

Royal Unibrew aflægger årsregnskab i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder IFRS, som er godkendt af EU, og yderligere er i overensstemmelse med danske oplysningskrav til årsregnskaber jf. de opstillede krav fra NASDAQ OMX Copenhagen ift. regnskabsaflæggelse for børsnoterede selskaber. Royal Unibrew aflægger deres regnskab i danske kroner og regnskabsperioden har i hele analyseperioden fra 2009 til 2013 løbet fra 1. januar til 31. december.

Der er i analyseperioden sket nogle ændringer i den anvendte regnskabspraksis, der indirekte har indvirkning på værdien i Royal Unibrew. I 2010 valgte Royal Unibrew at forkorte levetiden på bygninger og installationer fra 25-50 år til 25-40 år, hvilket indikerer en mere konservativ tilgang til regnskabsaflæggelsen fremadrettet. Ændringen vil ikke påvirke værdien af Royal Unibrew direkte, da afskrivningerne ikke har nogen cash flow effekt. En kortere afskrivningsperiode vil derimod medfører en lavere afkastningsgrad og overskudsgrad både før og efter skat, da hhv. EBIT og NOPAT alt andet lige forringes som et resultat af hårde afskrivninger såfremt den investeret kapital ikke falder i samme periode. Samme år valgte Royal Unibrew at forlænge afskrivningsperioden på produktionsanlæg og maskiner fra 5-8 år til 5-15 år, hvilket har den helt modsatte effekt af en forkortet afskrivningsperiode. På grund af et begrænset informationsgrundlag, er det vanskeligt for en ekstern analytiker at korrigere for denne ændring. Derfor er der ikke sket nogen korrektion af afskrivningerne, det er dog vigtigt at vide, at afkastningsgraden og overskudsgraden kan være over- eller undervurderet efter 2009 alt efter om NOPAT eller EBIT er påvirket positivt eller negativt af den ændret regnskabspraksis.

Bilag 15 – Royal Unibrews oprindelige resultatopgørelse og balance**Resultatopgørelse**

<i>t. DKK</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Omsætning	4.918.600,00	4.479.219,00				
Øl- og mineralvandsafgifter	-739.897,00	-662.798,00				
	4.178.703,0	3.816.421,0	3.775.431,0	3.430.633,0	3.430.008,0	4.480.998,0
Nettoomsætning	0	0	0	0	0	0
	-	-	-	-	-	-
Produktionsomkostninger	2.433.298,00	2.211.134,00	1.945.672,00	1.685.311,00	1.714.265,00	2.195.788,00
	1.745.405,0	1.605.287,0	1.829.759,0	1.745.322,0	1.715.743,0	2.285.210,0
Bruttoresultat	0	0	0	0	0	0
	-	-	-	-	-	-
Salgs- og distributionsomkostninger	1.387.543,00	1.146.604,00	1.200.160,00	1.084.913,00	1.062.453,00	1.448.530,00
Administrationsomkostninger	-226.844,00	-219.068,00	-216.635,00	-189.717,00	-173.136,00	-264.090,00
Andre driftsindtægter	3.835,00	3.691,00	3.929,00	3.549,00	4.843,00	2.642,00
Andre driftsomkostninger	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-15.161,00
Resultat af primær drift før særlige poster	134.853,00	243.306,00	416.893,00	474.241,00	484.997,00	560.071,00
Særlige indtægter	0,00	21.500,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Særlige omkostninger	-50.125,00	-56.366,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nedskrivning af langfristet aktiver	-384.957,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat før finansielle poster	-300.229,00	208.440,00	416.893,00	474.241,00	484.997,00	560.071,00
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	22.654,00	25.836,00	31.460,00	14.370,00	34.263,00	33.552,00
Udbytte fra datter- og associerede virksomheder	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nedskrivning på kapitalandele og mellemværender	-70.104,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finansielle indtægter	33.899,00	32.666,00	46.513,00	40.156,00	6.195,00	4.345,00
Finansielle omkostninger	-139.185,00	-190.295,00	-119.853,00	-67.659,00	-44.434,00	-49.685,00
Resultat før skat	-452.965,00	76.647,00	375.013,00	461.108,00	481.021,00	548.283,00
Skat af årets resultat	-30.200,00	-24.196,00	-97.240,00	-110.253,00	-108.217,00	-68.707,00
Årets resultat	-483.165,00	52.451,00	277.773,00	350.855,00	372.804,00	479.576,00
Årets resultat fordeles således:						
Moderselskabets aktionærers andel af årets resultat	-484.333,00	47.062,00	278.073,00	347.941,00	371.192,00	479.576,00
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	1.168,00	5.389,00	-300,00	2.914,00	1.612,00	0,00
Årets resultat	-483.165,00	52.451,00	277.773,00	350.855,00	372.804,00	479.576,00

Balance

t. DKK	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Langfristet aktiver						
Goodwill	311.275,00	307.524,00	263.982,00	263.733,00	244.882,00	1.430.378,00
varemærker	167.885,00	166.193,00	133.647,00	124.186,00	124.069,00	1.236.102,00
Distributionsrettigheder	7.186,00	6.237,00	4.513,00	3.175,00	1.672,00	214.592,00
Kunderelationer	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	62.970,00
Immaterielle langfristede aktiver	486.346,00	479.954,00	402.142,00	391.094,00	370.623,00	2.944.042,00
Grunde og bygninger	643.363,00	723.786,00	661.062,00	584.120,00	559.200,00	1.261.505,00
Projektudviklingsejendomme	400.000,00	403.552,00	406.427,00	411.450,00	276.338,00	290.539,00
Produktionsanlæg og maskiner	529.291,00	650.786,00	513.373,00	442.783,00	433.369,00	880.267,00
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	214.997,00	224.146,00	178.550,00	132.298,00	142.903,00	238.466,00
Materielle anlægsaktiver under udførelse	291.787,00	11.386,00	12.233,00	30.623,00	67.531,00	38.164,00
Materielle langfristede aktiver	2.079.438,00	2.013.656,00	1.771.645,00	1.601.274,00	1.479.341,00	2.708.941,00
Kapitalandele i dattervirksomheder	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalandele i associerede virksomheder	87.650,00	110.842,00	136.187,00	290.712,00	129.782,00	132.523,00
Tilgodehavender hos dattervirksomheder	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	20.634,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andre kapitalandele	56.900,00	56.748,00	59.027,00	2.613,00	2.620,00	15.731,00
Andre tilgodehavender	11.939,00	12.892,00	6.093,00	5.114,00	9.645,00	8.354,00
Finansielle langfristede aktiver	177.123,00	180.482,00	201.307,00	298.439,00	142.047,00	156.608,00
Langfristede aktiver	2.742.907,00	2.674.092,00	2.375.094,00	2.290.807,00	1.992.011,00	5.809.591,00
Kortfristet aktiver						
Råvarer og hjælpematerialer	122.194,00	92.199,00	58.415,00	50.861,00	65.208,00	106.709,00
Varer under fremstilling	27.177,00	20.980,00	18.012,00	16.644,00	21.062,00	24.016,00
Fremstillet færdigvarer og handelsvarer	265.302,00	124.945,00	110.717,00	105.642,00	94.072,00	199.734,00
Varebeholdninger	414.673,00	238.124,00	187.144,00	173.147,00	180.342,00	330.459,00
Tilgodehavender fra salg	541.566,00	408.958,00	407.029,00	379.012,00	365.286,00	449.228,00
Tilgodehavender hos dattervirksomheder	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	1.008,00	1.039,00	1.786,00	1.793,00	1.444,00	0,00
Selskabsskat	0,00	0,00	0,00	0,00	8.855,00	11.754,00
Andre tilgodehavender	113.679,00	21.082,00	26.105,00	13.605,00	12.138,00	56.496,00
Periodeafgrænsningsposter	147.191,00	53.885,00	22.291,00	13.191,00	14.253,00	23.022,00
Tilgodehavender	803.444,00	484.964,00	457.211,00	407.601,00	401.976,00	540.500,00
Likvide beholdninger	90.384,00	92.474,00	37.391,00	18.773,00	273.775,00	243.962,00

Kortfristet aktiver	1.308.501,00	815.562,00	681.746,00	599.521,00	856.093,00	1.114.921,00
Aktiver	4.051.408,00	3.489.654,00	3.056.840,00	2.890.328,00	2.848.104,00	6.924.512,00
Egenkapital						
Selskabskapital	56.000,00	111.865,00	111.865,00	111.865,00	105.700,00	110.985,00
Overkurs fra emission	0,00	0,00	337.825,00	337.825,00	319.205,00	855.839,00
Opskrivningshenlæggelser	180.000,00	337.825,00	180.000,00	180.000,00	112.320,00	136.505,00
Reserve for valutakursændringer	-102.279,00	180.000,00	-99.054,00	-31.811,00	-5.719,00	-18.970,00
Reserve for sikringstransaktioner	-34.603,00	-112.018,00	-27.957,00	-76.995,00	-59.239,00	-46.039,00
Overført overskud	440.788,00	-52.596,00	626.300,00	597.262,00	621.648,00	1.094.657,00
Forslået udbytte	0,00	491.958,00	139.831,00	190.170,00	253.680,00	0,00
Egenkapital for moderselskabsaktio- nærer	539.906,00	957.034,00	1.268.810,00	1.308.316,00	1.347.595,00	2.132.977,00
Minoritetsinteresser	34.922,00	38.080,00	11.709,00	12.869,00	0,00	0,00
Egenkapital	574.828,00	995.114,00	1.280.519,00	1.321.185,00	1.347.595,00	2.132.977,00
Udskudt skat	179.378,00	171.831,00	170.011,00	166.539,00	144.795,00	457.571,00
Realkreditinstitutter	734.655,00	735.516,00	595.534,00	593.880,00	591.680,00	747.742,00
Kreditinstitutter	968.888,00	773.301,00	79,00	0,00	0,00	1.097.291,00
Anden gæld	0,00	0,00	12.585,00	23.119,00	9.121,00	17.318,00
Langfristede forpligtigelser	1.882.921,00	1.680.648,00	778.209,00	783.538,00	745.596,00	2.319.922,00
Realkreditinstitutter	0,00	0,00	2.430,00	1.959,00	2.010,00	14.159,00
kreditinstitutter	599.335,00	0,00	209.003,00	53.654,00	634,00	763.978,00
Indløsningsforpligtigelse, returemballage	74.056,00	61.793,00	57.278,00	42.241,00	36.211,00	103.938,00
Leverandørgæld	523.175,00	419.381,00	429.501,00	397.795,00	430.852,00	807.486,00
Gæld til dattervirksomheder	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Selskabsskat	0,00	6.227,00	8.329,00	63,00	0,00	0,00
Anden offentlig gæld	61.439,00	98.012,00	66.001,00	68.017,00	65.115,00	370.737,00
Anden gæld	335.654,00	228.479,00	225.570,00	221.876,00	220.091,00	411.315,00
Kortfristede forpligtigelser	1.593.659,00	813.892,00	998.112,00	785.605,00	754.913,00	2.471.613,00
Forpligtigelser	3.476.580,00	2.494.540,00	1.776.321,00	1.569.143,00	1.500.509,00	4.791.535,00
Passiver	4.051.408,00	3.489.654,00	3.056.840,00	2.890.328,00	2.848.104,00	6.924.512,00

Bilag 16 – Royal Unibrews reformuleret resultatopgørelse, balance og noter**Reformuleret resultatopgørelse**

