

STRATEGISK ANALYSE OG
VÆRDIANSÆTTELSE AF

ROYAL UNIBREW A/S

FORFATTER: JACOB AKSGLÆDE, CAND.MERC.AUD

CPR-NR: 220882

VEJLEDER: EKSTERN LEKTOR & REVISIONSCHEF, CARSTEN KYHNAUV

AFLEVERINGSDATO: 7 . MARTS 2011

ANTAL SIDER: 80

ANTAL TEGN: 181.054

EXECUTIVE SUMMARY

After several years with increasing revenue and profit Royal Unibrew realized severe losses and write downs in 2008. These issues were primarily drawn to poor operational results from prior acquisitions in Poland and exacerbated market conditions due to the financial crisis. As a consequence, the company struggled to meet its debt obligations and was seen as a potential bankruptcy candidate. To respond to these problems Royal Unibrew deployed a new management team, which has put the company through a restructuring process with focus on reestablishment of its profitability and solvency. In light of these radical changes the main purpose of the thesis is to asses a fair value of the Royal Unibrew share as of September 30th, 2010.

In order to obtain the requisite understanding of the brewing industry and Royal Unibrew's business model a thorough strategic analysis is conducted. Based on this analysis, the main conclusion is that the company operates in a maturing industry characterized by decreasing profit margins, fierce competition and growing industry consolidation. In order to stay competitive Royal Unibrew follows a differentiation strategy focusing on innovation and development of its products and brands.

A following financial analysis shows that the historical ROIC has been declining, primarily due to a decreasing profit margin. However, the financial ratios from 2009 indicate that the new management is getting the company back on track.

The financial and strategic analyses serve as a fundament for the budget, and the succeeding EVA-valuation. By employing the EVA-model Royal Unibrew's share price is estimated to be 468 DKK, which is 73 % above the observed market price.

The calculated price is subjected to a great deal of uncertainty since it is based on several subjective assumptions and estimates. Thus, a sanity check is applied by conducting a multiple and sensitivity analysis. The valuation with multiples indicates a price that is 30 % below the EVA-estimate. A Monte Carlo simulation illustrates that the interest rate risk and beta accounts for the largest share of the uncertainty inherent in the EVA-estimate. It further shows that there is a probability of 75 % that the stock price is below the EVA-estimate of 468 DKK. On the other hand the Monte Carlo simulation reveals that there is a probability of only 6 % that the stock price is below the observed market price of 270 DKK.

Indholdsfortegnelse

1.0 Indledning.....	4
1.1 Problemformulering.....	6
1.2 Model- og metodevalg.....	7
1.3 Afgrænsning	9
1.4 Dataindsamling og -validering	10
2.0 Præsentation af Royal Unibrew.....	11
2.1 Historie og udvikling	11
2.2 Ejerforhold.....	12
2.3 Ledelsen.....	13
2.4 Tilpasninger af organisationen og koncernstrukturen	14
2.5 Produkter og markeder	15
2.5.1 Vesteuropa	16
2.5.2 Østeuropa	17
2.5.3 Malt- og oversøiske markeder	18
3.0 Strategisk analyse.....	20
3.1 PEST	20
3.1.1 Politisk	20
3.1.2 Økonomisk.....	23
3.1.3 Sociokulturelt.....	24
3.1.4 Teknologisk.....	24
3.2 Porters Five Forces	25
3.2.1 Adgangsbarriere.....	25
3.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	26
3.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke	27
3.2.4 Substituerende produkter	28
3.2.5 Rivalisering i branchen	29
3.3 Porters værdikæde	34
3.3.1 Produktion og distribution	35
3.3.2 Produktudvikling og markedsføring	36
3.4 Anshoffs vækstmatrice	37
3.5 Delkonklusion (SWOT).....	39
4.0 Regnskabsanalyse.....	41

4.1 Anvendt regnskabspraksis	41
4.2 Reformulering.....	42
4.2.1 Egenkapitalopgørelsen.....	42
4.2.2 Resultatopgørelsen.....	42
4.2.3 Balancen.....	43
4.3 Rentabilitetsanalyse	43
4.3.1 Afkastningsgraden (ROIC)	44
4.3.2 Overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH)	45
4.3.3 Dekomponering af overskudsgraden	48
4.3.4 Dekomponering af omsætningshastigheden	49
4.3.5 Egenkapitalforrentning (ROE).....	50
4.4 Vækstanalyse	51
4.5 Risikoanalyse.....	52
4.5.1 Driftsmæssig risiko	53
4.5.2 Finansiell risiko.....	54
4.6 Delkonklusion.....	57
5.0 Budgettering	59
5.1 Budgettering af salgsvæksten	60
5.2 Budgettering af overskudsgraden	61
5.3 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed	62
5.4 Budgettering af nettorentebærende gæld.....	63
5.5 Delkonklusion budgettering	63
6.0 Værdiansættelse	65
6.1 Valg af værdiansættelsesmodel	65
6.2 Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).....	66
6.2.1 Langsigtet kapitalstruktur	67
6.2.2 Skattesats.....	68
6.2.3 Estimering af fremmedkapitalomkostninger.....	69
6.2.4 Estimering af ejerafkastkrav	70
6.2.5 Beregning af WACC.....	74
6.3 EVA-modellen.....	74
6.4 Estimering af vækstfaktoren (g)	75
6.5 Værdiestimat af Royal Unibrew-aktien.....	76

6.6 Multipelanalyse	77
6.7 Følsomhedsanalyse	80
6.8 Delkonklusion.....	82
7.0 Konklusion	84
8.0 Perspektivering.....	88
9.0 Litteraturliste	89
 Figuroversigt	 92
Tabeloversigt.....	93
Bilagsfortegnelse.....	94

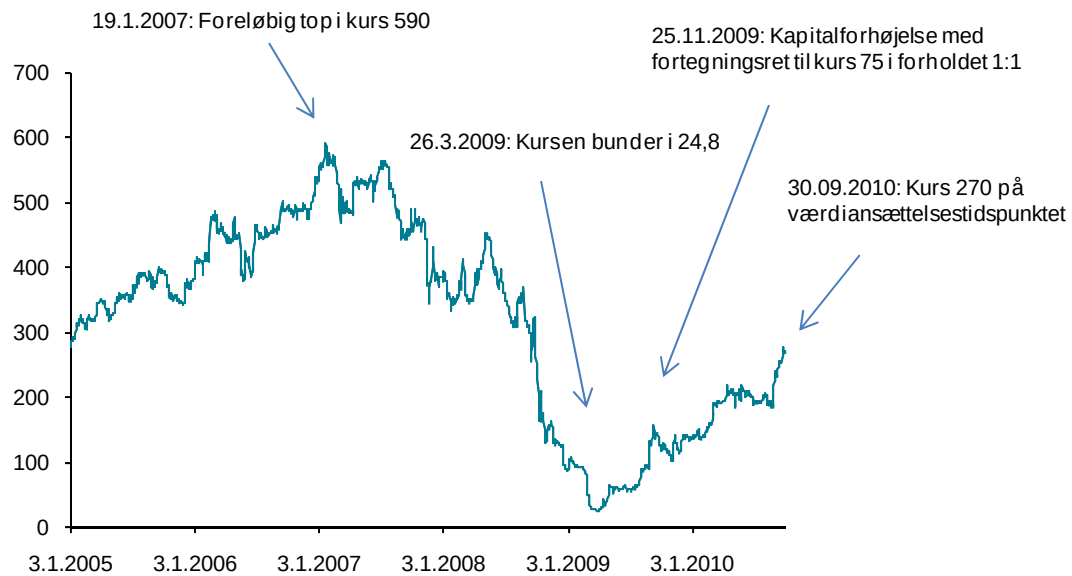
1.0 Indledning

Bryggeriindustrien har eksisteret i århundreder, hvorfor ølbrygning er hæftet med stærke traditioner. Historisk set har branchen været domineret af lokalt forankrede bryggerier, som forsynede de lokale markeder. I takt med den stigende globalisering har bryggeribranchen imidlertid oplevet store strukturelle ændringer. Inden for det seneste årti har en omfattende konsolideringsproces skabt store internationale bryggerikoncerner med en global rækkevidde. I dag besidder de fire største bryggerier således en markedsandel på mere end 50 %, hvor det i 2000 blot var 20 % (JIL, 2010).

Til trods for at bryggeribranchen i de senere år har undergået store forandringer, er ølmarkedet fortsat præget af dets fortid. Forbrugerne har til stadighed stærke præferencer over for lokale brands produceret af regionale og lokale bryggerier (Prospekt RBREW, 2009). Branchen er således ikke i samme grad domineret af globale brands, som det er tilfældet med Coca-Cola og Pepsi i læskedrikindustrien. I de fleste lande, herunder Danmark, er konkurrencesituationen derimod kendetegnet ved oligopoler, hvor de største aktører er lokale bryggerier, der tilsammen typisk besidder omkring 80 % af markedet. Kernen i selv de største internationale bryggerikoncerner er derfor deres ejerskab af en række lokale bryggerivirksomheder, som opererer på lokale markeder, hvor de ud over globale brands producerer og afsætter lokale brands (ibid.).

Som en aktiv spiller i denne konsolideringsproces finder vi Royal Unibrew, der er Danmarks næststørste bryggerivirksomhed. Efter en årrække med opkøb af bryggerier i blandt andet Østeuropa og Caribien havde Royal Unibrew ved finanskrisens begyndelse fået opbygget en betydelig gældsbyrde. I takt med at den økonomiske krise tog til og markedsforholdene blev forværret, udviklede bryggeriet sig til en regulær konkurskandidat (RB-Børsen, 2010a). Som et led i en større restruktureringsproces blev en ny ledelse indsat, hvis fokus var rettet mod at genskabe selskabets lønsomhed og soliditet. Her to år efter synes Royal Unibrew langsomt at bære frugt af en succesfuld kapitaludvidelse, stram effektivitetsstyring, øget markedsføringsindsats samt lancering af nye produkter. I figur 1 på næste side ses de senere års rutsjetur afspejlet i selskabets aktiekurs.

Figur 1: Kursudvikling for Royal Unibrew i perioden 3.1.2005 - 30.9.2010



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra Datastream

Som følge af selskabets udvikling fremstår Royal Unibrew i dag som en af de stærkeste restruktureringshistorier herhjemme. Selvom kursen er steget betydeligt, siden bryggeriets krise var på sit højeste, er aktiens værdi stadig langt fra den historiske top i kurs 590. Med ovennævnte tiltag, der i stigende grad er begyndt at materialisere sig, forventes den fremadrettede indtjening at blive forøget. Samtidig synes risikoen i aktien at være væsentligt reduceret. Spørgsmålet er blot, om disse forhold allerede til fulde er indregnet i den nuværende kurs på 270?

1.1 Problemformulering

Afhandlingens overordnede formål er at udarbejde en strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af koncernen Royal Unibrew A/S (benævnt Royal Unibrew) med henblik på at bestemme en fair værdi af selskabets aktie. Dette leder til følgende hovedspørgsmål:

- ***Hvad er en fair værdi af Royal Unibrew A/S-aktien pr. 30. september 2010?***

For at kunne besvare afhandlingens hovedspørgsmål vil nedenstående underspørgsmål blive søgt besvaret. Spørgsmålene er opdelt efter, hvilken del af afhandlingen de relaterer sig til.

Del 1: Virksomhedspræsentation og strategisk analyse

- Hvad er kendetegnet ved Royal Unibrews organisationsstruktur?
- På hvilke markeder er Royal Unibrew repræsenteret og med hvilke produkter?
- Hvilke samfundsmæssige faktorer påvirker indtjeningsevnen i Royal Unibrew?
- Hvilke brancheforhold påvirker indtjeningsevnen i Royal Unibrew?
- Hvilke interne ressourcer og kompetencer besidder Royal Unibrew?
- Hvordan er selskabets vækststrategi?

Del 2: Regnskabsanalysen

- Hvordan har niveauet og udviklingen været for Royal Unibrews finansielle værdidrivere i den historiske analyseperiode?
- Har Royal Unibrew historisk set været i stand til at generere lønsom vækst?
- Hvordan er Royal Unibrews evne til at styre væsentlige driftsmæssige og finansielle risici?

Del 3: Budgettering

- Hvordan forventes Royal Unibrews centrale finansielle værdidrivere at udvikle sig i budgetperioden?

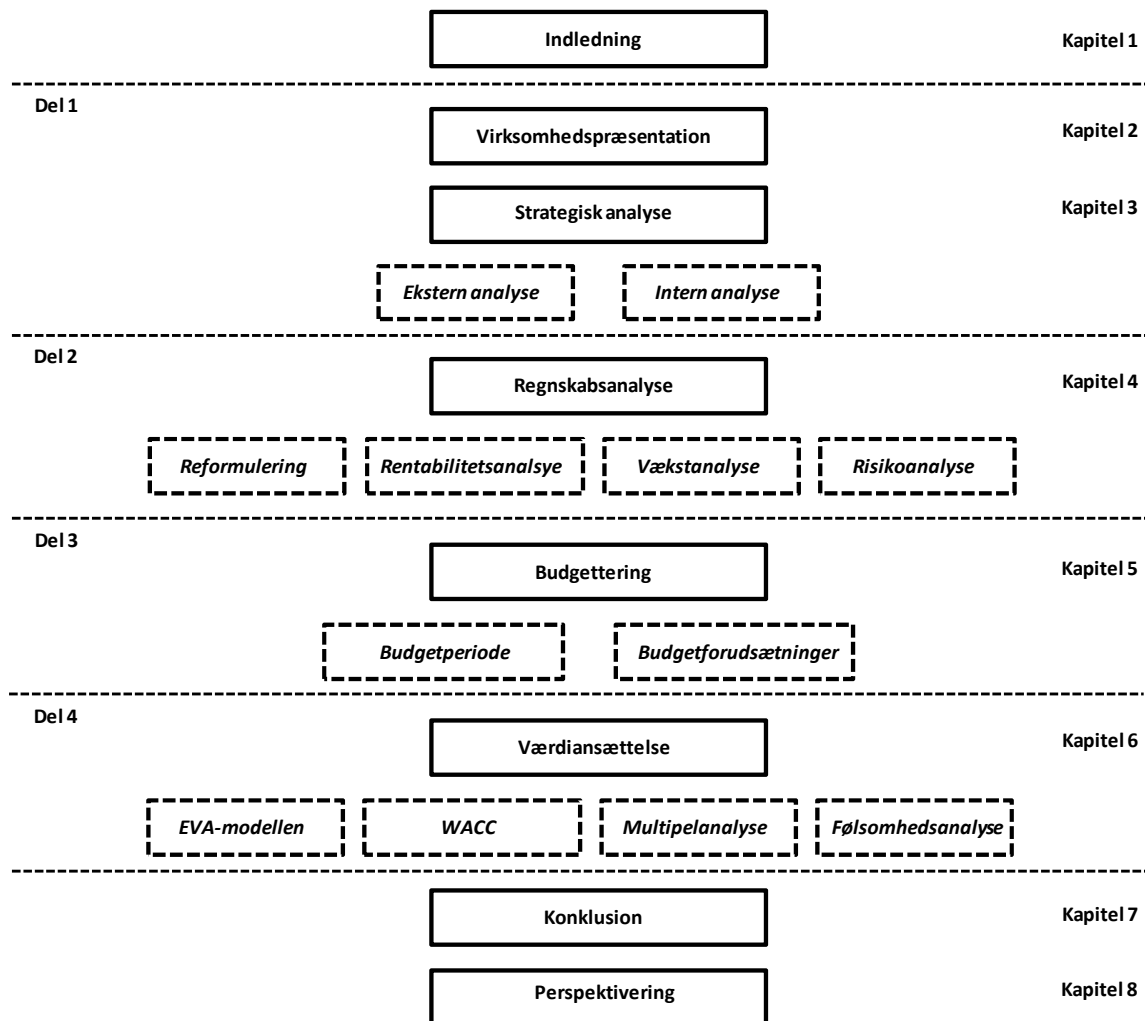
Del 4: Værdiansættelse

- Hvilken værdiansættelsesmodel vurderes som værende mest hensigtsmæssig?
- Hvilke forudsætninger bygger værdiansættelsen af Royal Unibrew på?
- Hvor følsom er den estimerede værdi over for ændringer i centrale værdidrivere?

1.2 Model- og metodevalg

Indeværende afsnit har til hensigt at præsentere læseren for afhandlingens struktur samt at redegøre for de anvendte model- og metodevalg. For indledningsvist at skabe et overblik over afhandlingens indhold og opbygning ses sammenhængen mellem afhandlingens forskellige delelementer illustreret i nedenstående figur.

Figur 2: Afhandlingens struktur



Kilde: Egen tilvirkning

Del 1: Efter det indledende kapitel introduceres læseren i kapitel 2 for den valgte case-virksomhed, Royal Unibrew. Dette indebærer blandt andet en kort beskrivelse af selskabets organisation, ejerforhold samt produkter og markeder.

Kapitel 3 indeholder en strategisk analyse af Royal Unibrew. Formålet med den strategiske analyse er at identificere de ikke-finansielle værdidrivere, der vurderes at yde størst indflydelse på virksomhedens fremtidige værdiskabelse. Analysen følger et såkaldt "top-down

approach", hvor en omverdensanalyse og en analyse af de selskabsinterne forhold munder ud i en vurdering af Royal Unibrews styrker og svagheder samt muligheder og trusler (SWOT).

Samfundsanalysen struktureres med udgangspunkt i PEST-modellen, der har til hensigt at identificere de politiske, økonomiske, sociokulturelle og teknologiske faktorer, der synes at påvirke Royal Unibrews fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder.

Brancheanalysen struktureres i henhold Porters Five Forces, der analyserer branchens attraktivitet ud fra følgende fem konkurrencekræfter: Branchens adgangsbarrierer, leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke, truslen fra substituerende produkter samt rivaliseringen i branchen.

Formålet med den interne analyse er at identificere og vurdere virksomhedens ressourcer og kompetencer. Dette gøres ud fra en analyse af Royal Unibrews værdikæde samt en vurdering af selskabets fremtidige vækststrategi set ud fra Ansoff's vækstmatrice.

Del 2: Med udgangspunkt i DuPont-pyramiden indeholder værdiansættelsesprocessens anden del en regnskabsanalyse af Royal Unibrew. En analyse af de historiske resultater kan være med til at fastsætte såvel niveauer som eventuelle udviklingstendenser for de mest centrale finansielle værdidrivere. De beregnede nøgletal for Royal Unibrew vil i den forbindelse blive sammenholdt med tilsvarende nøgletal for Harboe A/S. Endvidere vil den historiske rentabilitet blive vurderet ved at sammenholde de opnåede afkast med de afledte kapitalomkostninger.

I forlængelse af regnskabsanalysen udarbejdes en risikoanalyse af Royal Unibrew. Fokus vil i den forbindelse være rettet mod selskabets evne til at styre væsentlige driftsmæssige og finansielle risici. Risikoanalysen anvendes blandt andet i forbindelse med fastsættelsen af selskabets kapitalomkostninger.

Del 3: I værdiansættelsens tredje del konverteres konklusionerne fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen til budgetterede proforma-regnskaber for Royal Unibrew. Eftersom kvaliteten af værdiansættelsen aldrig bliver bedre end kvaliteten af det udarbejdede budget, er det essentielt, at der opstilles et realistisk budget for virksomheden.

Del 4: I afhandlingens sidste del udføres selve værdiansættelsesberegningen. Værdiansættelsen af Royal Unibrew sker med udgangspunkt i EVA-modellen. Validiteten af det beregnede værdiestimat vil følgelig blive efterprøvet i form af en multipelanalyse. Endvidere vil der blive foretaget konsekvensberegninger for at vurdere, hvor følsomt det

fastsatte værdiestimat er over for ændringer i centrale værdidrivere. Følsomhedsanalysen vil blive udarbejdet i form af en Monte Carlo-simulering.

Slutteligt opsummeres afhandlingens vigtigste pointer i en samlet konklusion.

1.3 Afgrænsning

Valget af modeller og fokusområder er foretaget ud fra en subjektiv relevansvurdering, og der forekommer udelukkende beskrivelser og analyser af forhold, der vurderes at være relevante i henhold til afhandlingens prædeterminerede problemstillinger. Læseren antages i den forbindelse at have et vist kendskab til strategisk analyse og værdiansættelse af virksomheder.

Der er endvidere foretaget en række afgrænsninger i forhold til værdiansættelsens forudsætninger. Nedenstående afgrænsninger vurderes imidlertid ikke at have betydning for selve kvaliteten af værdiansættelsen.

Afhandlingen baseres udelukkende på offentligt tilgængelige informationer, hvor skæringsdatoen for informationsindsamlingen er sat til den 30. september 2010. Begivenheder og informationer efter denne dato er derfor ikke medtaget i analysen.

Regnskabsanalysen udarbejdes på baggrund af de officielle årsregnskaber i perioden 2005-2009. Fokus vil i den forbindelse være på de finansielle værdidrivere, der vurderes at have størst effekt på værdiskabelsen i Royal Unibrew.

Som følge af at ølsegmentet udgør en betydelig andel af Royal Unibrew forretningsområde, vil afhandlingen hovedsageligt fokusere på denne del af forretningen.

Eftersom EVA- og DCF-modellerne er teoretisk ækvivalente, er der reelt ingen forskel på de to modeller. Begge modeller vil, baseret på de samme budgetforudsætninger, give samme værdiestimat (Plenborg, 2002). Der synes derfor ingen grund til at anvende begge modeller til at fastsætte værdien af Royal Unibrew. Ud fra denne betragtning er valget faldet på EVA-modellen, da denne model bygger på begreber kendt fra regnskabsanalysen.

Mere generelt foreligger der mange forskellige modeller og tilgange til udarbejdelse af en strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af en virksomhed. Som følge heraf afgrænser afhandlingen sig fra at anvende modeller, der ikke er omtalt i forrige afsnit omhandlende model- og metodevalg. Endvidere vil afhandlingen tage afsæt i en anvendelsesorienteret tilgang, hvor modeller og teori hovedsageligt vil blive benyttet som værktøjer til analysen. Der vil derfor ikke forekomme egentlige teoretiske diskussioner af de anvendte modeller. Modellerne vil dog kort blive præsenteret for læseren i forbindelse med, at de benyttes.

1.4 Dataindsamling og -validering

Som nævnt bygger afhandlingens dataindsamlingsmetode på en "desk research"-tilgang, hvor der udelukkende anvendes offentligt tilgængelige informationer. Der er således ikke etableret direkte kontakt til virksomheden i forbindelse med informationsindsamlingen.