<i>t. DKK</i>	Note	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning		3.816.421,00	3.775.431,00	3.430.633,00	3.430.008,00	4.480.998,00
Produktionsomkostninger	1	-2.048.018,00	-1.818.071,00	-1.610.127,00	-1.626.997,00	-2.091.430,00
		1.768.403,0	1.957.360,0	1.820.506,0	1.803.011,0	2.389.568,0
Bruttoresultat		0	0	0	0	0
Salgs- og distributionsomkostninger	1	-1.105.059,00	-1.161.259,00	-1.051.835,00	-1.040.239,00	-1.394.491,00
Administrationsomkostninger	1	-206.567,00	-200.044,00	-176.073,00	-158.433,00	-250.707,00
Andre driftsindtægter		3.691,00	3.929,00	3.549,00	4.843,00	2.642,00
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	2	25.836,00	31.460,00	14.370,00	34.263,00	33.552,00
Skat af resultat i associerede virksomheder	2	6.459,00	7.865,00	3.592,50	8.565,75	8.388,00
Resultat før særlige poster		492.763,00	639.311,00	614.109,50	652.010,75	788.952,00
Ikke-resultatførte poster	3	-29.963,00	33.764,00	-48.662,00	47.400,00	-1.328,00
Særlige omkostninger		-56.366,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat af primær drift (EBITDA)		406.434,00	673.075,00	565.447,50	699.410,75	787.624,00
Af- og nedskrivninger	1	-217.162,00	-183.093,00	-121.906,00	-124.185,00	-171.780,00
EBIT		189.272,00	489.982,00	443.541,50	575.225,75	615.844,00
Skat af primær drift	4	-70.062,25	-123.440,00	-120.721,25	-126.342,50	-88.430,00
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)		119.209,75	366.542,00	322.820,25	448.883,25	527.414,00
Særlige indtægter		21.500,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andre driftsomkostninger		0,00	0,00	0,00	0,00	-15.161,00
Resultat før finansielle poster		140.709,75	366.542,00	322.820,25	448.883,25	512.253,00
Finansielle indtægter		32.666,00	46.513,00	40.156,00	6.195,00	4.345,00
Finansielle omkostninger		-190.295,00	-119.853,00	-67.659,00	-44.434,00	-49.685,00
Skatteeffekt	4	39.407,25	18.335,00	6.875,75	9.559,75	11.335,00
Nettofinansielle omkostninger efter skat	4	-118.221,75	-55.005,00	-20.627,25	-28.679,25	-34.005,00
Koncernresultat		22.488,00	311.537,00	302.193,00	420.204,00	478.248,00
Minoritetsinteressers andel af koncernresultat		5.389,00	-300,00	2.914,00	1.612,00	0,00

Totalindkomst		27.877,00	311.237,00	305.107,00	421.816,00	478.248,00
----------------------	--	------------------	-------------------	-------------------	-------------------	-------------------

Reformuleret balance

<i>t. DKK</i>	Note	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsaktiver							
Goodwill		311.275,00	307.524,00	263.982,00	263.733,00	244.882,00	1.430.378,00
varemærker		167.885,00	166.193,00	133.647,00	124.186,00	124.069,00	1.236.102,00
Distributionsrettigheder	6	7.777,50	6.905,50	5.105,00	3.766,50	2.264,00	215.183,50
Kunderrelationer		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	62.970,00
Grunde og bygninger		643.363,00	723.786,00	661.062,00	584.120,00	559.200,00	1.261.505,00
Projektudviklingsejendomme		400.000,00	403.552,00	406.427,00	411.450,00	276.338,00	290.539,00
Produktionsanlæg og maskiner		529.291,00	650.786,00	513.373,00	442.783,00	433.369,00	880.267,00
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar		214.997,00	224.146,00	178.550,00	132.298,00	142.903,00	238.466,00
Materielle anlægsaktiver under udførelse		291.787,00	11.386,00	12.233,00	30.623,00	67.531,00	38.164,00
Kapitalandele i dattervirksomheder		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kapitalandele i associerede virksomheder		87.650,00	110.842,00	136.187,00	290.712,00	129.782,00	132.523,00
Tilgodehavender hos dattervirksomheder		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tilgodehavender hos associerede virks.		20.634,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andre kapitalandele		56.900,00	56.748,00	59.027,00	2.613,00	2.620,00	15.731,00
Andre tilgodehavender		11.939,00	12.892,00	6.093,00	5.114,00	9.645,00	8.354,00
Råvarer og hjælpematerialer		122.194,00	92.199,00	58.415,00	50.861,00	65.208,00	106.709,00
Varer under fremstilling		27.177,00	20.980,00	18.012,00	16.644,00	21.062,00	24.016,00
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer		265.302,00	124.945,00	110.717,00	105.642,00	94.072,00	199.734,00
Tilgodehavender fra salg		541.566,00	408.958,00	407.029,00	379.012,00	365.286,00	449.228,00
Tilgodehavender hos dattervirksomheder		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tilgodehavender hos associerede virksomheder		1.008,00	1.039,00	1.786,00	1.793,00	1.444,00	0,00
Selskabsskat		0,00	0,00	0,00	0,00	8.855,00	11.754,00
Andre tilgodehavender		113.679,00	21.082,00	26.105,00	13.605,00	12.138,00	56.496,00
Periodeafgrænsningsposter		147.191,00	53.885,00	22.291,00	13.191,00	14.253,00	23.022,00
Driftslikviditet	5	20.893,52	19.082,11	18.877,16	17.153,17	17.150,04	22.404,99
Driftsaktiver i alt		3.982.509,02	3.416.930,61	3.038.918,16	2.889.299,67	2.592.071,04	6.703.546,49
Driftsforpligtigelser							
Udskudt skat		179.378,00	171.831,00	170.011,00	166.539,00	144.795,00	457.571,00
Anden gæld		335.654,00	228.479,00	225.570,00	221.876,00	220.091,00	411.315,00
Indløsningsforpligtigelse, returembalage		74.056,00	61.793,00	57.278,00	42.241,00	36.211,00	103.938,00

Leverandørgæld		523.175,00	419.381,00	429.501,00	397.795,00	430.852,00	807.486,00
Selskabsskat		0,00	6.227,00	8.329,00	63,00	0,00	0,00
Anden offentlig gæld		61.439,00	98.012,00	66.001,00	68.017,00	65.115,00	370.737,00
Anden gæld		0,00	0,00	12.585,00	23.119,00	9.121,00	17.318,00
Driftsgæld i alt		1.173.702,00	985.723,00	969.275,00	919.650,00	906.185,00	2.168.365,00
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)		2.808.807,02	2.431.207,61	2.069.643,16	1.969.649,67	1.685.886,04	4.535.181,49
Finansielle forpligtigelser							
Realkreditinstitutter		734.655,00	735.516,00	595.534,00	593.880,00	591.680,00	747.742,00
Kreditinstitutter		968.888,00	773.301,00	79,00	0,00	0,00	1.097.291,00
Realkreditinstitutter		0,00	0,00	2.430,00	1.959,00	2.010,00	14.159,00
kreditinstitutter		599.335,00	0,00	209.003,00	53.654,00	634,00	763.978,00
Finansielle aktiver							
-Likvide beholdning	5	69.490,49	73.391,90	18.513,85	1.619,84	256.624,96	221.557,01
Netto finansielle forpligtigelser i alt		2.233.387,52	1.435.425,11	788.532,16	647.873,17	337.699,04	2.401.612,99
Egenkapital for moderselskabsaktionærer	6	540.497,50	957.702,50	1.269.402,00	1.308.907,50	1.348.187,00	2.133.568,50
Minoritetsinteresser		34.922,00	38.080,00	11.709,00	12.869,00	0,00	0,00
Total egenkapital		575.419,50	995.782,50	1.281.111,00	1.321.776,50	1.348.187,00	2.133.568,50
Investeret kapital		2.808.807,02	2.431.207,61	2.069.643,16	1.969.649,67	1.685.886,04	4.535.181,49

Noter (Royal Unibrew)

Note 1 – Af- og Nedskrivninger

Note 1	2009	2010	2011	2012	2013
Af- og nedskrivninger					
Produktionsomkostninger	-163.116,00	-127.601,00	-75.184,00	-87.268,00	-104.358,00
Salgs- og distributionsomkostninger	-41.545,00	-38.901,00	-33.078,00	-22.214,00	-54.039,00
Administrationsomkostninger	-12.501,00	-16.591,00	-13.644,00	-14.703,00	-13.383,00
Af- og nedskrivninger i alt	-217.162,00	-183.093,00	-121.906,00	-124.185,00	-171.780,00

Note 2- Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder

Note 2	2009	2010	2011	2012	2013
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder					
Marginalskat i DK	25%	25%	25%	25%	25%
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	25.836,00	31.460,00	14.370,00	34.263,00	33.552,00

Skat af kapitalandele i associerede virksomheder	6.459,00	7.865,00	3.592,50	8.565,75	8.388,00
--	----------	----------	----------	----------	----------

Indtægter efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder vil ud fra Royal Unibrews selskabs-oversigt vurderes udelukkende at vedrøre bryggerirelaterede aktiviteter. Derfor klassificeres regnskabsposten som værende en del af driften i Royal Unibrew

Note 3 – Ikke resultatførte poster

Note 3	2009	2010	2011	2012	2013
Ikke-resultatførte poster					
Valutakursregulering af tilknyttede udenlandske virks.	-11.970,00	14.026,00	-4.484,00	29.853,00	-11.638,00
Værdiregulering af sikringsinstrumenter primo	34.603,00	52.596,00	27.957,00	76.995,00	59.239,00
Værdiregulering af sikringsinstrumenter ultimo	-52.596,00	-27.957,00	-76.995,00	-59.239,00	-44.824,00
Skat af egenkapitalposter	0,00	-4.901,00	4.860,00	-209,00	-4.105,00
Total ikke-resultatførte poster	-29.963,00	33.764,00	-48.662,00	47.400,00	-1.328,00

Note 4 – Skatteopgørelse

Note 4	2009	2010	2011	2012	2013
Skatteopgørelse					
Finansielle indtægter	32.666,00	46.513,00	40.156,00	6.195,00	4.345,00
Finansielle omkostninger	-190.295,00	-119.853,00	-67.659,00	-44.434,00	-49.685,00
Nettofinansielle omkostninger	-157.629,00	-73.340,00	-27.503,00	-38.239,00	-45.340,00
Marginalskat i %	25%	25%	25%	25%	25%
Skatteeffekt	39.407,25	18.335,00	6.875,75	9.559,75	11.335,00
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-118.221,75	-55.005,00	-20.627,25	-28.679,25	-34.005,00
Rapporteret skat	-24.196,00	-97.240,00	-110.253,00	-108.217,00	-68.707,00
Skat af kapitalandele i associerede virksomheder	-6.459,00	-7.865,00	-3.592,50	-8.565,75	-8.388,00
Skat af primær drift	-70.062,25	-123.440,00	-120.721,25	-126.342,50	-88.430,00

Note 5 – Likvidbeholdning

Note 5	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Likvidbeholdning						
Aktuelle likvide beholdning	90.384,00	92.474,00	37.391,00	18.773,00	273.775,00	243.962,00
Driftslikviditet (0,5 % af nettoomsætning)	20.893,52	19.082,11	18.877,16	17.153,17	17.150,04	22.404,99
Resterende likvidbeholdning (finansiel)	69.490,49	73.391,90	18.513,85	1.619,84	256.624,96	221.557,01

Note 6 – Distributionsrettigheder

Note 6	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Distributionsrettigheder						
Oprindelig distributionsrettigheder ultimo	7.186,00	6.237,00	4.513,00	3.175,00	1.672,00	214.592,00

Årets afskrivninger	-1.183,00	-1.337,00	-1.184,00	-1.183,00	-1.184,00	-1.183,00
Korrektion af distributionsrettigheder	-591,50	-668,50	-592,00	-591,50	-592,00	-591,50
Ny distributionsrettigheder ultimo	7.777,50	6.905,50	5.105,00	3.766,50	2.264,00	215.183,50
Oprindelig moderselskabs egenkapital ultimo	539.906,00	957.034,00	1.268.810,00	1.308.316,00	1.347.595,00	2.132.977,00
Korrektion	-591,50	-668,50	-592,00	-591,50	-592,00	-591,50
Ny moderselskabs egenkapital ultimo	540.497,50	957.702,50	1.269.402,00	1.308.907,50	1.348.187,00	2.133.568,50