Afhandlingens analyser baserer sig på såvel kvantitative som kvalitative data, hvoraf en stor del stammer fra Royal Unibrews årsregnskaber og hjemmeside. Det er i den forbindelse vigtigt at holde sig for øje, at Royal Unibrews ledelse kan have interesse i at præge disse informationer i en ønsket retning. Informationer udsendt af Royal Unibrew vurderes dog at besidde stor troværdighed.

Endvidere anvendes der i et relativt stort omfang informationer fra dagspressen og anerkendte analysebureauer samt leverandører af finansielle data. Disse informationsudbydere vurderes ligeledes at besidde en høj grad af troværdighed.

DEL 1

Formålet med værdiansættelsesprocessens første del er at opbygge et indgående kendskab til den analyserede virksomhed. Det vil sige skabe en forståelse for virksomhedens ageren og dens forretningsområder, herunder virksomhedens organisation, produkter, de primære kunder og konkurrenter, branchens særegne etc.

2.0 Præsentation af Royal Unibrew

Afhandlingens første del indeholder kapitel 2 og 3, hvoraf kapitel 2 kort vil introducere læseren for den analyserede virksomhed, Royal Unibrew. Dette indebærer en kort beskrivelse af selskabets historie og udvikling, en præsentation af ledelsen samt en detaljeret beskrivelse af bryggeriets produkter og markeder.

I kapitel 3 foretages en dybdegående strategisk analyse af Royal Unibrew for at forstå virksomhedens styrker og svagheder i forhold til konkurrenterne samt at identificere de muligheder og trusler, der befinder sig i markedet. De to første kapitler afdækker således både de interne og eksterne ikke-finansielle værdidrivere, som senere anvendes i budgetteringsfasen, der ligger til grund for selve værdiansættelsen.

2.1 Historie og udvikling

Bryggeriet Royal Unibrew, som vi kender det i dag, er oprindeligt en sammenslutning af flere forskellige danske bryggerier, hvoraf de fleste har deres rødder tilbage i 1800-tallet. I 1989 fusionerede Faxe Bryggeri og Jyske Bryggerier (de tidligere Ceres og Thor bryggerier) i selskabet Bryggerierne Faxe Jyske. Fusionen skabte et nyt dansk bryggeri med den nødvendige finansielle styrke og produktionsmæssige kapacitet til at begå sig i den skærpede konkurrence i ind- og udlandet. I 1992 ændrede selskabet navn til Bryggerigruppen. Som et led i at tilpasse sig en mere international profil blev endnu et navneskifte en realitet, da Bryggerigruppen i 2005 blev udskiftet med Royal Unibrew (Royal Unibrew, 2010).

I 1998 blev det daværende Bryggerigruppen noteret på Københavns Fondsbørs. Adgangen til de frie kapitalmarkeder gav selskabet bedre muligheder for fremtidig ekspansion i form af opkøb. I 1999 udmøntede dette sig i købet af det første udenlandske bryggeri, litauiske AB Vilnius Taurus. Året efter styrkede selskabet yderligere sin position som Danmarks næststørste udbyder af øl og vand, da Albani Bryggerierne blev en del af Bryggerigruppen (ibid.).

I årene op til finanskrisens begyndelse deltog Royal Unibrew ligeledes aktivt i bryggeriindustriens konsolidering. Ledelsen havde stor fokus på vækst, og en årrække med

god indtjening og let adgang til finansiering gjorde akkvisitioner til en væsentlig del af selskabets strategi. Via opkøb af baltiske, polske og caribiske bryggerier forsøgte Royal Unibrew at etablere sig på, hvad man anså som fremtidens vækstmarkeder. Generelt set oplevede Royal Unibrew en positiv udvikling i disse år (Prospekt RBREW, 2009).

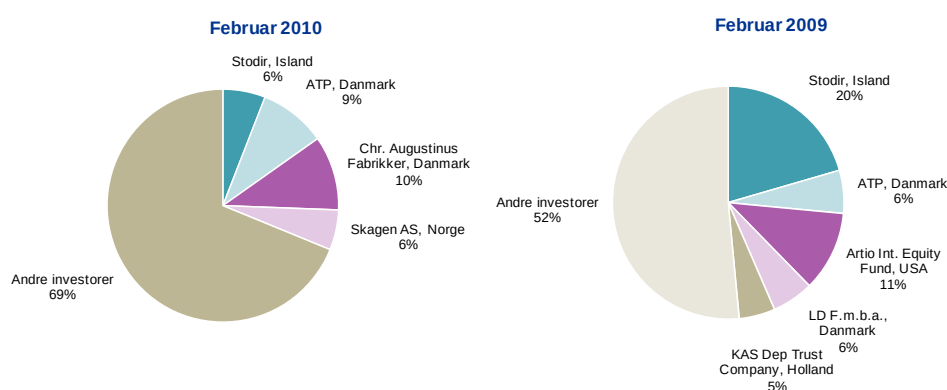
Efter en årrække med vækst i såvel omsætningen som indtjeningen realiserede Royal Unibrew et stærkt utilfredsstillende resultat i 2008. Den internationale økonomiske krise og en fejlslagen strategi i Polen blev startskuddet til en større restruktureringsproces. Med en ny ledelse ved roret blev selskabets strategi ændret, og fokus blev rettet mod at reetablere lønsomheden i selskabet og bringe gælden ned på et væsentlig lavere og mere holdbart niveau. Dette har blandt andet medført lukningen af aktiviteter i Polen og et frasalg af de caribiske aktiviteter (jf. afsnit 2.4)

2.2 Ejerforhold

Royal Unibrew er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen, hvor selskabet indgår i MidCap-indekset. Selskabet har kun én aktieklasse, hvorfor samtlige aktionærer noteret i aktiebogen er forholdsmæssigt ligeligt stemmeberettigede. Ultimo 2009 havde Royal Unibrew i alt ca. 15.400 navnenoterede aktionærer, som tilsammen ejede 73,6 % af den samlede aktiekapital. Heraf udgjorde ca. en fjerdedel udenlandske investorer, mens Royal Unibrew ejede egne aktier svarende til 0,95 % (Årsrapport RBREW, 2009).

Som et led i bestræbelserne på at styrke koncernens finansielle fundament blev aktiekapitalen ved en fortegningsretsemission i december 2009 forhøjet med 55.864.980 kr. til 111.864.980 kr., hvor nettoprovenuet var 394 mio. kr. Kapitalforhøjelsen har betydet væsentlige ændringer i sammensætningen af de største aktionærer. Figur 3 illustrerer selskabets største aktionærer henholdsvis før og efter kapitaludvidelsen.

Figur 3: Ejerforhold



Kilde: Årsrapport RBREW (2009)

Overordnet set er den samlede ejerandel for investorer med en aktiebeholdning større end 5 % blevet kraftigt reduceret fra at være omkring 50 % i februar 2009 til at udgøre 30 % umiddelbart efter kapitaludvidelsen. Dette fald skyldes i stor grad, at det islandske ejendomsselskab Stodir, det tidligere FL Group, gradvist har mindsket deres ejerandel fra 20 % til 6 %. Oprindeligt havde den islandske storinvestor store konsolideringsplaner med Royal Unibrew, men i forbindelse med at den islandske økonomi kollapsede, røg selskabet i betalingsstandsning i september 2008 (Hansen, 2007). Der har således igennem en længere periode været en større aktiepost til salg i markedet, men grundet Royal Unibrews dårlige resultater i perioden op til kapitaludvidelsen udeblev købsinteressen.

Som det ses af figuren på forrige side, er den velhavende Augustinus Fond, via datterselskabet Chr. Augustinus Fabrikker A/S, den største nuværende aktionær i Royal Unibrew. Fonden opkøbte ca. 10 % af aktiekapitalen i Royal Unibrew i forbindelse med aktieemissionen. Købet blev foranlediget af adm. direktør Tommy Pedersen, der samtidig er næstformand for bestyrelsen i Royal Unibrew.

2.3 Ledelsen

Som de fleste andre skandinaviske selskaber følger Royal Unibrews ledelsesstruktur en tostrengt ledelsesmodel, der beror på en adskillelse af personerne, som optræder i henholdsvis bestyrelsen og direktionen. I Royal Unibrew består bestyrelsen således af eksterne personer valgt af aktionærerne på generalforsamlingen samt medarbejdervalgte repræsentanter. På en for nylig afholdt generalforsamling blev tre nye medlemmer stemt ind i bestyrelsen. Heraf blev nyvalgte Kåre Schulz udpeget til formand, efter at den tidligere formand Erik Højsholdt var afgang ved døden tidligere på året. Erik Højsholdt havde kort tid forinden afløst Steen Weirsøe, der stoppede i april (Mortensen, 2010).

Det er ikke kun i bestyrelsen, at Royal Unibrew har oplevet stor udskiftning i de senere år. I direktionen har der ligeledes været gang i svingdøren. I takt med at den makroøkonomiske situation for alvor ændrede sig i løbet af 2008, blev flere af tidligere års akquisitioner forvandlet til en hæmsko for selskabet. Stor gæld og faldende efterspørgsel påvirkede resultaterne i negativ retning, hvilket satte sit naturlige præg på selskabets organisation som helhed. På syv måneder forlod fire topfolk bryggeriet, og tre ud af fire fra direktionen blev skiftet ud. Den tidligere adm. direktør Poul Møller blev erstattet af Henrik Brandt, der blev hentet ind til at stå i spidsen for den kommende turnaround. I samme ombæring tiltrådte Hans Savonije som international direktør med ansvar for Nordeuropa. Den eneste tilbageværende fra det direktionshold, der tilbage i februar 2008 fremsatte den ambitiøse "double up"-strategi,

er finansdirektør Ulrik Sørensen (Nymark, 2008). Med udgangen af 2010 har Ulrik Sørensen imidlertid valgt at gå på pension, hvorfor også han vil træde ud af selskabets direktion. I stedet indtræder Peter Ryttergaard i direktionen som ny økonomidirektør.

I sine tidligere chefstillinger har den nye adm. direktør Henrik Brandt været med til at gennemføre store forandringer. I vaskeri- og servicekoncernen Sophus Berendsen overtog han eksempelvis chefstolen for en koncern, der ikke tjente penge. Det handlede derfor om at skære til og sælge fra. I medicoselskabet Unimedico stod han i spidsen for at gøre selskabet salgsmodent, hvilket resulterede i et salg til kapitalfonden Nordic Capital (Lassen, 2009b).

Ansættelsen af Kåre Schulz som ny bestyrelsesformand synes at have en lidt anderledes bevæggrund. To år efter at krisen i Royal Unibrew var på sit højeste, er man nu begyndt at se fremad. Selskabet står over for en proces, hvor der igen skal opstilles nye vækstmål. I den forbindelse får ledelsen mulighed for at trække på Kåre Schultz' erfaring fra Novo Nordisk, hvor han betegnes som arkitekten bag den globale ekspansion, som medicinalkoncernen har været igennem. Endvidere besidder han bestyrelseserfaring fra Lego, hvor han ligeledes sidder i bestyrelsen (Svansø, 2010).

Bedømt ud fra tidligere meritter virker ansættelsen af den nye adm. direktør Henrik Brandt og den nye bestyrelsesformand Kåre Schulz som fornuftige valg. Begge synes at have en stærke profil, som Royal Unibrew kan få stor gavn af i sit fremtidige virke.

2.4 Tilpasninger af organisationen og koncernstrukturen

Ud over de seneste års gennemgribende fornyelser på direktionsgangene og i bestyrelsen har Royal Unibrew ligeledes gennemgået store forandringer i varetagelsen af den daglige drift. Selskabets vækstorienterede strategi er blevet afløst af et fokus på omfattende struktur- og driftstilpasninger. Forretningen er blevet skåret til og gjort mindre kompleks. Dette afspejles blandt andet i frasalget og lukningen af bryggerier i henholdsvis Caribien og Polen, en forenkling af selve organisationsstrukturen samt fyringsrunder i flere lande.

I Danmark, hvor selskabet har sit hovedsæde, er Ceres-bryggeriet i Århus lukket ned, og produktionen er i dag samlet på de to bryggerier i Faxe og Odense for at styrke selskabets distributionskanaler. Endvidere har sammenlægningen af administrative funktioner betydet, at selskabet har kunnet reducere den administrative stab. I selskabets udenlandske bryggerier er der ligeledes gennemført ledelsesmæssige og operationelle sammenlægninger af forskellige aktiviteter (Årsrapport RBREW, 2009).

I bilag 1 ses selskabets koncernstruktur. Som det fremgår af oversigten, er Royal Unibrew, på trods af de seneste års tilpasninger af organisationen, stadig at betragte som et internationalt forankret bryggeri.

2.5 Produkter og markeder

Royal Unibrew er en regional¹ bryggeri- og læskedrikkoncern, hvis forretningsområde er fokuseret på øl, malt- og læskedrikke, herunder sodavand, vand og juice. Selskabet producerer, markedsfører, sælger og distribuerer kvalitetsdrikkevarer med fokus på brandede produkter (Årsrapport RBREW, 2009).

Overordnet set kan bryggeriindustrien opdeles i fire produktkategorier:

- Super premium
- Premium
- Mainstream
- Private label- og discount-segmentet

hvoraf de tre første segmenter omfatter brandede produkter, mens sidstnævnte segment omfatter ikke-brandede produkter. I markedets top-segmenter findes de såkaldte premium-mærker, som typisk udgøres af specialøl og importerede øl. Dette være sig øl med et stærkt brand eller øl udbudt af lokale mikrobryggerier. Kendetegnet ved disse specialprodukter er, at de anses for at være en særlig type øl med en vis eksklusivitet. Mainstream-segmentet, som udgør størstedelen af den samlede afsætning, består primært af lokale brands. De fleste bryggerier udbyder som minimum et af disse brands, der går under typen pilsner. I den nedre ende af markedet findes private label- og discount-segmentet. Dette segment omfatter øl, som sælges gennem store detailforretninger, der blandt andet ønsker drikkevarer markedsført under deres egne brands. Mens discount- og private label-produkter udelukkende udbydes til detailhandelen, udbydes de tre øvrige segmenter i såvel detailhandelen som i HoReCa-sektoren (Prospekt RBREW, 2009).

Inden for læskedrikke kan markedet for sodavand opdeles i tre produktkategorier:

- Globale brands
- Lokale brands
- Private label

Sammenholdt med ølmarkedet udgør de globale brands, f.eks. Coca Cola og Pepsi, en langt større markedsandel af det totale marked for læskedrikke. For de øvrige læskedrikkeprodukter,

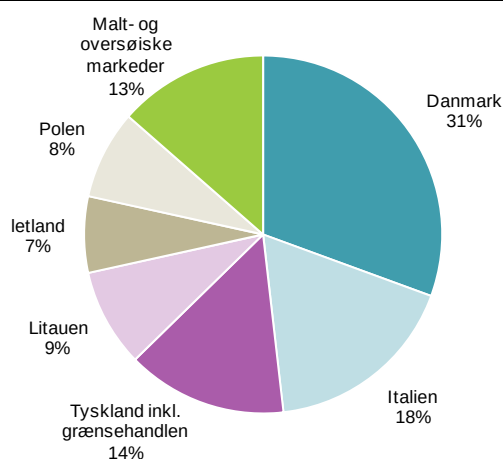
¹ Det vil sige øl og læskedrikke distribueres i mere end et land.

som juice og vand, er markederne til gengæld særdeles fragmenterede med lokale produkter som de mest fremherskende (ibid.).

Der er væsentlig forskel på, hvordan de geografiske markeder for øl er sammensat i forhold til ovenstående produktkategorier. Sammensætningen og størrelsen af det enkelte lands ølmarked afhænger blandt andet af dets historiske ølbrygningstraditioner, markedets modenhed og landets generelle økonomiske niveau.

Royal Unibrew opererer på en række markeder i Vest- og Østeuropa samt på de internationale markeder for maltdrikke. I nedenstående diagram ses selskabets geografiske markedssegmentering fordelt efter nettoomsætning pr. 31. december 2009.

Figur 4: Royal Unibrews markedssegmentering



Kilde: Årsrapport RBREW (2009)

2.5.1 Vesteuropa

Markedssegmentet Vesteuropa omfatter hovedsagligt Danmark, Italien samt Tyskland inkl. grænsehandlen. Som det fremgår af ovenstående diagram, udgør dette segment 63 % af den samlede koncernomsætning i 2009 og er således Royal Unibrews hovedmarked.

Danmark

Det danske ølmarked er karakteriseret ved at være et modent marked med en stærk tradition for ølforbrug. En relativt stor del af forbrugernes præferencer er derfor rettet mod den øvre del af produktsegmenterne. Ved at udbyde en kombination af en række stærke internationale, nationale og lokale brands gør Royal Unibrew sig som landets næststørste leverandør af øl og læskedrikke.

Af egne brands udgør Royal et nationalt mainstream-brand, mens mærkerne Ceres, Albani og Thor er mere lokalt forankrede mainstream-brands. Inden for læskedrik er Faxe Kondi og

Nikoline ligeledes egne stærke nationale brands, mens Egekilde har en ledende position på markedet for naturligt mineralvand. Flere af de enkelte brands udbydes yderligere i forskellige smagsvarianter, ligesom visse brands produceres i sæsonprodukter, f.eks. Royal X-max og Royal Easter (Prospekt RBREW, 2009).

Siden 2002 har Royal Unibrew igennem en licensaftale udbudt det internationale topbrand Heineken. På samme vis har Royal Unibrew på læskedrikmarkedet lavet en licensaftale med Pepsi-koncernen om at udbyde deres produkter i Danmark, herunder Pepsi, Pepsi Max, Miranda og Lipton Ice Tea (ibid.).

På det danske marked besidder Royal Unibrew således en stærk portefølje af såvel egne som internationale licensbaserede brands.

Italien

I Italien er der ikke den samme tradition for at drikke øl som i Nordeuropa. Med et af Europas laveste ølforbrug pr. indbygger har Royal Unibrew rettet deres fokus mod super premium-segmentet, hvor der typisk er en væsentlig højere fortjeneste end på de mere almindelige ølprodukter. Dattervirksomheden Ceres S.p.A. har via det anerkendte eksport-brand, Ceres Strong Ale, formået at positionere sig blandt markedslederne i super premium segmentet. Med en tilgængelighed på over 75 % af landets HoReCa-salgssteder har Ceres Strong Ale en af markedets højeste distributionsgrader i HoReCa-segmentet. Udover Ceres Strong Ale udbyder Royal Unibrew Ceres Old 9, der ligeledes er at finde i super premium-segmentet, mens pilsnertyperne Ceres Top Pilsner og Faxe er repræsenteret i det italienske mainstream-segment (Prospekt RBREW, 2009).

Grænsehandlen og Tyskland

Det primære salg i Tyskland foregår via grænsehandlen, hvor Royal Unibrew er en væsentlig aktør. I den forbindelse eksporterer selskabet en række produkter til detailhandlen i Tyskland, hvoraf de primære brands er Royal, Thor, Slots og Egekilde (Prospekt RBREW, 2009).

2.5.2 Østeuropa

Med en andel på 24 % af koncernens samlede omsætning i 2009, er Østeuropa det næstestørste geografiske marked, hvorpå Royal Unibrew afsætter sine produkter, jf. figur 4 forrige side. Det østeuropæiske segment omfatter mere præcist markederne for øl og læskedrik i henholdsvis Litauen, Letland og Polen. Alle tre lande er såkaldte vækstmarkeder, og er karakteriseret ved en lang tradition for alkoholforbrug med stærke nationale mærker (Prospekt RBREW, 2009).

Litauen

I Litauen er Royal Unibrew én af de to førende drikkevarevirksomheder med betydelige markedspositioner inden for øl og læskedrikke, herunder juice. Selskabets dattervirksomhed Kalnapilio-Tauro er landets næststørste bryggerivirksomhed, der råder over stærke nationale mainstream-brands som Kalnapilis og Taurus. Begge mærker udbydes i såvel detailhandlen som i HoReCa-segmentet. På markedet for læskedrikke er mærket Cido, der importeres fra Royal Unibrews lettiske datterselskab, det tredjestørste brand inden for juice (Prospekt RBREW, 2009).

Letland

I Letland er Royal Unibrews datterselskab, Cido Grupa, markedsleder inden for juice og læskedrikke samt den tredjestørste udbyder af øl. På ølmarkedet er selskabets vigtigste brands Lacplesis og Livu Alus, der begge afsættes i mainstream-segmentet til både detailhandelen og HoReCa-segmentet. Mærket Lacplesis er dog kendetegnet ved at have en stærk position inden for HoReCa-segmentet. Selskabets mest kendte brand er imidlertid juicemærket Cido, der er et af Letlands mest kendte brands. Inden for mineralvand er mærket Mangali ligeledes et førende mærke (Prospekt RBREW, 2009).

Polen

På trods af at Polen, med et ølforbrug på 97 liter pr. indbygger, har et af Europas største ølforbrug, har de polske bryggerier skabt store udfordringer for Royal Unibrew. Dette har medført væsentlige ændringer af aktiviteterne, hvilket blandet andet ses afspejlet i selskabets produktportefølje. I fremtiden vil selskabet udelukkende fokusere på de stærkeste regionale brands i den nordøstlige region, i regionen omkring Warszawa samt i det sydlige Polen. I disse områder besidder selskabet en række lokale mainstream-brands. I det nordøstlige Polen er selskabet eksempelvis den tredjestørste udbyder af øl med brandet Lomza (Prospekt RBREW, 2009).

2.5.3 Malt- og oversøiske markeder

Segmentet malt- og oversøiske markeder omfatter en række lande i Caribien og Afrika samt etniske befolkningsgrupper fra disse områder bosat i Europa og Nordamerika. Forretningsområdet beror på en eksport- og licensforretning af såkaldte maldrikke og udgjorde i 2009 ca. 13 % af Royal Unibrews samlede omsætning, jf. figur 4 s. 16. Maldrikke omfatter ikke-alkoholiske drikke med stor næringsværdi og adskiller sig således væsentligt fra selskabets øvrige produkter.

Inden for segmentet maldrikke besidder Royal Unibrew flere internationalt stærke brands, som afsættes i premium-segmentet. Selskabets vigtigste brand er Vitamalt, der vurderes at være det tredjestørste globale malt-brand. Endvidere vurderes Supermalt, som er selskabets næststørste maltprodukt, at være det førende brand i England (Prospekt RBREW, 2009).