Bilag 17 – Carlsbergs oprindelige resultatopgørelse og balance**Resultatopgørelse**

<i>mio kr.</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Omsætning	76.557,00	75.676,00	81.295,00	86.555,00	93.100,00	93.732,00
Øl- og mineralvandsafgifter	-16.613,00	-16.294,00	-21.241,00	-22.994,00	-25.899,00	-27.180,00
Nettoomsætning	59.944,00	59.382,00	60.054,00	63.561,00	67.201,00	66.552,00
Produktionsomkostninger	-31.248,00	-30.197,00	-28.982,00	-31.788,00	-33.831,00	-33.622,00
Bruttoresultat	28.696,00	29.185,00	31.072,00	31.773,00	33.370,00	32.930,00
Salgs- og distributionsomkostninger	-17.592,00	-15.989,00	-17.158,00	-18.483,00	-19.645,00	-18.717,00
Administrationsomkostninger	-3.934,00	-3.873,00	-4.040,00	-3.903,00	-4.185,00	-4.502,00
Andre driftsindtægter	1.178,00	554,00	815,00	671,00	589,00	17,00
Andre driftsomkostninger	-450,00	-599,00	-588,00	-422,00	-444,00	0,00
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	81,00	112,00	148,00	180,00	108,00	116,00
Resultat af primær drift før særlige poster	7.979,00	9.390,00	10.249,00	9.816,00	9.793,00	9.844,00
Særlige poster	-1.641,00	-695,00	-249,00	-268,00	85,00	-466,00
Finansielle indtægter	1.310,00	609,00	1.085,00	630,00	900,00	721,00
Finansielle omkostninger	-4.766,00	-3.599,00	-3.240,00	-2.648,00	-2.672,00	-2.254,00
Resultat før skat	2.882,00	5.705,00	7.845,00	7.530,00	8.106,00	7.845,00
Selskabsskat	324,00	-1.538,00	-1.885,00	-1.838,00	-1.861,00	-1.894,00
Koncernresultat	3.206,00	4.167,00	5.960,00	5.692,00	6.245,00	5.951,00
Årets resultat fordeles således:						
Moderselskabets aktionærers andel af årets resultat	575,00	565,00	609,00	543,00	638,00	480,00
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	2.631,00	3.602,00	5.351,00	5.149,00	5.607,00	5.471,00
Årets resultat	3.206,00	4.167,00	5.960,00	5.692,00	6.245,00	5.951,00

Balance

<i>Mio kr.</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Langfristet aktiver						
Immaterielle aktiver	84.678,00	81.611,00	87.813,00	89.041,00	91.216,00	91.895,00
Materielle aktiver	34.043,00	31.825,00	32.420,00	31.848,00	31.991,00	33.482,00
Kapitalandele i associerede virksomheder	2.224,00	2.667,00	4.877,00	5.051,00	6.241,00	2.359,00
Værdipapirer	118,00	94,00	124,00	134,00	133,00	0,00
Tilgodehavender	1.707,00	1.604,00	1.747,00	1.650,00	2.075,00	2.093,00
Udsudte skatteaktiver	1.254,00	1.483,00	1.301,00	1.199,00	1.170,00	1.175,00

Pensionsaktiver	2,00	2,00	8,00	5,00	4,00	0,00
Langfristede aktiver	124.026,00	119.286,00	128.290,00	128.928,00	132.830,00	131.004,00
Kortfristet aktiver						
Varebeholdninger	5.317,00	3.601,00	4.191,00	4.350,00	4.541,00	4.762,00
Tilgodehavender fra kunder	6.369,00	5.898,00	5.687,00	7.855,00	7.828,00	7.888,00
Tilgodehavender fra skat	262,00	175,00	172,00	129,00	60,00	203,00
Andre tilgodehavender	3.095,00	1.750,00	1.766,00	1.846,00	2.045,00	2.001,00
Periodeafgrænsningsposter	1.211,00	666,00	938,00	867,00	853,00	1.566,00
Værdipapirer	7,00	17,00	34,00	24,00	21,00	0,00
Likvide beholdninger	2.857,00	2.734,00	2.735,00	3.145,00	5.760,00	3.714,00
Kortfristede aktiver i alt	19.118,00	14.841,00	15.523,00	18.216,00	21.108,00	20.134,00
Aktiver bestemt for salg	162,00	388,00	419,00	570,00	27,00	0,00
Aktiver i alt	143.306,00	134.515,00	144.232,00	147.714,00	153.965,00	151.138,00
Egenkapital:						
Aktiekapital	3.051,00	3.051,00	3.051,00	3.051,00	3.051,00	3.051,00
Reserver	52.470,00	-11.816,00	-7.056,00	-8.740,00	-6.476,00	-13.755,00
Overført resultat	0,00	63.594,00	68.253,00	71.555,00	73.686,00	78.515,00
Egenkapital for aktionærer i Carlsberg A/S	55.521,00	54.829,00	64.248,00	65.866,00	70.261,00	67.811,00
Minoritetsinteresser	5.230,00	4.660,00	5.381,00	5.763,00	3.389,00	3.688,00
Egenkapital i alt	60.751,00	59.489,00	69.629,00	71.629,00	73.650,00	71.499,00
Langfristede forpligtigelser						
Lån	43.230,00	36.075,00	32.587,00	34.364,00	36.706,00	30.686,00
Pensioner og lignende forpligtigelser	1.793,00	2.153,00	2.434,00	3.263,00	3.961,00	3.093,00
Udskudt skat	9.803,00	9.688,00	9.929,00	9.652,00	9.682,00	8.837,00
Hensatte forpligtigelser	1.498,00	1.353,00	1.506,00	1.001,00	1.230,00	1.278,00
Anden gæld	263,00	746,00	922,00	1.262,00	1.201,00	1.354,00
Langfristede forpligtigelser i alt	56.587,00	50.015,00	47.378,00	49.542,00	52.780,00	45.248,00
Kortfristet forpligtigelser:						
Lån	5.291,00	3.322,00	3.959,00	1.875,00	3.352,00	9.525,00
Leverandørgæld	7.993,00	7.929,00	9.385,00	11.021,00	11.862,00	12.927,00
Tilbagebetalingsforpligtigelse vedrørende emballage	1.455,00	1.361,00	1.279,00	1.291,00	1.381,00	1.630,00
Hensatte forpligtigelser	677,00	1.092,00	512,00	511,00	619,00	530,00

Selskabsskat	279,00	411,00	534,00	527,00	537,00	531,00
Anden gæld mv.	9.905,00	10.845,00	11.378,00	10.490,00	9.766,00	9.248,00
Kortfristet forpligtigelser i alt	25.600,00	24.960,00	27.047,00	25.715,00	27.517,00	34.391,00
Forpligtigelser vedrørende aktiver bestemt for salg	368,00	51,00	178,00	828,00	18,00	0,00
Forpligtigelser i alt	82.555,00	75.026,00	74.603,00	76.085,00	80.315,00	79.639,00
Passiver i alt	143.306,00	134.515,00	144.232,00	147.714,00	153.965,00	151.138,00

Carlsbergs reformuleret resultatopgørelse, balance og noter

Reformuleret resultatopgørelse

<i>Mio kr.</i>	Note	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning		59.382,00	60.054,00	63.561,00	67.201,00	66.552,00
Produktionsomkostninger	1	-27.616,00	-26.254,00	-29.117,00	-31.016,00	-30.759,00
Bruttoresultat		31.766,00	33.800,00	34.444,00	36.185,00	35.793,00
Salgs- og distributionsomkostninger	1	-15.141,00	-16.321,00	-17.690,00	-18.778,00	-17.922,00
Administrationsomkostninger	1	-3.523,00	-3.618,00	-3.583,00	-3.848,00	-4.171,00
Andre driftsindtægter		554,00	815,00	671,00	589,00	17,00
Andre driftsomkostninger		-599,00	-588,00	-422,00	-444,00	0,00
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder		112,00	148,00	180,00	108,00	116,00
Skat af resultat i associerede virksomheder	2	20,25	28,00	37,00	45,00	27,00
Resultat af primær drift før særlige poster		13.189,25	14.264,00	13.637,00	13.857,00	13.860,00
Ikke-resultatførte poster	4	-3.429,00	5.071,00	-2.478,00	1.439,00	-6.834,00
Særlige poster	1	-613,00	474,00	847,00	988,00	-97,00
Resultat af primær drift (EBITDA)		9.147,25	19.809,00	12.006,00	16.284,00	6.929,00
Af- og nedskrivninger		-3.861,00	-4.710,00	-4.899,00	-4.922,00	-4.358,00
EBIT		5.286,25	15.099,00	7.107,00	11.362,00	2.571,00
Skat af primær drift	3	-2.305,75	-2.451,75	-2.379,50	-2.349,00	-2.304,25
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)		2.980,50	12.647,25	4.727,50	9.013,00	266,75

Finansielle indtægter		609,00	1.085,00	630,00	900,00	721,00
Finansielle omkostninger		-3.599,00	-3.240,00	-2.648,00	-2.672,00	-2.254,00
Skatteeffekt		747,50	538,75	504,50	443,00	383,25
Nettofinansielle omkostninger efter skat	3	-2.242,50	-1.616,25	-1.513,50	-1.329,00	-1.149,75
Koncernresultat		738,00	11.031,00	3.214,00	7.684,00	-883,00
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultat						
Totalindkomst		738,00	11.031,00	3.214,00	7.684,00	-883,00

Reformuleret balance

Mio kr.	Note	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsaktiver							
Immaterielle aktiver		84.678,00	81.611,00	87.813,00	89.041,00	91.216,00	91.895,00
Materielle aktiver		34.043,00	31.825,00	32.420,00	31.848,00	31.991,00	33.482,00
Kapitalandele i associerede virksomheder		2.224,00	2.667,00	4.877,00	5.051,00	6.241,00	2.359,00
Tilgodehavender		1.707,00	1.604,00	1.747,00	1.650,00	2.075,00	2.093,00
Udskudte skatteaktiver		1.254,00	1.483,00	1.301,00	1.199,00	1.170,00	1.175,00
Varebeholdninger		5.317,00	3.601,00	4.191,00	4.350,00	4.541,00	4.762,00
Tilgodehavender fra kunder		6.369,00	5.898,00	5.687,00	7.855,00	7.828,00	7.888,00
Tilgodehavender fra skat		262,00	175,00	172,00	129,00	60,00	203,00
Andre tilgodehavender		3.095,00	1.750,00	1.766,00	1.846,00	2.045,00	2.001,00
Periodeafgrænsningsposter		1.211,00	666,00	938,00	867,00	853,00	1.566,00
Driftslikviditet	5	299,72	296,91	300,27	317,81	336,01	332,76
Driftsaktiver i alt		140.459,72	131.576,91	141.212,27	144.153,81	148.356,01	147.756,76
Driftsforpligtigelser							
Udskudt skat		9.803,00	9.688,00	9.929,00	9.652,00	9.682,00	8.837,00
Hensatte forpligtigelser		1.498,00	1.353,00	1.506,00	1.001,00	1.230,00	1.278,00
Anden gæld		263,00	746,00	922,00	1.262,00	1.201,00	1.354,00
Leverandørgæld		7.993,00	7.929,00	9.385,00	11.021,00	11.862,00	12.927,00
Tilbagebetalingsforpligtigelse vedrørende emballage		1.455,00	1.361,00	1.279,00	1.291,00	1.381,00	1.630,00
Hensatte frpligtigelser		677,00	1.092,00	512,00	511,00	619,00	530,00
Selskabsskat		279,00	411,00	534,00	527,00	537,00	531,00

Anden gæld mv.		9.905,00	10.845,00	11.378,00	10.490,00	9.766,00	9.248,00
Driftsgæld i alt		31.873,00	33.425,00	35.445,00	35.755,00	36.278,00	36.335,00
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)		108.586,72	98.151,91	105.767,27	108.398,81	112.078,01	111.421,76
Finansielle forpligtigelser							
Lån		43.230,00	36.075,00	32.587,00	34.364,00	36.706,00	30.686,00
Pensioner og lignende forpligtigelser		1.793,00	2.153,00	2.434,00	3.263,00	3.961,00	3.093,00
Lån		5.291,00	3.322,00	3.959,00	1.875,00	3.352,00	9.525,00
Forpligtigelser vedrørende aktiver bestemt for salg		368,00	51,00	178,00	828,00	18,00	0,00
Finansielle aktiver							
Værdipapirer		118,00	94,00	124,00	134,00	133,00	0,00
Pensionsaktiver		2,00	2,00	8,00	5,00	4,00	0,00
Værdipapirer		7,00	17,00	34,00	24,00	21,00	0,00
Aktiver bestemt for salg		162,00	388,00	419,00	570,00	27,00	0,00
-Likvide beholdning	5	2.557,28	2.437,09	2.434,73	2.827,20	5.424,00	3.381,24
Netto finansielle forpligtigelser i alt		47.835,72	38.662,91	36.138,27	36.769,81	38.428,01	39.922,76
Egenkapital for moderselskabsaktionærer		55.521,00	54.829,00	64.248,00	65.866,00	70.261,00	67.811,00
Minoritetsinteresser		5.230,00	4.660,00	5.381,00	5.763,00	3.389,00	3.688,00
Total egenkapital		60.751,00	59.489,00	69.629,00	71.629,00	73.650,00	71.499,00
Investeret kapital		108.586,72	98.151,91	105.767,27	108.398,81	112.078,01	111.421,76

Noter (Carlsberg)

Note 1 – Af- og Nedskrivninger

Note 1	2009	2010	2011	2012	2013
Af- og nedskrivninger					
Produktionsomkostninger	-2.581,00	-2.728,00	-2.671,00	-2.815,00	-2.863,00
Salgs & distributionsomkostninger	-848,00	-837,00	-793,00	-867,00	-795,00
Administrationsomkostninger	-350,00	-422,00	-320,00	-337,00	-331,00

Særlige poster	-82,00	-723,00	-1.115,00	-903,00	-369,00
Afskrivninger i alt	-3.861,00	-4.710,00	-4.899,00	-4.922,00	-4.358,00

Note 2- Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder

Note 2	2009	2010	2011	2012	2013
Resultat af kapitalandele i associerede virks.					
Marginal skattesats i DK	25%	25%	25%	25%	25%
Andel af resultat efter skat i associerede virks.	81,00	112,00	148,00	180,00	108,00
Skat af resultat i associerede virksomheder	20,25	28,00	37,00	45,00	27,00

Note 3 – Skatteopgørelse

Note 4	2009	2010	2011	2012	2013
Ikke-resultatførte poster					
	-				
Valutakursregulering af udenlandske enheder	3.135,00	5.947,00	-1.839,00	1.904,00	-7.499,00
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	23,00	-768,00	-12,00	111,00	10,00
Værdiregulering af værdipapirer	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
Pensionsforpligtigelser	-382,00	-167,00	-1.093,00	-741,00	822,00
Værdiregulering ved trinvis overtagelse af dattervirks.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andel af anden totalindkomst i associerede virksomheder	31,00	0,00	3,00	4,00	4,00
Effekt af hyperinflation	0,00	0,00	175,00	75,00	61,00
Andet	-6,00	11,00	-26,00	-2,00	-29,00
Skat af bevægelser i anden totalindkomst	39,00	47,00	314,00	88,00	-203,00
	-				
Ikke-resultatførte poster i alt	3.429,00	5.071,00	-2.478,00	1.439,00	-6.834,00

Note 4 – Ikke resultatførte poster

Note 3	2009	2010	2011	2012	2013
Skatteopgørelse					
Finansielle indtægter	609,00	1.085,00	630,00	900,00	721,00
Finansielle omkostninger	-3.599,00	-3.240,00	-2.648,00	-2.672,00	-2.254,00
Nettofinansielle omkostninger	-2.990,00	-2.155,00	-2.018,00	-1.772,00	-1.533,00
Marginalskat i Danmark	25%	25%	25%	25%	25%
Skatteskjold	747,50	538,75	504,50	443,00	383,25
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-2.242,50	-1.616,25	-1.513,50	-1.329,00	-1.149,75
Skat af resultat i associerede virksomheder	-20,25	-28,00	-37,00	-45,00	-27,00
Rapporteret skat	-1.538,00	-1.885,00	-1.838,00	-1.861,00	-1.894,00

Skat af primær drift	-2.305,75	-2.451,75	-2.379,50	-2.349,00	-2.304,25
----------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Note 5 – Likvidbeholdning

Note 5	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Likvidbeholdning						
Aktuelle likvide beholdning	2.857,00	2.734,00	2.735,00	3.145,00	5.760,00	3.714,00
Driftslikviditet (0,5 % af nettoomsætning)	299,72	296,91	300,27	317,81	336,01	332,76
Resterende likvidbeholdning (finansiel)	2.557,28	2.437,09	2.434,73	2.827,20	5.424,00	3.381,24

Bilag 18 – Harboes oprindelige resultatopgørelse og balance**Resultatopgørelse**

<i>t.Dkk</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bruttoomsætning	1.806.440,00	1.804.047,00	1.584.149,00	1.677.438,00	1.588.362,00	1.626.919,00
Øl- og mineralvandsafgifter	-261.834,00	-279.320,00	-263.495,00	-266.958,00	-244.715,00	-206.807,00
	1.544.606,0	1.524.727,0	1.320.654,0	1.410.480,0	1.343.647,0	1.420.112,0
Nettoomsætning	0	0	0	0	0	0
	-	-	-	-	-	-
Produktionsomkostninger	1.299.143,00	1.247.451,00	1.024.287,00	1.122.185,00	1.118.036,00	1.177.552,00
Bruttoresultat	245.463,00	277.276,00	296.367,00	288.295,00	225.611,00	242.560,00
Andre driftsindtægter	22.369,00	18.394,00	18.281,00	23.116,00	20.675,00	28.206,00
Distributionsomkostninger	-173.455,00	-175.022,00	-179.346,00	-186.750,00	-175.567,00	-190.704,00
Administrationsomkostninger	-42.841,00	-46.037,00	-49.600,00	-49.313,00	-45.457,00	-49.628,00
Andre driftsomkostninger	-10.632,00	-10.269,00	-13.101,00	-15.838,00	-15.819,00	-13.739,00
Resultat af primær drift	40.904,00	64.342,00	72.601,00	59.510,00	9.443,00	16.695,00
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder	1.493,00	-3.458,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finansielle indtægter	18.285,00	11.180,00	4.488,00	5.728,00	4.720,00	2.627,00
Finansielle omkostninger	-25.533,00	-13.944,00	-9.910,00	-14.163,00	-10.059,00	-8.919,00
Resultat før skat	35.149,00	58.120,00	67.179,00	51.075,00	4.104,00	10.403,00
Skat af årets resultat	-9.443,00	-15.247,00	-16.931,00	-12.565,00	-1.150,00	-2.121,00
Regulering af skat vedrørende tidligere år	-65,00	156,00	-45,00	-141,00	137,00	2.309,00
Årets resultat af fortsættende aktiviteter	25.641,00	43.029,00	50.203,00	38.369,00	3.091,00	10.591,00
Koncernresultat af ophørte aktiviteter	0,00	0,00	10.449,00	303,00	0,00	0,00
Koncernresultat	25.641,00	43.029,00	60.652,00	38.672,00	3.091,00	10.591,00
Årets resultat fordeles således:						
Moderselskabets aktionærers andel af årets resultat	25.673,00	43.028,00	60.634,00	38.666,00	3.127,00	10.627,00
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	-52,00	1,00	18,00	6,00	-36,00	-36,00

Årets resultat	25.621,00	43.029,00	60.652,00	38.672,00	3.091,00	10.591,00
----------------	-----------	-----------	-----------	-----------	----------	-----------

Balance

<i>t.Dkk</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Langfristet aktiver						
Goodwill	0,00	0,00	3.573,00	3.573,00	3.573,00	3.573,00
Udviklingsprojekter	0,00	2.274,00	1.572,00	433,00	0,00	6.884,00
Rettigheder	5.723,00	5.712,00	5.707,00	5.719,00	5.705,00	5.718,00
Software	320,00	1.332,00	4.881,00	7.920,00	6.383,00	21.302,00
Immaterielle aktiver under opførelse	289,00	2.068,00	688,00	5.764,00	20.502,00	153,00
Immaterielle aktiver i alt	6.332,00	11.386,00	16.421,00	23.409,00	36.163,00	37.630,00
Grund og bygninger	329.773,00	319.406,00	331.848,00	337.159,00	255.166,00	245.130,00
Produktionsanlæg og maskiner	401.417,00	405.989,00	447.405,00	456.073,00	445.680,00	474.568,00
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	44.096,00	36.246,00	41.206,00	38.665,00	31.856,00	27.937,00
Reservedele til egne maskiner	4.707,00	4.210,00	3.887,00	3.993,00	5.297,00	4.458,00
Materielle aktiver under opførelse	13.216,00	35.338,00	33.247,00	36.083,00	64.872,00	5.577,00
Materielle aktiver i alt	793.209,00	801.189,00	857.593,00	871.973,00	802.871,00	757.670,00
Investeringsejendomme	0,00	0,00	0,00	0,00	72.919,00	63.909,00
Kapitalandele i associerede virksomheder	3.490,00	4.609,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finansielle aktiver disponible for salg	2.461,00	288.768,00	283.738,00	285.782,00	190.961,00	180.600,00
Deposita, lejemaal	2.148,00	2.186,00	2.234,00	2.303,00	2.367,00	2.403,00
Finansielle aktiver i alt	8.099,00	295.563,00	285.972,00	288.085,00	193.328,00	183.003,00
Udsudte skatteaktiver	2.093,00	1.575,00	1.299,00	886,00	3.275,00	3.806,00
Langfristede aktiver i alt	809.733,00	1.109.713,00	1.161.285,00	1.184.353,00	1.108.556,00	1.046.018,00
Varebeholdninger	114.645,00	118.468,00	122.211,00	138.250,00	136.878,00	133.391,00
Tilgodehavender fra salg	237.393,00	267.427,00	304.155,00	301.676,00	277.803,00	287.725,00
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	5.053,00	4.377,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andre tilgodehavender	10.853,00	34.929,00	3.964,00	10.306,00	20.947,00	11.534,00
Periodeafgrænsningsposter	9.274,00	8.393,00	7.219,00	7.977,00	5.199,00	6.537,00
Tilgodehavender i alt	262.573,00	315.126,00	315.338,00	319.959,00	303.949,00	305.796,00
Likvide beholdninger	12.310,00	59.864,00	43.774,00	39.913,00	24.140,00	13.780,00
Aktiver bestemt for salg	0,00	3.242,00	2.992,00	2.992,00	2.400,00	2.400,00
Kortfristede aktiver i alt	389.528,00	496.700,00	484.315,00	501.114,00	467.367,00	455.367,00