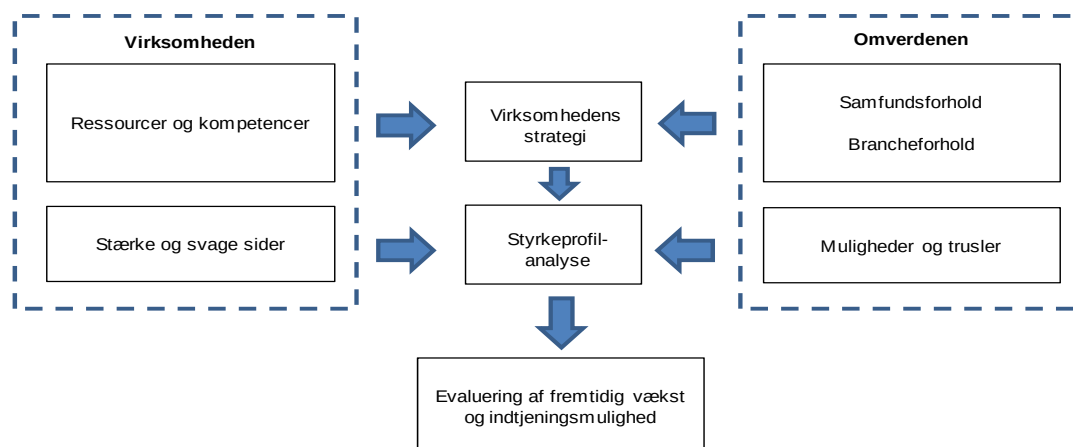
Den 12. august 2009 meddelte Royal Unibrew, at selskabet havde indgået en betinget aftale om salg af sine ejerandele i de tre caribiske bryggerier samt en læskedrikfacilitet. Aftalen indbefatter imidlertid en licensaftale, hvor den nye ejer fremover vil fremstille og afsætte Vitamalt på disse markeder. Som en del af handlen er der ligeledes indgået en licensaftale om lancering, produktion og salg af Vitamalt i den Dominikanske Republik. Royal Unibrew forventer således at opnå en fremtidig øget eksponering af Vitamalt i de caribiske lande.

3.0 Strategisk analyse

I forbindelse med værdiansættelse tjener en strategisk analyse det formål at identificere de ikke-finansielle værdidrivere, der ligger til grund for de anvendte budgetforudsætninger. Med andre ord er en strategisk analyse med til kritisk at vurdere de handlinger, virksomheden gennemfører for at bestræbe sig på at opnå konkurrencemæssige fordele og derved skabe økonomisk værdi.

I de følgende afsnit vil der blive foretaget en strategisk analyse af Royal Unibrew. Som illustreret i figur 5, tager analysens struktur udgangspunkt i et "top-down approach", hvor samfunds-, branche- og virksomhedsspecifikke forhold vil blive analyseret med henblik på at vurdere virksomhedens styrker og svagheder samt muligheder og trusler. I forlængelse heraf vil styrkeprofilanalysen (SWOT) blive anvendt som en opsummering på den samlede strategiske analyse.

Figur 5: Analysestruktur



Kilde: Sørensen (2009)

3.1 PEST

Formålet med en omverdensanalyse er at identificere de makroøkonomiske forhold, der vurderes at yde størst indflydelse på virksomhedens fremtidige værdiskabelse. I den henseende kan Porters PEST-model anvendes. PEST-modellen er et analyseværktøj, der kortlægger den nuværende situation og generelle trends i relation til de politiske, økonomiske, sociokulturelle og teknologiske forhold, som virksomheden agerer under (Sørensen, 2009).

3.1.1 Politisk

Bryggeribranchen, og derved Royal Unibrews aktiviteter, er underlagt en lang række nationale og internationale politisk bestemte love og reguleringer. Dette være sig inden for miljøbeskyttelse, konkurrenceforhold, markedsføring, etiketteringskrav etc. Ændringer i disse

love eller regler kan få væsentlig betydning for Royal Unibrews fremtidige resultater, hvilket i sidste ende vil afspejle sig i selskabets værdi.

En vigtig parameter for reguleringsomfanget er samfundets generelle opfattelse af øl- og læskedrikforbruget. I forhold til forbruget af øl og sodavand er der ingen tvivl om, at for store mængder kan være sundhedsskadeligt. Myndighederne kan derfor risikere at blive udsat for et tilstrækkeligt stort offentligt pres i henhold til at få nedbragt forbruget. Som en reaktion herpå er der en række områder, hvor myndighederne kan være med til at indskrænke udbydernes ageren.

Eksempelvis har den lovmæssige alder for indtagelse af alkohol ofte været til debat. Så sent som i sommeren 2010 blev aldersgrænsen for salg af alkohol endnu engang forhøjet i Danmark. Denne gang var det imidlertid kun salget af drikkevarer med en alkoholprocent på over 16,5 %, som blev påvirket af lovændringen². Eksemplet illustrerer dog helt tydeligt, hvordan det offentlige pres kan være med til at ændre de politisk betingede konditioner for bryggeriindustrien.

Et andet område af stor politisk interesse er en eventuel regulering af adfærden på salgsstederne. Dette kan eksempelvis ske gennem salgsrestriktioner for detailforretningerne eller en stramning af udstedelsen af alkoholbevillinger. I Sverige har man eksempelvis længe haft stærke reguleringer af detailsalget for alkoholholdige drikke, hvor Systembolaget, der er en statsejet butikskæde, har monopol på salget af drikkevarer med mere end 3,5 % alkohol (Bryggeriforeningen, 2010a).

Bryggerivirksomhederne er endvidere udsat for begrænsninger i henhold til deres ageren inden for annoncering og anden kommunikation til forbrugerne. I 2007 forpligtede bryggerierne i EU-medlemslandene sig til at sikre ansvarlig reklame gennem selvregulering. I Danmark har dette betydet oprettelsen af Alkoholreklamenævnet, som i tæt samarbejde med Forbrugerombudsmanden udsteder retningslinjerne for ansvarlig markedsføring. Dette indebærer blandt andet, at reklamer for alkohol aldrig må rettes mod børn og unge, at de ikke må opfordre til et stort forbrug samt virke påtrængende eller provokerende. De politiske reguleringer er således med til at diktere, hvilken reklamestil og hvilke medier eller budskaber der må bruges til at markedsføre øl og læskedrikke (Bryggeriforeningen, 2010b).

Der er i de senere år kommet et øget fokus på overvægtige børn og unge, hvilket meget vel kan resultere i, at politikerne følger sig nødsaget til at gribe ind. Et politisk forsøg på at

² Vedtaget af Folketinget ved 3. behandling d. 3. juni 2010.

imødegå fedme blandt den yngre generation kan eksempelvis munde ud i begrænsninger på forbruget af læskedrikke på skoler og andre offentlige institutioner. Et andet indgreb kunne være en fremtidig regulering af selve salget i form af differentierede afgifter på mad og drikkevarer. Ved at indføre relative prisstigninger på de "uønskede" og usunde produkter kan myndighederne være med til at påvirke forbrugeradfærden i en bestemt retning (Bryggeriforeningen, 2010c).

Ændringer i den eksisterende lovgivning vedrørende moms og afgifter kan ligeledes påvirke Royal Unibrews fremtidige indtjening på de enkelte markeder. En stigning i skatter og afgifter på kortfristede forbrugsgoder, som øl og læskedrikke, vil alt andet lige forøge salgsprisen og derved mindske efterspørgslen. I tabel 1 ses ølafgifter og momssatser på Royal Unibrews geografiske markeder.

Tabel 1: Ølafgifter og moms (kr. pr. liter)

Marked	Ølafgift	Moms	Total
Danmark	2,48	25,0%	3,09
Tyskland	0,75	19,0%	0,89
Italien	2,10	20,0%	2,52
Polen	1,80	22,0%	2,20
Litauen	0,90	19,0%	1,07
Letland	0,75	18,0%	0,89
EU-27	2,27	19,4%	2,73

Kilde: Bryggeriforeningen (2009)

Det fremgår af tabellen, at der til stadighed er store forskelle på de enkelte landes moms og afgifter. Royal Unibrews vækstmarkeder, i form af Letland og Litauen, befinder sig i den lave ende af skalaen, mens det vesteuropæiske marked har relativt højere ølafgifter. Det ses endvidere, at ølafgiften i Tyskland er utrolig lav i forhold til Danmark, hvilket har stor betydning for selskabets salg i grænsehandlen. Afgifternes store betydning kommer til udtryk ved at forholde Royal Unibrews samlede øl- og vandafgifter til selskabets omsætning. I 2009 udgjorde de totale øl- og vandafgifter 14,8 % af omsætningen, hvilket naturligvis påvirker salgsprisen og derved afsætningen (Årsrapport RBREW, 2009).

Royal Unibrew oplyser på deres hjemmeside, at de i samarbejde med andre bryggerier, eksempelvis gennem Bryggeriforeningen, aktivt forsøger at være med til at begrænse de negative følger af uhensigtsmæssigt forbrug af alkoholprodukter. Under hensyn hertil arbejdes der dog samtidig løbende for at undgå unødige ændringer i lovgivningen, som vil føre til yderligere restriktioner i afsætningen.

3.1.2 Økonomisk

Set ud fra et økonomisk perspektiv er Royal Unibrew eksponeret over for ændringer i henholdsvis den globale økonomi og den disponible indkomst på et givent marked, hvilket kan have stor indvirkning på efterspørgslen efter selskabets produkter.

Som de fleste andre virksomheder er Royal Unibrew direkte og indirekte påvirket af den krise, der ramte den finansielle sektor i 2007 - og som senere har udviklet sig til at være en generel økonomisk krise. Finanskrisen og den efterfølgende recession har betydet stigende usikkerheder, negative vækstrater samt faldende indkomster og købekraft. Kendetegnet for Royal Unibrews markeder er da også, at de har været påvirket af en generel nedgang i efterspørgslen på øl og læskedrikke, om end i varierende grad. Generelt set vurderes selskabets vækstmarkeder i Østeuropa at være hårdere ramt end de mere modne markeder i Vesteuropa (Prospekt RBREW, 2009).

Hvorom alting er, vil Royal Unibrew også i fremtiden være eksponeret over for risikoen for økonomisk afmatning eller recession, hvad enten det er globalt eller mere nationalt forankret på et af selskabets hovedmarkeder. Endvidere kan Royal Unibrew risikere, at de nuværende globale konjunkturer forværres i den nærmeste fremtid. Begge scenarier vil utvetydigt påvirke selskabets fremtidige indtjeningsmuligheder i negativ retning.

Som nævnt indledningsvist er forbruget af øl og læskedrikke ligeledes påvirket af ændringer i den disponible indkomst på et givent marked. Specielt på vækstmarkederne med lavere indkomstgrupper er der stor korrelation mellem disponibel indkomst og forbruget af øl og læskedrikke. På samme vis har ændringer i den disponible indkomst stor indvirkning på salgsvolumen inden for de forskellige produktsegmenter. I årene op til den finansielle krise var der en tydelig tendens til et skift hen imod dyrere produkter i takt med en øget velstand. På de mere modne markeder konsumerede forbrugerne i stigende grad specialøl og importerede mærker, mens tendensen på vækstmarkeder gik mod et generelt større forbrug af øl frem for traditionel lokal spiritus af lav kvalitet. Den økonomiske krise har modsætningsvis betydet, at prisen i dag er blevet en vigtigere købsparameter for forbrugerne. Eksempelvis er forbruget i HoReCa-segmentet blevet reduceret til fordel for detailsegmentet, mens man i de østeuropæiske lande oplever et større forbrug i lavprissegmentet (Prospekt CARLB, 2008).