Aktiver i alt	1.199.261,00	1.606.413,00	1.645.600,00	1.685.467,00	1.575.923,00	1.501.385,00
Aktiekapital	60.000,00	60.000,00	60.000,00	60.000,00	60.000,00	60.000,00
Overkurs ved emission	51.000,00	51.000,00	51.000,00	51.000,00	51.000,00	51.000,00
Reserver	3.125,00	-18.886,00	-20.036,00	-15.689,00	-5.612,00	-4.567,00
Overført resultat	582.580,00	572.159,00	639.095,00	657.918,00	684.376,00	673.985,00
Egenkapital tilhørende moderselskabsaktionærer	696.705,00	664.273,00	730.059,00	753.229,00	789.764,00	780.418,00
Egenkapital tilhørende minoritetsaktionærer	242,00	190,00	191,00	209,00	215,00	179,00
Egenkapital i alt	696.947,00	664.463,00	730.250,00	753.438,00	789.979,00	780.597,00
Gæld til realkreditinstitutter	23.112,00	317.441,00	290.920,00	253.402,00	231.941,00	216.155,00
Kreditinstitutter i øvrigt	3.439,00	1.185,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Udsudte skatteforpligtigelser	37.776,00	39.580,00	33.555,00	37.861,00	52.780,00	52.335,00
Periodeafgrænsningsposter	44.335,00	63.627,00	61.088,00	54.832,00	65.283,00	66.868,00
Langfristede forpligtigelser i alt	108.662,00	421.833,00	385.563,00	346.095,00	350.004,00	335.358,00
Gæld til realkreditinstitutter	5.559,00	5.682,00	26.377,00	36.656,00	14.844,00	15.671,00
kreditinstitutter i øvrigt	60.196,00	135.436,00	154.340,00	169.124,00	103.780,00	69.216,00
Leverandører af vare og tjenesteydelser	186.087,00	200.136,00	187.556,00	216.388,00	189.625,00	172.341,00
Tilbagekøbsforpligtigelser, returemballage	36.298,00	35.637,00	33.350,00	27.958,00	13.928,00	10.278,00
Gæld til associerede virksomheder	6.473,00	11.377,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anden gæld	71.913,00	105.678,00	100.526,00	102.641,00	94.786,00	105.365,00
Udsudt indregning af indtægter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10.036,00
Periodeafgrænsningsposter	10.066,00	8.654,00	8.279,00	9.579,00	9.133,00	263,00
Selskabsskat	17.060,00	14.530,00	16.372,00	20.609,00	6.635,00	2.260,00
Kortfristet forpligtigelser i alt	393.652,00	517.130,00	526.800,00	582.955,00	432.731,00	385.430,00
Forpligtigelser tilknyttet aktiver bestemt for salg	0,00	2.987,00	2.987,00	2.979,00	3.209,00	0,00
Forpligtigelser i alt	502.314,00	941.950,00	915.350,00	932.029,00	785.944,00	720.788,00
Passiver i alt	1.199.261,00	1.606.413,00	1.645.600,00	1.685.467,00	1.575.923,00	1.501.385,00

Harboes reformuleret resultatopgørelse, balance og noter

Reformuleret resultatopgørelse

<i>t.Dkk</i>	Note	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning		1.524.727,00	1.320.654,00	1.410.480,00	1.343.647,00	1.420.112,00
		-	-	-	-	-
Produktionsomkostninger	1	1.141.083,00	-923.472,00	1.060.713,00	1.057.046,00	1.109.741,00
Bruttoresultat		383.644,00	397.182,00	349.767,00	286.601,00	310.371,00

Andre driftsindtægter	1	18.343,00	18.281,00	23.116,00	20.675,00	28.206,00
Distributionsomkostninger	1	-163.766,00	-171.429,00	-179.431,00	-166.105,00	-182.551,00
Administrationsomkostninger	1	-41.155,00	-44.659,00	-42.435,00	-38.615,00	-39.236,00
Andre driftsomkostninger	1	-7.005,00	-9.653,00	-11.044,00	-10.404,00	-10.043,00
Indtægter efter skat af kapitalandele i associe- rede virks.		-3.458,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Skat af kapitalandele i associerede virks.		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultat af primær drift før særlige poster		190.061,00	189.722,00	139.973,00	92.152,00	106.747,00
Ikke-resultatførte poster	2	2.092,00	4.347,00	10.077,00	1.045,00	511,00
Særlige poster	1	-50,00	18,00	6,00	-36,00	-36,00
Resultat af primær drift (EBITDA)		192.103,00	194.087,00	150.056,00	93.161,00	107.222,00
Af- og nedskrivninger		-125.719,00	-117.121,00	-80.463,00	-82.709,00	-90.052,00
EBIT		66.384,00	76.966,00	69.593,00	10.452,00	17.170,00
Skat af primær drift	3	-15.938,00	-18.286,50	-14.673,75	-2.484,75	-3.694,00
Regulering af skat vedrørende tidligere år		156,00	-45,00	-141,00	137,00	2.309,00
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)		50.602,00	58.634,50	54.778,25	8.104,25	15.785,00
Finansielle indtægter		11.180,00	4.488,00	5.728,00	4.720,00	2.627,00
Finansielle omkostninger		-13.944,00	-9.910,00	-14.163,00	-10.059,00	-8.919,00
Skatteeffekt	3	691,00	1.355,50	2.108,75	1.334,75	1.573,00
Nettofinansielle omkostninger efter skat	3	-2.073,00	-4.066,50	-6.326,25	-4.004,25	-4.719,00
Koncernresultat		48.529,00	54.568,00	48.452,00	4.100,00	11.066,00
Totalindkomst		48.529,00	54.568,00	48.452,00	4.100,00	11.066,00

Reformuleret balance

t.Dkk	Note	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsaktiver							
Goodwill		0,00	0,00	3.573,00	3.573,00	3.573,00	3.573,00
Udviklingsprojekter		0,00	2.274,00	1.572,00	433,00	0,00	6.884,00
Rettigheder		5.723,00	5.712,00	5.707,00	5.719,00	5.705,00	5.718,00
Software		320,00	1.332,00	4.881,00	7.920,00	6.383,00	21.302,00
Immaterielle aktiver under opførelse		289,00	2.068,00	688,00	5.764,00	20.502,00	153,00
Grund og bygninger		329.773,00	319.406,00	331.848,00	337.159,00	255.166,00	245.130,00
Produktionsanlæg og maskiner		401.417,00	405.989,00	447.405,00	456.073,00	445.680,00	474.568,00
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar		44.096,00	36.246,00	41.206,00	38.665,00	31.856,00	27.937,00

Reservedele til egne maskiner		4.707,00	4.210,00	3.887,00	3.993,00	5.297,00	4.458,00
Materielle aktiver under opførelse		13.216,00	35.338,00	33.247,00	36.083,00	64.872,00	5.577,00
Kapitalandele i associerede virksomheder		3.490,00	4.609,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Udskudte skatteaktiver		2.093,00	1.575,00	1.299,00	886,00	3.275,00	3.806,00
Varebeholdninger		114.645,00	118.468,00	122.211,00	138.250,00	136.878,00	133.391,00
Tilgodehavender fra salg		237.393,00	267.427,00	304.155,00	301.676,00	277.803,00	287.725,00
Tilgodehavender fra associerede virksomheder		5.053,00	4.377,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andre tilgodehavender		10.853,00	34.929,00	3.964,00	10.306,00	20.947,00	11.534,00
Periodeafgrænsningsposter		9.274,00	8.393,00	7.219,00	7.977,00	5.199,00	6.537,00
Driftslikviditet	4	7.723,03	7.623,64	6.603,27	7.052,40	6.718,24	7.100,56
Driftsaktiver i alt		1.190.065,03	1.259.976,64	1.319.465,27	1.361.529,40	1.289.854,24	1.245.393,56
Driftsforpligtigelser							
Udskudte skatteforpligtigelser		37.776,00	39.580,00	33.555,00	37.861,00	52.780,00	52.335,00
Periodeafgrænsningsposter		44.335,00	63.627,00	61.088,00	54.832,00	65.283,00	66.868,00
Leverandører af vare og tjenesteydelser		186.087,00	200.136,00	187.556,00	216.388,00	189.625,00	172.341,00
Tilbagekøbsforpligtigelser, returembalage		36.298,00	35.637,00	33.350,00	27.958,00	13.928,00	10.278,00
Anden gæld		71.913,00	105.678,00	100.526,00	102.641,00	94.786,00	105.365,00
Udskudt indregning af indtægter		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10.036,00
Periodeafgrænsningsposter		10.066,00	8.654,00	8.279,00	9.579,00	9.133,00	263,00
Selskabsskat		17.060,00	14.530,00	16.372,00	20.609,00	6.635,00	2.260,00
Driftsgæld i alt		403.535,00	467.842,00	440.726,00	469.868,00	432.170,00	419.746,00
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)		786.530,03	792.134,64	878.739,27	891.661,40	857.684,24	825.647,56
Finansielle forpligtigelser							
Gæld til realkreditinstitutter		23.112,00	317.441,00	290.920,00	253.402,00	231.941,00	216.155,00
Kreditinstitutter i øvrigt		3.439,00	1.185,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gæld til realkreditinstitutter		5.559,00	5.682,00	26.377,00	36.656,00	14.844,00	15.671,00
kreditinstitutter i øvrigt		60.196,00	135.436,00	154.340,00	169.124,00	103.780,00	69.216,00
Gæld til associerede virksomheder		6.473,00	11.377,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forpligtigelser tilknyttet aktiver bestemt for salg		0,00	2.987,00	2.987,00	2.979,00	3.209,00	0,00
Finansielle aktiver							
Investeringsejendomme		0,00	0,00	0,00	0,00	72.919,00	63.909,00
Finansielle aktiver disponible for salg		2.461,00	288.768,00	283.738,00	285.782,00	190.961,00	180.600,00

Deposita, lejemål		2.148,00	2.186,00	2.234,00	2.303,00	2.367,00	2.403,00
Aktiver bestemt for salg		0,00	3.242,00	2.992,00	2.992,00	2.400,00	2.400,00
Likvide beholdninger		4.586,97	52.240,37	37.170,73	32.860,60	17.421,77	6.679,44
Netto finansielle forpligtigelser i alt		89.583,03	127.671,64	148.489,27	138.223,40	67.705,24	45.050,56
Egenkapital for moderselskabsaktionærer		696.705,00	664.273,00	730.059,00	753.229,00	789.764,00	780.418,00
Minoritetsinteresser		242,00	190,00	191,00	209,00	215,00	179,00
Total egenkapital		696.947,00	664.463,00	730.250,00	753.438,00	789.979,00	780.597,00
Investeret kapital		786.530,03	792.134,64	878.739,27	891.661,40	857.684,24	825.647,56

Noter (Harboe)

Note 1 – Af- og Nedskrivninger

Note 1	2009	2010	2011	2012	2013
Af- og nedskrivninger					
Produktionsomkostninger	-106.368,00	-100.815,00	-61.472,00	-60.990,00	-67.811,00
Distributionsomkostninger	-11.256,00	-7.917,00	-7.319,00	-9.462,00	-8.153,00
Administrationsomkostninger	-4.882,00	-4.941,00	-6.878,00	-6.842,00	-10.392,00
Andre driftsindtægter	51,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Andre driftsomkostninger	-3.264,00	-3.448,00	-4.794,00	-5.415,00	-3.696,00
Afskrivninger i alt	-125.719,00	-117.121,00	-80.463,00	-82.709,00	-90.052,00

Note 2 – Ikke resultatførte poster

Note 2	2009	2010	2011	2012	2013
Ikke-resultatførte poster					
Valutakursregulering vedrørende udenlandske virksomheder	-433,00	487,00	-1.276,00	1.126,00	441,00
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg	-3.247,00	4.748,00	495,00	-123,00	70,00
-"- for salg recirkulering ved afståelse	0,00	263,00	14.609,00	0,00	0,00
Dagsværdiregulering af finansielle instrumenter indgået til sikring	165,00	838,00	0,00	0,00	22,00
Skat af andel totalindkomst	5.607,00	-1.989,00	-3.751,00	42,00	-22,00
Ikke-resultatførte poster i alt	2.092,00	4.347,00	10.077,00	1.045,00	511,00