Ændringer i den disponible indkomst har altså stor betydning for både det totale forbrug af øl og læskedrikke samt det relative salg i de forskellige produktkategorier.

En anden vigtig pointe er, at den økonomiske krise alt andet lige har skabt større usikkerhed om de fremtidige økonomiske vilkår. Risikoen for at de fremtidige realiserede økonomiske resultater afviger fra forventningerne, er derfor tilsvarende højere. Som følge heraf vil den senere budgettering være behæftet med større grad af usikkerhed end sædvanligt.

3.1.3 Sociokulturelt

På det sociokulturelle område afhænger forbrugerefterspørgslen på øl og læskedrikke af en lang række forskellige faktorer, herunder forbrugernes livsstil samt alkoholforbrugets omtale i medierne og det offentlige rum.

Forbrugeradfærden og de sociokulturelle trends er stærkt påvirket af mediedækningen og den offentlige omtale. Kommer den generelle holdning til ølforbruget i miskredit blandt forbrugerne, vil det uden tvivl få en negativ indvirkning på bryggeribranchens fremtidige indtjeningsmuligheder. I den henseende har der i de senere år været et øget offentligt fokus på alkoholrelaterede problemer, som har præget den offentlige holdning til ugunst for bryggerierne. Negativ omtale i forbindelse med spirituskørsel og mindreåriges alkoholvaner er blot nogle af de historier, som givetvis har påvirket offentlighedens opfattelse af alkoholforbruget (Bryggeriforeningen, 2009).

Forbrugsmønstrene har ligeledes været præget af sociokulturelle trends inden for forbrugernes livsstil. I en årrække har forbrugernes fokus været rettet mod en sundere livsstil og bedre velvære. Dette har blandt andet haft en negativ effekt på den offentlige holdning i forhold til forbruget af sukkerholdige læskedrikke. Samtidig er det blevet mere "in" at forkæle sig selv med brandede kvalitetsprodukter, hvor forbrugerne i højere grad kan identificere sig selv med produktet (Nyhedsbureauet Direkt, 2007). Disse ændringer i forbrugernes præferencer har bryggerierne naturligvis taget til sig og udvidet deres produktportefølje til at indeholde utallige light-produkter samt nye former for alkoholdrikke, som f.eks. Cider.

3.1.4 Teknologisk

Ændringer i produktionsteknologien kan være en afgørende faktor i forhold til at have en omkostningseffektiv og konkurrencedygtig produktion. Teknologispring på produktionsområdet var rent faktisk en af hovedårsagerne til branchens tidlige industrialisering og gradvise konsolidering, hvor forskelle i gæringsprocessen medførte, at visse bryggerier opnåede konkurrencemæssige fordele (Prospekt RBREW, 2009).

Bryggeribranchen er yderligere underlagt store krav i henhold til miljørigtig produktion. Selskaberne skal i dag overholde en lang række miljøbeskyttelseslove, herunder genbrug af

dåser og flasker, udledning af forurenende stoffer samt håndtering og bortskaffelse af farligt affald. Dette stiller store krav til bryggeriernes produktionsanlæg. Lever Royal Unibrew ikke op til de miljøgodkendelser, der kræves af selskabets produktionsanlæg, vil de kunne påføres væsentlige omkostninger i form af strafferetlige sanktioner og erstatningskrav.

3.2 Porters Five Forces

Brancheanalysen vil i lighed med analysen af de samfundsmæssige forhold fokusere på de faktorer, der har størst betydning for Royal Unibrews fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder. En vurdering af branchens attraktivitet vil blive foretaget med udgangspunkt i Poters Five Forces. Dette gøres ud fra fem konkurrencekræfter, der ifølge Porter er de primære drivkræfter for en branches konkurrenceintensitet. Tankegangen bag modellen er, at virksomheder gennem sin positionering skal stræbe efter at skabe overnormal profit. Ifølge Porter kan overnormal profit skabes ved enten at befinde sig i en attraktiv branche eller ved at rekonstruere de givne konkurrencevilkår, således at branchen gøres mere attraktiv (Hartmann, 2008).

3.2.1 Adgangsbarriere

Bryggeribranchen er karakteriseret ved en hård konkurrenceintensitet, hvor en af de vigtigste konkurrenceparametre er en effektiv produktion. En omkostningseffektiv produktion kræver store irreversible omkostninger i et specialiseret produktionsapparat og opbyggelsen af et nødvendigt teknologisk knowhow. Endvidere er den løbende opgradering af produktionsanlæggene kendetegnet ved at være særdeles kapitaltung. Branchen må således betegnes som kapitalintensiv med høje indtrængnings- og exitbarrierer, der er med til at begrænse truslen fra potentielle nye indtrængere.

Som tidligere nævnt er der en tendens til, at en større del af ølforbruget er inden for segmentet af brandede kvalitetsprodukter. Da øl ofte drikkes i forbindelse med sociale sammenkomster, spiller et mærkes image en vigtig rolle. Såfremt nye aktører vælger at etablere sig i branchen, må der derfor tilregnes en omfattende markedsføring af mærket for at skabe det ønskede image. Alt andet lige vil store markedsføringsomkostninger ydermere være med til at begrænse truslen fra potentielle nye indtrængere.

En anden væsentlig adgangsbarriere er den geografiske rækkevidde. Store transportomkostninger sætter en væsentlig begrænsning for, hvor langt væk fra produktionsstedet et bryggeris produkter lønsomt kan afsættes. Adgangen til et effektivt distributionsnet over et større geografisk område kræver derfor ofte licensaftaler med eller ejerskab af lokale bryggerier. På brancheniveau er dette med til at begrænse truslen fra nye

markedsaktører til hovedsageligt at udgøre små lokalt forankrede og nichefokuserede mikrobryggerier, der blot kan opnå yderst begrænset markedsandele.

På markedsniveau er det derimod de store globalt etablerede bryggerier, der udgør den primære trussel fra potentielle nye indtrængere. Via opkøb af lokale bryggerier har de største bryggerikoncerner formået at udnytte deres finansielle styrke til at opnå en forøget geografisk tilstedeværelse med globale, regionale og lokale brands. Dette er med til at skabe konkurrencemæssige fordele i form af væsentlige stordriftsfordele i produktionen, indkøb, markedsføring, salg og distribution, hvilket gør de globale bryggerivirksomheder i stand til at tage konkurrencen op med de eksisterende spillere på markedet.

3.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Forhandlingsforholdet mellem kunden og dens leverandører består af en lang række forhold, herunder antallet og størrelsen af leverandørerne, varens tilgængelighed (udbuddet), varens standardiseringsgrad, afhængigheden af varen samt adgangen til substitutter.

I bryggeribranchen er den største leverandørrisiko forbundet med de råvarer, som bryggerierne benytter i deres produktioner. Dette vedrører primært indkøb af dåser (aluminium), malt (byg), humle samt glas- og PET-flasker (Årsrapport RBREW, 2009). Alt sammen råvarer, der er kendetegnet ved høj standardisering, men med en lav substitutionsgrad. Royal Unibrew er derfor afhængig af, at netop disse råvarer leveres rettidigt, til konkurrencedygtige priser og i tilfredsstillende kvalitet. Lever leverandørerne ikke op til disse krav, kan det få en væsentlig negativ indvirkning på selskabets drift og derved indtjeningen.

Umiddelbart har Royal Unibrew via ledende markedspositioner en relativ stærk forhandlingsstyrke over for de relativt mindre lokale underleverandører. I relation til visse råvarer er selskabet dog stærkt afhængige af et fåtal af underleverandører, hvilket svækker deres forhandlingsmagt en smule. Eksempelvis har selskabet et begrænset antal emballeringsleverandører, herunder aluminiumsdåser samt glas- og PET-flasker. Dette skyldes primært to forhold. For det første er der på visse markeder sket en konsolidering blandt leverandørerne, hvilket har reduceret de lokale leveringsalternativer. For det andet er der vedhæftet betydelige transportomkostninger til leverancer af dåser og glasflasker, hvilket ligeledes begrænser alternativerne (Prospekt RBREW, 2009).

Afhængigheden af specifikke underleverandører er med til at gøre Royal Unibrew mere sårbar over for ophævelse eller misligholdelse af leveringsaftaler. I tilfælde af at en nøgleleverandør

ikke lever op til sine forpligtigelser, bliver selskabet nødt til at foretage dækningskøb hos alternative leverandører. Ofte vil sådanne tvungne "her og nu"-køb være til en relativt højere pris, end man oprindeligt havde aftalt med den tidligere leverandør.

I de senere år har råvarepriserne til produktion af øl været stødt stigende. Dette skyldes blandt andet en konsolidering blandt leverandørerne (en forøget forhandlingskraft), en generel vækst i ølsalget og en øget efterspørgsel efter biobrændsel (Prospekt CARLB, 2008). Flere af de nødvendige råvarer er dog også underlagt mere kortsigtede prisudsving. Eksempelvis vil udsving i vejrforholdene og udbyttet af afgrøder påvirke det samlede udbud. For at imødekomme pludselige ændringer i råvarepriserne afdækkes de mest væsentlige råvarerisici. Til dette har Royal Unibrew indgået fastprisaftaler med relevante leverandører, ligesom der for køb af dåser og flasker er indgået finansielle kontrakter, der delvist afdækker risikoen for henholdsvis aluminiums- og olieprisstigninger. Det oplyses i årsrapporten for 2009, at Royal Unibrew har sikret den væsentligste del af de kommende 15 måneders indkøb, hvilket er i overensstemmelse med selskabets råvarerisikopolitik.

3.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke bestemmes af en række faktorer som f.eks. afhængigheden af produktet, købernes størrelse og koncentration, adgang til substituerende produkter samt antallet af udbydere.

Bryggerierne benytter sig hovedsageligt af to distributionskanaler, detail og HoReCa. Detailsegmentet omfatter supermarkeder og convenience-forretninger, herunder tankstationer og mindre kiosker, mens HoReCa-segmentet primært omfatter hoteller, restauranter og barer. Fordelingen af forbruget i de to segmenter varierer i vidt omfang fra marked til marked alt efter det enkelte lands øltraditioner og den relative prisfastsættelse. Sammensætningen af forbruget har imidlertid stor betydning for indtjeningsmulighederne på det enkelte marked, da lønsomheden typisk er større i HoReCa-segmentet end i detailsegmentet (Prospekt RBREW, 2009).

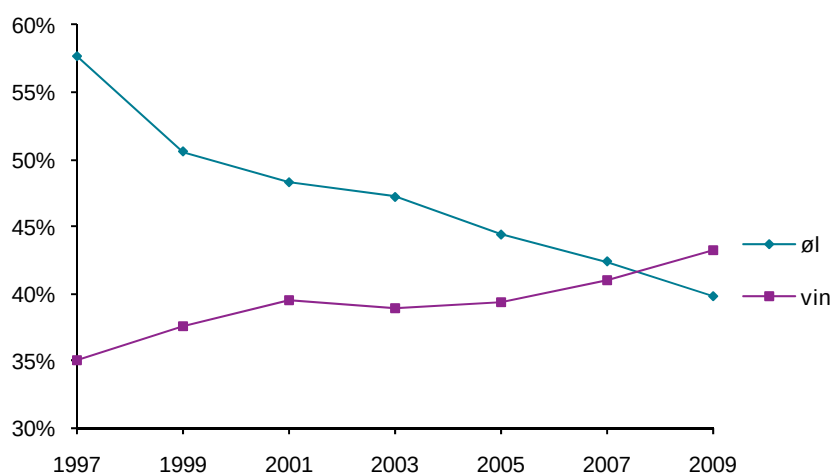
På de fleste markeder er detailsegmentet langt mere koncentreret, end hvad angår HoReCa-segmentet. Størstedelen af detailhandlen består af relativt få, men store nationale kæder, mens bar- og restaurationsbranchen er meget mere fragmenteret. Dette betyder alt andet lige, at detailforretningerne qua deres stærke markedspositioner besidder en betydelig større forhandlingsmagt end forhandlerne i HoReCa-segmentet. Endvidere ligger bryggerierne i hård kamp om hyldepladsen i detailforretningerne, idet detailforretningerne tilbyder andre lignende produkter, herunder deres egne brands.