Note 3 – Skatteopgørelse

Note 3	2009	2010	2011	2012	2013
Skatteopgørelse					

Finansielle indtægter	11.180,00	4.488,00	5.728,00	4.720,00	2.627,00
Finansielle omkostninger	-13.944,00	-9.910,00	-14.163,00	-10.059,00	-8.919,00
Nettofinansielle omkostninger	-2.764,00	-5.422,00	-8.435,00	-5.339,00	-6.292,00
Marginalskat i Danmark	25%	25%	25%	25%	25%
Skatteskjold	691,00	1.355,50	2.108,75	1.334,75	1.573,00
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-2.073,00	-4.066,50	-6.326,25	-4.004,25	-4.719,00
Rapporteret skat	-15.247,00	-16.931,00	-12.565,00	-1.150,00	-2.121,00
Skat af primær drift	-15.938,00	-18.286,50	-14.673,75	-2.484,75	-3.694,00

Note 5 – Likvidbeholdning

Note 4	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Likvidbeholdning						
Aktuelle likvidebeholdning	12.310,00	59.864,00	43.774,00	39.913,00	24.140,00	13.780,00
Driftslikviditet (0,5 % af nettoomsætning)	7723,03	7.623,64	6.603,27	7.052,40	6.718,24	7.100,56
Resterende likvidbeholdning (finansiel)	4.586,97	52.240,37	37.170,73	32.860,60	17.421,77	6.679,44

Bilag 20 – Formler til beregning af nøgletal

$$\text{Egenkapitalens forrentning} = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gns. egenkapital}}$$

$$\text{Afkastningsgrad før skat} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Gns. egenkapital}}$$

$$\text{Afkastningsgrad efter skat} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Gns. nettodriftsaktiver}}$$

$$\text{Finansiel gearing} = \frac{\text{Gns. nettofinansielle forpligtigelser}}{\text{Gns. egenkapital}}$$

$$\text{Nettolånerenten} = \frac{\text{Nettofinansielle omkostninger}}{\text{Gns. nettofinansielle forpligtigelser}}$$

$$\text{Overskudsgrad før skat} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nettoomsætningen}}$$

$$\text{Overskudsgrad efter skat} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Nettoomsætningen}}$$

$$\text{Omsætningshastighed af nettodriftsaktiver} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. nettodriftsaktiver}}$$

$$\text{Likviditetsgrad} = \frac{\text{Kortfristet aktiver}}{\text{Kortfristet forpligtigelser}}$$

$$\text{Solvensgrad} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total forpligtigelser} + \text{egenkapital}}$$

$$\text{Rentdækningsgraden} = \frac{EBIT}{\text{Nettofinansielle omkostninger}}$$

Kilde: Elling og Sørensen, 2005; s. 171-185 + Petersen & Plenborg, 2012; s. 155-162

Bilag 20 – Beregnet nøgletal

Egenkapitalens forrentning	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	3,55%	27,34%	23,44%	31,60%	27,47%
Carlsberg	1,23%	17,09%	4,55%	10,58%	-1,22%
Harboe	7,13%	7,82%	6,53%	0,53%	1,41%

Afkastningsgrad efter før skat	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	7,22%	21,77%	21,96%	31,47%	19,80%
Carlsberg	8,79%	23,39%	10,06%	15,64%	3,54%
Harboe	8,41%	9,21%	7,86%	1,19%	2,04%

Afkastningsgrad efter skat	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	4,55%	16,29%	15,98%	24,56%	16,96%
Carlsberg	2,88%	12,40%	4,41%	8,18%	0,24%
Harboe	6,41%	7,02%	6,19%	0,93%	1,88%

Finansiell gearing	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	2,34	0,98	0,55	0,37	0,79
Carlsberg	0,72	0,58	0,52	0,52	0,54
Harboe	0,16	0,20	0,19	0,13	0,07

Nettolånerenten	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	6,44%	4,95%	2,87%	5,82%	2,48%
Carlsberg	5,19%	4,32%	4,15%	3,53%	2,93%
Harboe	1,91%	2,95%	4,41%	3,89%	8,37%

Overskudsgrad før skat	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	4,96%	12,98%	12,93%	16,77%	13,74%
Carlsberg	8,90%	25,14%	11,18%	16,91%	3,86%
Harboe	4,35%	5,83%	4,93%	0,78%	1,21%

Overskudsgrad efter skat	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	3,12%	9,71%	9,41%	13,09%	11,77%
Carlsberg	5,02%	21,06%	7,44%	13,41%	0,40%
Harboe	3,32%	4,44%	3,88%	0,60%	1,11%

Omsætningshastighed på nettodriftsaktiver	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	1,46	1,68	1,70	1,88	1,44

Carlsberg	0,57	0,59	0,59	0,61	0,60
Harboe	1,93	1,58	1,59	1,54	1,69

Solvensgrad	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	28,52%	41,89%	45,71%	47,32%	30,80%
Carlsberg	44,22%	48,28%	48,49%	47,84%	47,31%
Harboe	41,36%	44,38%	44,70%	50,13%	51,99%

Likviditetsgrad (current ratio)	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	1,00	0,68	0,76	1,13	0,45
Carlsberg	0,59	0,57	0,71	0,77	0,59
Harboe	0,99	0,96	0,92	0,86	1,08

Rentedækningsgrad	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	1,60	8,91	21,50	20,06	18,11
Carlsberg	2,36	9,34	4,70	8,55	2,24
Harboe	32,02	18,93	11,00	2,61	3,64

Bilag 21 - Vækstanalyse

Vækst er et vidt begreb, der bruges i mange forskellige sammenhænge. Vækst er en funktion af mange faktorer der blandt andet inkluderer markedsvækst og en branches konkurrenceintensitet.

Vækst kan sagtens være værdiskabende såfremt virksomheden formår at forvalte væksten til positive resultater, der kan ses på bundlinjen, og væksten ikke er båret af massive investeringer herunder køb og salg af virksomheder [Elling og Sørensen, 2005; s. 204-205].

Ud fra rentabilitetsanalysen blev det bekræftet, at der kun skabes værdi for aktionærerne, hvis afkastet på den investeret kapital overstiger den gennemsnitlige vejede kapitalomkostning. Ud fra denne betragtning er et regnskabsmæssigt overskud ikke nødvendigvis værdiskabende. Dette kan udtrykkes således:

$$\text{Merafkast} = (\text{Afkastningsgrad} - \text{WACC}) * \text{investeret kapital}$$

I analysesammenhæng bør vækst betragtes ud fra udviklingen i merafkastet for at sikre at, der er tale om værdiskabelse for koncernens aktionærer. Af tabellen neden for fremgår udviklingen af Royal Unibrews merafkast, hvor WACC antages at være 6,28%²².

	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning	3.816.421,00	3.775.431,00	3.430.633,00	3.430.008,00	4.480.998,00
Salgsvækstrate		-1,07%	-9,13%	-0,02%	30,64%
Volumen i hl.	6.602	6.643	5.668	5.443	7.033

²² Se WACC beregning i afsnit 9.2.4

Mængdevækst		0,62%	-14,68%	-3,97%	29,21%
Investeret kapital gns.	2.620.007	2.250.425	2.019.646	1.827.768	3.110.534
Vækst i investeret kapital		-14%	-10%	-10%	70%
Afkastningsgraden (ROIC)	4,55%	16,29%	15,98%	24,56%	16,96%
WACC	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%	6,28%
Merafkast (EVA)	-45.327	225.215	195.986	334.099	332.072
Vækst i merafkastet		596,87%	-12,98%	70,47%	-0,61%

Væksten i nettoomsætningen har fra 2009 til 2012 været faldende. Årsagen til faldet i nettoomsætningen skyldes frasalg af polske og caribiske aktiviteter, hvilket også er en del af årsagen til vækstfaldet i den investeret kapital. Den organiske vækst var i 2010 på 3% på trods af faldet i nettoomsætningen på 1%. I 2011 faldt nettoomsætningen med 9%, hvilket var et resultat af salget af koncernens polske datterselskab. I 2012 steg nettoomsætningen organisk med 2%, men på grund af frasalg af datterselskabet Van Pur S. A og aktieandelene i den caribiske distributionsvirksomhed Impec Holding var der et moderat fald i nettoomsætningen i 2012. I 2013 kan omsætningsstigningen primært tilskrives opkøbet af Hartwall, mens 11% af stigningen var organisk [Royal Unibrew, årsrapport, 2013; s. 7].

Det fremgår af tabellen oven for, at Royal Unibrew i alle år undtagen 2009 har formået at skabe værdi for deres aktionærer eftersom afkastningsgraden her ligger på et højere niveau end den vejede gennemsnitlige kapitalomkostning. Det fremgår også af analysen, at væksten i nettoomsætningen og volumen enten har været direkte faldende eller meget moderat, hvilket understøttes af den strategiske analyse, hvor den stagnerende eller meget moderate vækst på det Vest- og Østeuropæiske marked blev diskuteret.

Bilag 22 – Trendanalyse og common size analyse**Trendanalyse**

	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning	100	99	90	90	117
Produktionsomkostninger	100	89	79	79	102
Bruttoresultat	100	111	103	102	135
Salgs- og distributionsomkostninger	100	105	95	94	126
Administrationsomkostninger	100	97	85	77	121
Andre driftsindtægter	100	106	96	131	72
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	100	122	56	133	130
Ikke-resultatførte poster					
Resultat af primær drift (EBITDA)	100	166	139	172	194
Af- og nedskrivninger	100	84	56	57	79
EBIT	100	259	234	304	325
Skat af primær drift	100	176	172	180	126
NOPAT	100	307	271	377	442
Særlige indtægter	100	0	0	0	0
Særlige omkostninger	100	0	0	0	0
Andre driftsomkostninger	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Resultat før finansielle poster	100	260	229	319	364
Finansielle indtægter	100	142	123	19	13
Finansielle omkostninger	100	63	36	23	26
Skatteeffekt	100	47	17	24	29
Nettofinansielle omkostninger efter skat	100	47	17	24	29
Koncernresultat	100	-1385	-1344	-1869	-2127
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultat	100	-6	54	30	0
Totalindkomst	100	-1116	-1094	-1513	-1716

Common size analyse

	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning	100,00%	98,93%	89,89%	89,87%	117,41%
Produktionsomkostninger	-53,66%	-47,64%	-42,19%	-42,63%	-54,80%
Bruttoresultat	46,34%	51,29%	47,70%	47,24%	62,61%

Salgs- og distributionsomkostninger	-28,96%	-30,43%	-27,56%	-27,26%	-36,54%
Administrationsomkostninger	-5,41%	-5,24%	-4,61%	-4,15%	-6,57%
Andre driftsindtægter	0,10%	0,10%	0,09%	0,13%	0,07%
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virks.	0,68%	0,82%	0,38%	0,90%	0,88%
Ikke-resultatførte poster	-0,79%	0,88%	-1,28%	1,24%	-0,03%
Resultat af primær drift (EBITDA)	10,65%	17,64%	14,82%	18,33%	20,64%
Af- og nedskrivninger	-5,69%	-4,80%	-3,19%	-3,25%	-4,50%
EBIT	4,96%	12,84%	11,62%	15,07%	16,14%
Skat af primær drift	-1,84%	-3,23%	-3,16%	-3,31%	-2,32%
NOPAT	3,12%	9,60%	8,46%	11,76%	13,82%
Særlige indtægter	0,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Særlige omkostninger	-1,48%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Andre driftsomkostninger	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-0,40%
Resultat før finansielle poster	3,69%	9,60%	8,46%	11,76%	13,42%
Finansielle indtægter	0,86%	1,22%	1,05%	0,16%	0,11%
Finansielle omkostninger	-4,99%	-3,14%	-1,77%	-1,16%	-1,30%
Skatteeffekt	1,03%	0,48%	0,18%	0,25%	0,30%
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-3,10%	-1,44%	-0,54%	-0,75%	-0,89%
Koncernresultat	0,59%	8,25%	8,81%	12,25%	10,67%
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultat	0,14%	-0,01%	0,08%	0,05%	0,00%
Totalindkomst	0,73%	8,24%	8,89%	12,30%	10,67%