For at styrke deres forhandlingsmagt over for detailsektoren kan de lokale og regionale bryggerier indgå licensaftaler vedrørende produktion og distribution af de globale aktørers brands. Som følge af licensaftaler med Heineken og Pepsi-koncernen indgår Heineken-øl og en række produkter fra Pepsi-koncernen i Royal Unibrews danske sortimentet (Årsrapport RBREW, 2009). En styrkelse af produktporteføljen med så stærke importerede brands er uden tvivl med til at forøge Royal Unibrews attraktivitet som leverandør.

3.2.4 Substituerende produkter

I kategorien for substituerende produkter vurderes cider, vin og spiritus at være de mest oplagte alternativer til ølforbruget. På de mere modne vesteuropæiske markeder er der en tydelig tendens til, at en større del af alkoholforbruget går mod høj kvalitetsspirit og vin i stedet for øl. I nedenstående figur ses udviklingen i det relative alkoholforbrug af vin og øl i Danmark.

Figur 6: Alkoholforbruget af øl og vin i Danmark



Kilde: Bryggeriforeningen (2010d)

På trods af at Danmark har stærke øltraditioner med blandt andet verdens fjerde største bryggeri og flere bryggerier per indbygger end noget andet land, så er ølforbruget faldende set i forhold til vinforbruget. I 2009 kom 43,8 % af den totale mængde alkohol danskerne drak fra vin, mens 39,5 % stammede fra øl. Tallene viser, at danskerne nu indtager mere alkohol i form af vin end øl. Denne udvikling understøttes først og fremmest af de sociokulturelle trends inden for sundhed og velvære (jf. afsnit 3.1.3) samt en demografisk forskydning mod flere ældre mennesker, som har et højere forbrug af vin end øl. En anden forklaring er forskellen i afgifterne, hvor afgiften på vin er væsentlig lavere end afgiften på øl (Bryggeriforeningen, 2010d).

Tendensen til et større forbrug af substituerende produkter går rent faktisk i modsat retning på de østeuropæiske vækstmarkeder. Som tidligere nævnt har stigende indkomster ført til en ændring i forbrugsmønstrene, hvor der er kommet større fokus på kvalitet og en øget respons på mærker og markedsføring. Dette har ført til, at traditionel lokal spiritus af lav kvalitet bliver i stigende grad erstattet af øl (Prospekt CARLB, 2008).

En af hovedårsagerne til den generelt hårde konkurrence fra substituerende produkter er, at forbrugernes omstillingsomkostninger er meget lave, hvilket typisk gør sig gældende for kortvarige forbrugsgoder.

3.2.5 Rivalisering i branchen

Konkurrenceintensiteten har stor betydning for branchens fremtidige indtjeningsmuligheder og attraktivitet. Konkurrencen mellem eksisterende udbydere afhænger blandt andet af antallet af konkurrenter og væksten i branchen. I indeværende afsnit vil disse faktorer blive analyseret for at vurdere rivaliseringen i bryggeribranchen.

Konkurrenter og markedsaktører

Bryggeribranchen er i dag kendetegnet ved at være opdelt i fire typer af markedsaktører, hvor de primære forskelle er bryggeriernes størrelse, brands og geografiske tilstedeværelse:

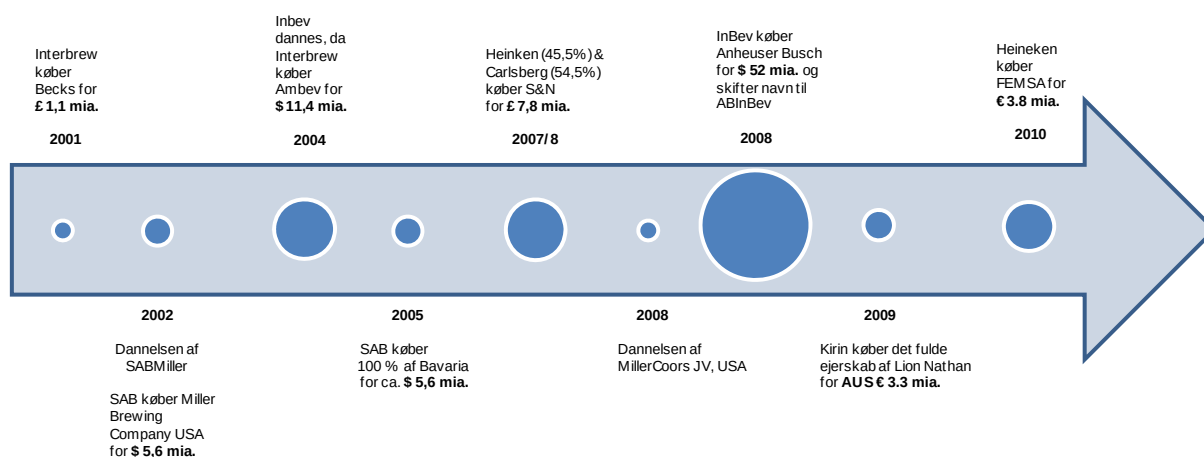
- Globale bryggerier
- Regionale bryggerier
- Lokale bryggerier
- Special- eller mikrobryggerier

De globale bryggerivirksomheder, herunder bl.a. Carlsberg og Heineken, har gennem en kombination af organisk vækst og opkøb af lokale bryggerier opnået en global tilstedeværelse med en produktportefølje bestående af både globale, regionale og lokale brands. De regionale bryggerivirksomheder, herunder Royal Unibrew, har ligeledes aktiviteter på flere geografiske markeder, men adskiller sig fra de største bryggerikoncerner ved ikke at have en global tilstedeværelse. De lokale bryggerier opererer på et geografisk afgrænset marked, hvor salget er begrænset til lokale mærker. De mindste, men langt størstedelen af bryggerierne, udgøres af special- eller mikrobryggerier, der typisk opererer i lokale nichemarkeder (Prospekt RBREW, 2009).

Bryggeriindustrien har over en længere periode oplevet store strukturelle forandringer. Historisk set var branchen kendetegnet ved at være en lokal forankret industri med få internationale aktører, der primært havde opbygget dominerende markedspositioner via

direkte eksport, licensaftaler eller joint venture-aftaler (Prospekt CARLB, 2008). I dag er branchen præget af at have gennemlevet en væsentlig konsolideringsproces, der oprindeligt startede på de mere etablerede markeder i Europa og Nordamerika, men senere hen bredte sig til at omfatte vækstmarkederne. Konsolideringen har været drevet af flere faktorer, herunder ønsket om vækst, muligheden for at realisere stordriftsfordele samt ønsket om at udbrede brands på tværs af markeder (ibid.). I de seneste 10 år har konsolideringen virkelig taget fart i takt med, at flere af de helt store bryggerikoncerner har foretaget betydelige virksomhedsopkøb uden for deres hjemmemarkeder. I nedenstående figur ses de seneste 10 års mest væsentlige transaktioner i branchen. Den klart mest opsigtsvækkende handel fandt sted i 2008, hvor InBev købte Anheuser-Busch for 52 milliarder dollar.

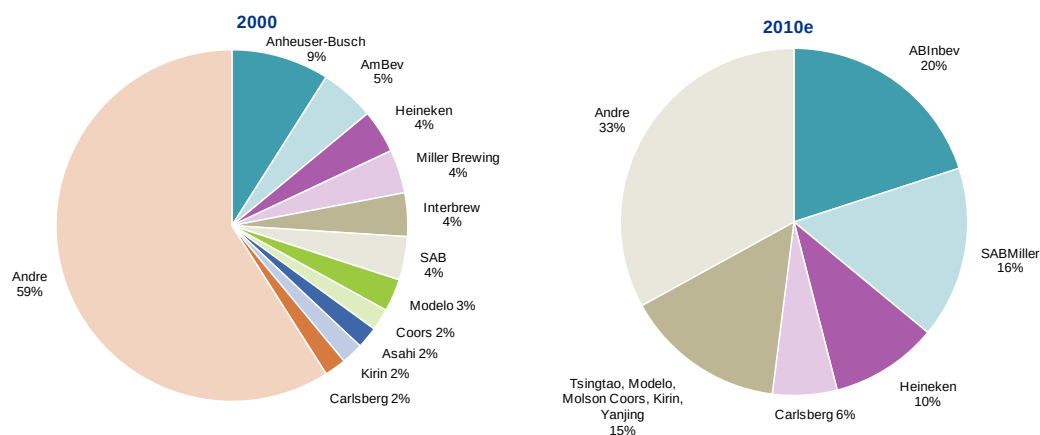
Figur 7: Tidslinje over større opkøb i bryggerisektoren



Kilde: Egen tilvirkning

Resultatet af de seneste års konsolideringsproces ses illustreret i figur 8 på næste side. Mens ølmarkedet var meget mere fragmenteret i år 2000, hvor ingen aktører havde en markedsandel på over 10 % af det samlede marked, er der i dag opstået en dominerende firkløver i form af ABInbev, SABMiller, Heineken og Carlsberg. Samlet set besidder disse fire bryggerier en markedsandel på omkring 52 %.

Figur 8: Markedsandele år 2000 versus år 2010



Kilde: JIL (2010)

I forbindelse med den løbende konsolidering i branchen er Royal Unibrew flere gange blevet nævnt som en oplagt købskandidat. Det har således været et tilbagevendende tema, at Heineken vil forsøge at "opgradere" deres nuværende licensaftale til et egentligt køb af selskabet. Så længe Royal Unibrews aktiviteter i Skandinavien ikke støder direkte op til Finland, hvor Heineken er en væsentlig aktør, virker et opkøb dog ikke så aktuelt. Spørgsmålet er nok nærmere, om Royal Unibrew befinder sig i en position til selv at foretage opkøb. Ifølge adm. direktør Henrik Brandt er selskabet kommet ud af deres krise og besidder igen styrken til at indtage en konsolidatorrolle på linje med de store bryggerier. Dog under forudsætning af, at det er af mindre karakter og passer strukturelt ind i forretningen. Royal Unibrew har således umiddelbart ingen intentioner om at købe op i de hurtigt voksende markeder så som Kina eller Tyrkiet (Nyhedsbureauet Direkt, 2010).

Til trods for at bryggeriindustrien har gennemgået en meget kraftig konsolidering, vurderes ejerskabet af en række lokale bryggerier stadig at være en vigtig del af forretningsgrundlaget i selv de globale bryggerikoncerner. Dette skyldes flere årsager. For det første er regionale og lokale brands estimeret til at udgøre 80 % - 85 % af bryggeriindustriens samlede afsætning (Prospekt RBREW, 2009). For det andet giver de lokale bryggerier muligheden for at øge den geografiske rækkevidde af de internationale brands, idet transportomkostninger ofte sætter grænser for, hvor langt væk fra produktionsstedet et bryggeris produkter lønsomt kan afsættes.