Bilag 23 – Budget & budgetforudsætninger**Budgetforudsætninger**

	2009	2010	2011	2012	2013	Gns
Omsætningsvækst	-8,67%	-1,07%	-9,13%	-0,02%	30,64%	2%
Organisk omsætningsvækst	-6,00%	3,00%	0,00%	2,00%	11,00%	2%
EBITDA/omsætning	11%	18%	16%	20%	18%	17%
Afskrivning som % af materielle aktiver	11%	10%	8%	8%	6%	9%
Nettolånerenten	6%	5%	3%	6%	2%	5%
Skattesats	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Materielle aktiver / omsætning	53%	47%	47%	43%	60%	50%
Immaterielle aktiver / omsætning	13%	11%	11%	11%	66%	22%
Finansielle aktiver / omsætning	4%	5%	9%	4%	3%	5%
Nettoarbejdskapital / omsætning	-6%	-8%	-9%	-9%	-28%	-12%
Nettorentebærende gæld / investeret kapital	59%	38%	33%	20%	53%	41%

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Omsætningsvækst	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	3,0%	3,0%
EBITDA/omsætning	17,0%	18,0%	18,5%	19,0%	19,5%	20,0%	20,0%
Afskrivning som % af materielle aktiver	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
Nettolånerenten	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Skattesats	24,5%	23,5%	22%	22%	22%	22%	22%
Materielle aktiver / omsætning	58%	56%	55%	55%	54%	52%	52%
Immaterielle aktiver / omsætning	"_"	"_"	"_"	"_"	"_"	"_"	"_"
Finansielle aktiver / omsætning	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Nettoarbejdskapital / omsætning	-30%	-30%	-29%	-29%	-28%	-28%	-28%
Nettorentebærende gæld / investeret kapital	48%	44%	42%	40%	40%	40%	40%

Budget

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Resultatopgørelse								
Omsætning	4.480.998	4.884.288	5.275.031	5.644.283	5.982.940	6.282.087	6.470.550	6.664.666
Driftsomkostninger	-3.693.374	-4.053.959	-4.325.525	-4.600.091	-4.846.181	-5.057.080	-5.176.440	-5.331.733
EBITDA	787.624	830.329	949.506	1.044.192	1.136.759	1.225.007	1.294.110	1.332.933
Afskrivninger	-171.780	-254.960	-265.862	-279.392	-296.156	-305.309	-302.822	-311.906
EBIT	615.844	575.369	683.644	764.800	840.603	919.698	991.288	1.021.027
Skat på EBIT	-88.430	-140.965	-160.656	-168.256	-184.933	-202.333	-218.083	-224.626
NOPAT	527.414	434.404	522.988	596.544	655.670	717.364	773.205	796.401
Særlige indtægter	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre driftsomkostninger	-15.161	0	0	0	0	0	0	0
Nettofinansielle omkostninger	-45.340	-98.767	-100.758	-98.582	-95.987	-97.842	-96.422	-97.548
Skatteskjold	11.335	24.198	23.678	21.688	21.117	21.525	21.213	21.461
Årets resultat	478.248	359.835	445.908	519.651	580.801	641.048	697.996	720.314

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Balance								
Immaterielle aktiver	2.944.634	2.944.634	2.944.634	2.944.634	2.944.634	2.944.634	2.944.634	2.944.634
Materielle aktiver	2.708.941	2.832.887	2.954.017	3.104.356	3.290.617	3.392.327	3.364.686	3.465.626
Finansielle aktiver	148.254	246.957	263.752	282.214	299.147	314.104	323.527	333.233

Nettoarbejdskapital	-1.266.647	-1.465.286	-1.582.509	-1.636.842	-1.735.053	-1.758.984	-1.811.754	-1.866.107
Investeret kapital	4.535.181	4.559.191	4.579.893	4.694.361	4.799.345	4.892.080	4.821.093	4.877.387
Egenkapital primo		2.133.569						
Årets resultat		478.248	359.835	445.908	519.651	580.801	641.048	697.996
Heraf dividende	0	0	0	222.954	259.825	290.400	320.524	348.998
Egenkapital ultimo	2.133.569	2.611.817	359.835	445.908	519.651	580.801	641.048	697.996
Nettorentebærende gæld	2.677.646	2.188.412	2.015.153	1.971.632	1.919.738	1.956.832	1.928.437	1.950.955
Investeret kapital	4.811.215	4.800.228	2.374.988	2.417.540	2.439.389	2.537.633	2.569.485	2.648.950

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020T
Pengestrømsopgørelse							
NOPAT	434.404	522.988	596.544	655.670	717.364	773.205	796.401
+ Afskrivninger	171.780	254.960	265.862	279.392	296.156	305.309	302.822
Ændring i nettoarbejdskapital	198.639	117.223	54.333	98.211	23.932	52.770	54.353
Cash flow fra driften	804.823	895.170	916.739	1.033.273	1.037.451	1.131.284	1.153.575
Ændring i Investeringer	-477.608	-403.787	-448.193	-499.350	-421.977	-284.604	-422.553
Frit cash flow til selskab	327.215	491.383	468.546	533.923	615.475	846.680	731.023
Ændring i nettorentebærende gæld	-489.235	-173.259	-43.521	-51.894	37.094	-28.395	22.518
Nettofinansielle omkostninger primo	-98.767	-100.758	-98.582	-95.987	-97.842	-96.422	-97.548
Skatteskjold	24.198	23.678	21.688	21.117	21.525	21.213	21.461
Frit cash flow til ejerne	-236.589	241.045	348.131	407.160	576.252	743.076	677.453
Dividende	-236.589	241.045	348.131	407.160	576.252	743.076	677.453
Overskuds likviditet	0	0	0	0	0	0	0

Bilag 24 – Handelsvolumen



Kilde: Bloomberg

Bilag 25– Standard & Poors Industrial benchmark

Table 11.13 US industrial ratings and 10-year spread

Adjusted key industrial financial ratios

US industrial long-term debt

Three years median	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT interest cover (x)	21.4	10.1	6.1	3.7	2.1	0.8	0.1
EBITDA interest cover (x)	26.5	12.9	9.1	5.8	3.4	1.8	1.3
Free operating cash flow/total debt (%)	84.2	25.2	15.0	8.5	2.6	-3.2	-12.9
FFO/total debt (%)	128.8	55.4	43.2	30.8	18.8	7.8	1.6
Return on capital (%)	34.9	21.7	19.4	13.6	11.6	6.6	1.0
Operating income/revenue (%)	27.0	22.1	18.6	15.4	15.9	11.9	11.9
Long-term debt/capital (%)	13.3	28.2	33.9	42.5	57.2	69.7	68.8
Total debt/capital (%)	22.9	37.7	42.5	48.2	62.6	74.8	87.7
Number of companies	8	29	136	218	273	281	22

Kilde: Petersen & Plenborg, 2012; s. 277

FORMULAS FOR KEY RATIOS

1. EBIT interest coverage =
$$\frac{\text{Earnings from continuing operations* before interest and taxes}}{\text{Gross interest incurred before subtracting (1) capitalized interest and (2) interest income}}$$
2. EBITDA interest coverage =
$$\frac{\text{Earnings from continuing operations* before interest, taxes, depreciation, and amortization}}{\text{Gross interest incurred before subtracting (1) capitalized interest and (2) interest income}}$$
3. Funds from operations/total debt =
$$\frac{\text{Net income from continuing operations plus depreciation, amortization, deferred income taxes, and other noncash items}}{\text{Long-term debt** plus current maturities, commercial paper, and other short-term borrowings}}$$
4. Free operating cash flow/total debt =
$$\frac{\text{Funds from operations minus capital expenditures, minus (plus) the increase (decrease) in working capital (excluding changes in cash, marketable securities, and short-term debt)}}{\text{Long-term debt** plus current maturities, commercial paper, and other short-term borrowings}}$$
5. Return on capital =
$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Average of beginning of year and end of year capital, including short-term debt, current maturities, long-term debt**, non-current deferred taxes, and equity}}$$
6. Operating income/sales =
$$\frac{\text{Sales minus cost of goods manufactured (before depreciation and amortization), selling, general and administrative, and research and development costs}}{\text{Sales}}$$
7. Long-term debt/capital =
$$\frac{\text{Long-term debt**}}{\text{Long-term debt + shareholders' equity (including preferred stock) plus minority interest}}$$
8. Total debt/capital =
$$\frac{\text{Long-term debt** plus current maturities, commercial paper, and other short-term borrowings}}{\text{Long-term debt plus current maturities, commercial paper, and other short-term borrowings + shareholders' equity (including preferred stock) plus minority interest}}$$

*Including interest income and equity earnings; excluding nonrecurring items.

**Including amount for operating lease debt equivalent.

Bilag 26 – Syntetisk kreditrating af Royal Unibrew og Peergruppe

Royal Unibrew

Royal Unibrew	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT rentedækning	1,68	6,03	14,55	16,96	14,82
EBITDA rentedækning	3,08	8,73	18,65	21,25	19,33
FCF/Total forpligtigelser	21,66%	55,33%	51,55%	54,40%	19,47%
Midler fra driften/Total forpligtigelser	10,30%	26,06%	34,42%	32,83%	13,36%
Afkastningsgraden	5,81%	12,52%	16,42%	17,80%	13,42%
Overskudsgrad	1,23%	7,37%	10,14%	10,82%	10,70%
Langfristet forpligtigelser/Investeret kapital	60,26%	28,53%	30,14%	30,47%	38,79%
Total forpligtigelser/Investeret kapital	60,26%	38,66%	32,96%	30,60%	55,15%

Kilde: Bloomberg

Royal Unibrew	2009	2010	2011	2012	2013	Median
EBIT rentedækning	B	BBB	AA	AA	AA	AA
EBITDA rentedækning	B	BBB	AA	AA	AA	AA
FCF/Total forpligtigelser	A	AA	AA	AA	A	AA
Midler fra driften/Total forpligtigelser	B	BB	BBB	BBB	BB	BB

Afkastningsgraden	CCC	BB	BBB	BBB	BB	BB
Overskudsgrad	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Langfristet forpligtigelser/Investeret kap.	BB	A	A	A	A	A
Total forpligtigelser/Investeret kapital	BBB	AA	AAA	AAA	BBB	AAA

Carlsberg

	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT rentedækning	3,97	4,56	4,86	5,08	5,64
EBITDA rentedækning	5,56	6,40	6,81	7,19	7,95
FCF/Total forpligtigelser	14,55%	10,44%	5,97%	6,11%	4,23%
Midler fra driften/Total forpligtigelser	9,51%	12,10%	11,39%	11,65%	11,70%
Afkastningsgraden	6,13	6,71	6,06	6,3	6,22
Overskudsgrad	6,07	8,91	8,1	8,44	8,22
Langfristet forpligtigelser/Investeret kapital	36,48%	30,69%	31,86%	32,28%	27,47%
Total forpligtigelser/Investeret kapital	39,84%	34,42%	33,60%	35,23%	36,00%

Kilde: Bloomberg

	2009	2010	2011	2012	2013	Median
EBIT rentedækning	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
EBITDA rentedækning	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
FCF/Total forpligtigelser	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB
Midler fra driften/Total forpligtigelser	B	B	B	B	B	B
Afkastningsgraden	CCC	B	CCC	CCC	CCC	CCC
Overskudsgrad	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Langfristet forpligtigelser/Investeret kapital	A	AA	AA	AA	AAA	AA
Total forpligtigelser/Investeret kapital	AA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA

Heineken

	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT rentedækning	2,87	3,94	4,49	6,71	4,41
EBITDA rentedækning	4,29	5,78	6,85	9,10	8,63
FCF/Total forpligtigelser	11,70%	12,22%	12,39%	6,58%	7,36%
Midler fra driften/Total forpligtigelser	12,29%	14,23%	13,89%	17,15%	70,24%
Afkastningsgraden	9,3	10,97	8,55	13,22	7,13
Overskudsgrad	6,92	8,97	8,35	15,85	7,1
Langfristet forpligtigelser/Investeret kapital	51,58%	41,87%	42,09%	43,25%	39,97%
Total forpligtigelser/Investeret kapital	60,65%	47,02%	48,19%	51,10%	49,64%

Kilde: Bloomberg

Heineken	2009	2010	2011	2012	2013	Median
EBIT rentedækning	BB	BBB	BBB	A	BBB	BBB
EBITDA rentedækning	BB	BB	BBB	A	BBB	BBB
FCF/Total forpligtigelser	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BBB
Midler fra driften/Total forpligtigelser	B	B	B	B	AA	B
Afkastningsgraden	B	B	B	BB	B	B
Overskudsgrad	CCC	CCC	CCC	BBB	CCC	CCC
Langfristet forpligtigelser/Investeret kapital	BBB	A	A	BBB	A	A

Total forpligtigelser/Investeret kapital	BBB	A	A	BBB	BBB	BBB
--	-----	---	---	-----	-----	-----

SAB-Miller

SAB Miller	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT rentedækning	3,52	4,04	3,65	5,10	5,84
EBITDA rentedækning	4,75	5,31	4,73	6,63	7,53
FCF/Total forpligtigelser	47,39%	15,71%	16,91%	11,64%	14,34%
Midler fra driften/Total forpligtigelser	17,47%	16,51%	20,25%	17,16%	14,28%
Afkastningsgraden	8,41	7,69	7,93	8	6,93
Overskudsgrad	12,64	13,46	15,9	25,26	18,69
Langfristet forpligtigelser/Investeret kapital	29,03%	26,02%	22,79%	40,13%	34,95%
Total forpligtigelser/Investeret kapital	31,37%	31,37%	27,10%	42,48%	40,31%

Kilde: Bloomberg

2009	2010	2011	2012	2013	Median
BB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
BB	BB	BB	BBB	BBB	BB
AA	A	A	BBB	BBB	A
B	B	BB	B	B	B
B	B	B	B	B	B
B	B	BB	AA	A	BB
AA	AAA	AAA	A	A	AA
AAA	AAA	AAA	AA	AA	AAA

Anheuser-Bush

Anheuser-Bush	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT rentedækning	2,91	3,64	4,56	6,19	6,95
EBITDA rentedækning	3,67	4,55	5,56	7,52	8,41
FCF/Total forpligtigelser	9,34%	9,19%	11,53%	12,91%	11,56%
Midler fra driften/Total forpligtigelser	8,86%	7,76%	10,44%	12,39%	19,64%
Afkastningsgraden	8,14	9,8	13,78	14,42	14,55
Overskudsgrad	12,55	11,09	15	18,01	33,32
Langfristet forpligtigelser/Investeret kapital	57,19%	61,45%	42,60%	43,38%	39,52%
Total forpligtigelser/Investeret kapital	59,68%	65,74%	49,46%	49,38%	47,04%

Kilde: Bloomberg

Anheuser-Bush	2009	2010	2011	2012	2013	Median
EBIT rentedækning	BB	BB	BB	A	A	BB
EBITDA rentedækning	BB	BB	BB	BBB	BBB	BB
Afkastningsgraden	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Midler fra driften/Total forpligtigelser	B	B	B	B	BB	B
Afkastningsgraden	B	B	BBB	BBB	BBB	BBB
Overskudsgrad	B	CCC	BB	BBB	AAA	BB
Langfristet forpligtigelser/Investeret kapital	BBB	BB	BBB	BBB	A	BBB
Total forpligtigelser/Investeret kapital	BBB	BB	BBB	BBB	A	BBB

Bilag 27 – Obligationsudstedelser af peergruppe

Selskab	Obligation	Pris	Y-T-M	Spread bp	Risikofri rente	Valuta
Carlsberg	CARLB 3,375 10/13/17	108,03	0,66	71,37	OBL 0,5	EUR
Carlsberg	CARLB 2,400 07/03/19	107,03	1,088	100,88	DBR 3,5	EUR
Carlsberg	CARLB 2,625 11/15/22	106,6	1,744	118,19	DBR 1,5	EUR
Carlsberg	CARLB 2,500 05/28/24	102,691	2,179	138,05	DBR 1,750	EUR
AB InBev	ABIBB 1,375 07/15/17	100,21	1,298	43,37	T 1,0	USD
AB InBev	ABIBB 5,000 03/01/19	111,76	2,167	61,71	T 1,75	USD
AB InBev	ABIBB 2,500 07/15/22	96,21	3,053	75,68	T 2, 375	USD
AB InBev	ABIBB 2,875 09/25/24	110,875	1,678	115,02	DBR 1,750	EUR
Heineken	HEINA 1,400 10/01/17	100,34	1,388	52,4	T 1,09	USD
Heineken	HEINA 2,500 03/19/19	108,43	0,566	54,43	DBR 3,750	EUR
Heineken	HEINA 3,400 04/01/22	101,65	3,15	85,53	T 2,375	USD
Heineken	HEINA 3,500 03/19/24	116,743	1,573	112,39	DBR 2,00	EUR
SAB Miller	SABLN 2,450 01/15/17	102,345	1,386	52,19	T 1,09	USD
SAB Miller	SABLN 3,750 01/15/22	103,301	3,235	94,2	T 2,375	USD
SAB Miller	SABLN 6,625 08/15/33	130,023	4,285	127,63	T 3,375	USD

Kilde: Bloomberg

Bilag 28 – Risikoanalyse**Kortsigtet likviditetsrisiko**

Analysen af den kortsigtet likviditetsrisiko giver et indblik i Royal Unibrews evne til efterkomme deres kortsigtet forpligtigelser, når de forfalder. Til dette formål vil likviditetsgraden blive beregnet, da den fortæller sandsynligheden for, at et salg af de kortfristet aktiver kan dække de kortfristet forpligtigelser ved likvidation af selskabet.

Likviditetsgrad (current ratio)

I Royal Unibrew er likviditetsgraden jf. tabellen nedenfor set over hele analyseperioden forringet med 55%. Dette fald signalere en højere kortsigtet likviditetsrisiko. Likviditetsgraden der i 2012 lå på det højeste niveau i hele perioden er primært drevet af en øget likvid beholdning, der er et resultat af Royal Unibrews salg af byggegrunde fra det gamle Ceres bryggeri i Århus, mens faldet fra 2012 til 2013, primært kan tilskrives væsentlig øget gæld til kreditinstitut i forbindelse med opkøbet af Hartwall.

Likviditetsgrad

Likviditetsgrad	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	1,00	0,68	0,76	1,13	0,45
Carlsberg	0,59	0,57	0,71	0,77	0,59
Harboe	0,99	0,96	0,92	0,86	1,08

Der er store forskelle fra industri til industri i forhold til, hvilke likviditetsniveauer, der kan betragtes risikofyldte, men generelt vil en likviditetsgrad under 1 indikere, at selskabet ved likvidation og efterfølgende salg af omsætningsaktiverne ikke kan dække den kortfristet gæld. Eftersom Royal Unibrew er en produktionsvirksomhed må det forventes, at likviditetsgraden ligger på et højere niveau end hvad tilfældet er. Denne antagelse begrundes med, at de kortfristet aktiver blandt andet består af tilgodehaver, varelager og likvide beholdninger, der i en produktionsvirksomhed ofte er store poster sammenholdt med servicevirksomheders tilsvarende poster.

Sammenlignet med konkurrenterne er likviditetsgraden i Royal Unibrew gennemsnitligt på et højere niveau end Carlsberg og et lavere niveau end Harboe, men fælles for dem alle er, at de har en likviditetsgrad under 1 i de fleste af de analyserede år.

Langsigtet likviditetsrisiko

Ligesom de kortsigtet risikomål er de langfristet risikomål baseret på en virksomheds historiske finansielle data, og ser derfor kun tilbage i tiden. De langsigtet likviditetsrisikomål afspejler en virksomheds finansielle styrke og evne til at efterkomme alle deres fremtidige forpligtigelser[Petersen & Plen-

borg, 2012; s. 150]. I denne risikoanalyse, vil den langsigtet likviditetsrisiko i Royal Unibrew analyseres på baggrund af virksomhedens solvensgrad og dens rentedækning.

Solvensgraden

Solvensgraden er et nøgletal til at vurdere hvor meget en virksomheds egenkapital udgør af virksomhedens samlede balance. Jo mere virksomheden har belånt sine værdier, desto lavere er solvensgraden. En høj solvensgrad betyder alt andet lige, at virksomheden har en god økonomiske styrke til at imødegå tab[Petersen & Plenborg, 2012; s. 158-161].

I Royal Unibrew er solvensgraden jf. tabellen neden for væsentlig forbedret fra 2009 til 2012 som et resultat af en større nedbringelse af koncernens forpligtigelser drevet af et 100% afbetalt kreditlån. Derudover er egenkapitalen øget i hele perioden som et resultat af en bedre indtjening, der har medført større overførte overskud.

Solvensgraden

Solvensgrad	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	28,52%	41,89%	45,71%	47,32%	30,80%
Carlsberg	44,22%	48,28%	48,49%	47,84%	47,31%
Harboe	41,36%	44,38%	44,70%	50,13%	51,99%

Faldet fra 2012 til 2013 skyldes, at opkøbet af Hartwall blev finansieret delvis gennem optagelse af ny gæld, der procentuelt har været større end den øget egenkapital efter konsolideringen. Sammenlignet med konkurrenterne har solvensgraden overvejende været på samme niveau som Carlsbergs og Harboes foruden 2009 og 2013, der i Royal Unibrew har været to ekstreme år, hvor 2009 bar præg af efterveerne fra et katastrofalt regnskabsår i 2008 og 2012 har båret præg af opkøbet af Hartwall. Med en målsætning om gældsnedbringelse de kommende år, vil Royal Unibrews solvensgrad forbedres og sandsynligvis stabilisere sig omkring niveauet for 2011 og 2012, der kan betragtes som tilfredsstillende sammenholdt med konkurrenternes langsigtet likviditetsrisiko.

Rentedækningsgraden

Rentedækningsgraden måler virksomhedens evne til at imødegå dets nettofinansielle omkostninger. Nøgletallet viser mere præcist, hvor mange gange driftsoverskuddet kan dække de nettofinansielle omkostninger. Jo højere dækningsgraden er desto lavere er den langsigtet likviditetsrisiko i virksomheden[Petersen & Plenborg, 2012; s. 161].

Rentedækningsgraden i Royal Unibrew har jf. tabellen neden for udviklet sig positivt. Den høje rentedækningsgrad fra 2010 til 2013 indikere, at Royal Unibrews langsigtet likviditetsrisiko er faldet væsentligt.

Rentedækningsgraden

Rentedækningsgrad	2009	2010	2011	2012	2013
Royal Unibrew	1,60	8,91	21,50	20,06	18,11
Carlsberg	2,36	9,34	4,70	8,55	2,24
Harboe	32,02	18,93	11,00	2,61	3,64

Faldet i rentedækningsgraden er et resultat af bedre EBIT-indtjening i koncernen samt et fald i de finansielle omkostninger i hele perioden. Rentedækningsgraden i Royal Unibrew er yderst komfortabel sammenlignet med konkurrenterne og indikere, at Royal Unibrew ikke er eksponeret over for en langsigtet likviditetsrisiko.