Ser vi mere specifikt på Royal Unibrews markeder, viser der sig da også en klar tendens til, at det er lokalt forankrede bryggerier, der er selskabets største konkurrenter. På selskabets danske hovedmarked er de største konkurrenter de danske bryggerier Carlsberg og Harboe,

hvoraf Carlsberg er selskabets hovedkonkurrent, idet Harboe hovedsagligt opererer i discount- og private label-segmenterne. Med en markedsandel på omkring 55 % er Carlsberg en klar markedsleder, mens Royal Unibrews andel på omkring 20 % positionerer dem som markedsudfordrer (Euromonitor International, 2010). Harboes egentlige markedsandel er ikke offentliggjort, men bedømt ud fra selskabets nettoomsætning vurderes markedsandelen at være betydeligt mindre, end hvad der er tilfældet for Royal Unibrew.

På Royal Unibrews østeuropæiske markeder er konkurrenceklimaet ligeledes kendetegnet ved at være domineret af lokale bryggerier. I både Litauen og Letland er markederne koncentreret omkring tre større udbydere, nemlig Carlsbergs Baltic Beverage Holding, Royal Unibrew og finske Olvi. Ens for alle tre bryggerikoncerner er, at de er repræsenteret igennem lokalt ejede datterselskaber, der tilsammen besidder omkring 75 % af markedet i begge lande (ibid.).

På det italienske marked er konkurrencesituationen imidlertid lidt anderledes, idet de fire store bryggerikoncerner besidder omkring 70 % af markedet. Konkurrenceklimaet er altså noget mere internationalt præget med en relativ stor importandel. Dette skyldes primært landets meget svage øltraditioner. Royal Unibrews største konkurrenter er Heineken og SABMiller, der er henholdsvis markedsleder og førsteudfordrer (ibid.).

Læskedrikindustrien er i væsentlig højere grad end bryggeriindustrien koncentreret omkring få globale virksomheder med meget stærke globale brands. Derudover omfatter industrien en lang række regionale eller lokale virksomheder, der producerer og afsætter egne brands og produkter på de markeder, hvor de er fysisk til stede. De globale virksomheders tilstedeværelse på de lokale markeder foregår oftest via licensaftaler, hvor de lokale virksomheder varetager produktion, salg og distribution, mens de globale virksomheder selv varetager markedsføring og producerer ingredienser (Prospekt RBREW, 2009).

Markedsvækst

Forventningerne til den fremtidige markedsvækst har stor betydning for en branches indtjeningsmuligheder og attraktivitet. Der er således stor forskel på konkurrenceintensiteten blandt eksisterende spillere i henholdsvis vækstbrancher og i de mere modne brancher med stagnerende eller aftagende vækst. I de modne brancher er den fremtidige vækst nødsaget til at komme fra vundne markedsandele, mens den generelle positive markedsudvikling i vækstbrancherne gør, at en opretholdelse af nuværende markedsandele er tilstrækkelig til at generere fremtidig vækst.

Tabel 2 indeholder en global opgørelse af ølmarkedet fordelt på de forskellige markedssegmenters nuværende markedsandele samt deres historiske og fremtidigt forventet vækst. Det ses, at den totale afsætning er steget med en årlig vækstrate på 3,5 % de seneste fem år, og at den samlede markedsstørrelse for 2010 er estimeret til 1843 m hl. I perioden frem til 2014 forventes ølmarkedet at vokse med yderligere 3,1 % pro anno.

Tabel 2: Segmentering af det globale ølmarked

	Markedsstørrelse (m hl)	Forbrug (l/capita)	Markedsvækst CAGR 2004-2009	Markedsvækst CAGR 2009-2014e
Globalt	1843		3,5%	3,1%
Nordamerika	278		0,9%	0,4%
USA	250	81	1,1%	0,3%
Canada	25	69	1,1%	0,5%
Latin Amerika	298		5,2%	2,8%
Brasil	118	63	5,9%	2,8%
Mexico	65	62	3,4%	2,6%
Asien og Oceanien	635		7,2%	5,9%
Kina	415	32	9,3%	6,8%
Japan	65	52	0,3%	-0,7%
Indien	14	1	15,2%	9,8%
Afrika	111		5,8%	5,6%
Sydafrika	32	59	6,5%	3,0%
Nigeria	15	9	6,3%	4,8%
Østeuropa	242		3,4%	0,8%
Rusland	112	70	2,9%	1,1%
Polen	35	92	4,0%	0,9%
Ukraine	28	69	6,8%	3,0%
Tjekkiet	16	155	-0,3%	-0,8%
Tyrkiet	10	12	9,1%	8,9%
Vesteuropa	279		-1,0%	-0,2%
Tyskland	92	112	-1,1%	-0,4%
Storbritannien	53	83	-3,8%	-0,9%
Italien	17	31	0,7%	0,8%
Danmark	4	91	-2,8%	-1,7%

Kilde: JIL (2010)

Det fremgår af tabellen, at Royal Unibrews hovedmarkeder, Vest- og Østeuropa, udgør henholdsvis 279 og 242 m. hl, svarende til 15 % og 13 % af den estimerede globale afsætning for 2010. Sammenlignes de to markeds historiske vækst i perioden 2004-2009, ses det, at de har udviklet sig i hver sin retning. Alt imens det østeuropæiske marked har haft en årlig vækstrate på 3,4 %, er væksten på det mere modne vesteuropæiske marked faldet med gennemsnitlig 1 % om året. I den henseende har det danske marked bidraget med et årligt fald på 2,8 %. Den store forskel i vækstraterne skyldes primært ændringerne i de tidligere nævnte

forhold, herunder ændrede forbrugsvaner samt en øget disponibel indkomst og markedsføringsindsats i Østeuropa.

Fremadrettet forventes det ligeledes, at der vil være forskel i de to markeders afsætningstrend - omend i noget mindre udstrækning. I perioden 2009-2014 forventes den gennemsnitlige årlige vækstrate for det østeuropæiske marked at falde til mere beskedne 0,8 %, mens det vesteuropæiske marked vil opleve negative vækstrater i omegn af 0,2 % pro anno. Den fremtidige vækst på det globale ølmarked forventes altså hovedsagligt at ligge uden for Royal Unibrews markeder. Specielt Asien og Afrika forventes at opleve høje vækstrater i de kommende år.

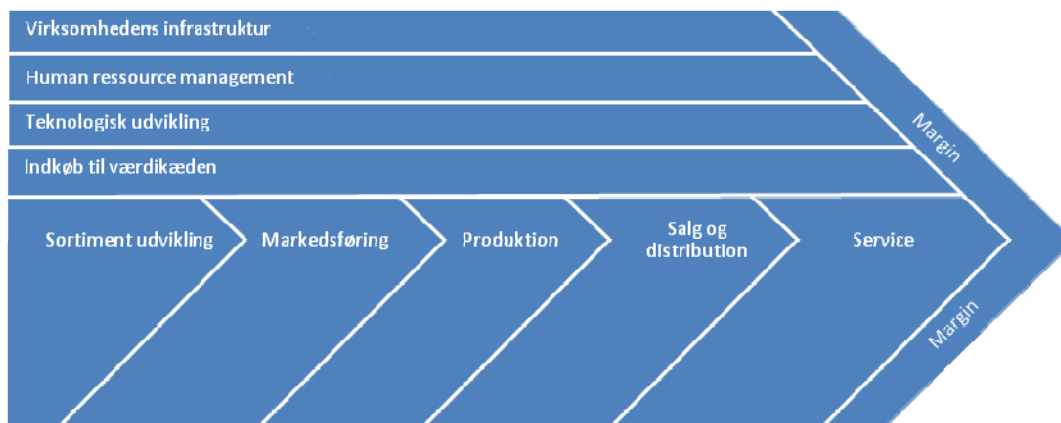
3.3 Porters værdikæde

Efter en uddybende samfunds- og brancheanalyse vil det følgende afsnits fokus være rettet mod en intern analyse af Royal Unibrew.

Formålet med en analyse af Royal Unibrews værdikæde er at identificere selskabets kernekompetencer i form af organisatoriske evner, der skaber særlig værdi hos kunderne, og som konkurrenterne har svært ved at imitere. Ifølge Porter gøres dette bedst ved at betragte samtlige enkeltstående aktiviteter i virksomhedssystemet. Porters værdikæde opstiller således rammerne for en systematisk tilgang til at analysere en virksomheds forskellige aktiviteter. I modellen opdeles selskabets samlede aktiviteter i henholdsvis primære og sekundære aktiviteter. I tillæg til aktiviteterne er der pålagt en margin, der udgør forskellen mellem de samlede aktivitetsomkostninger og det færdige produkts totalværdi. Virksomheden formår altså at generere en margin i de tilfælde, hvor kunden er villig til at betale en højere pris for produktet end de omkostninger, der er behæftet med aktiviteterne (Hartmann, 2008).

I Royal Unibrews tilfælde vedrører de primære aktiviteter selve udviklingen og fremstillingen af selskabets produkter. Det vil sige fra sortimentsudvikling og markedsføring til selve produktionen, distributionen og eventuel efterfølgende service i forbindelse med salg til HoReCa-segmentet. De sekundære aktiviteter udgør støttefunktionerne til selve produktionen, herunder indkøb, teknologi, human ressource management samt infrastruktur (økonomistyring, organisationskultur m.v.). Det er altså omkring disse primære og sekundære aktiviteter, at vi må forvente at finde eventuelle kernekompetencer, der kan give Royal Unibrew konkurrencemæssige fordele. I figur 9 på næste side ses Royal Unibrews værdikæde illustreret.

Figur 9: Royal Unibrews værdikæde



Kilde: Egen tilvirkning

Royal Unibrew har udført alle ovenstående typer af aktiviteter i mange år, hvorfor selskabet må siges at have kompetencer inden for samtlige områder. Det vurderes dog at være i forbindelse med produktudvikling, markedsføring, produktion og distribution, at Royal Unibrew har sine umiddelbare styrker. Disse fire aktiviteter kan opdeles i to typer af konkurrencemæssige fordele:

- Kernekompetencer inden for produktion og distribution, som kan være med til at tilvejebringe omkostningsbesparelser
- Kernekompetencer inden for produktudvikling og markedsføring, som kan skabe differentieringsmuligheder.

3.3.1 Produktion og distribution

Som tidligere nævnt er Royal Unibrew et regionalt bryggeri med en række førende positioner i Vesteuropa, Østeuropa og på de internationale markeder for maldrikke. Langt størstedelen af salget foregår på markeder, hvor selskabet enten er den største eller næststørste udbyder (jf. afsnit 2.5). Dette giver naturligvis selskabet nogle stordriftsfordele i blandt andet produktionen og distributionen. På det danske hovedmarked er Royal Unibrew eksempelvis den næststørste udbyder af øl og læskedrikke, mens Carlsberg er markedsleder og derved Royal Unibrews største konkurrent. Det ville således være interessant at sammenholde de to selskabers omkostninger forbundet med henholdsvis produktionen og distributionen i Danmark. Dette lader sig dog ikke gøre, da selskabernes årsrapporter ikke indeholder en markedsopdelt specifikation over disse omkostninger. Sammenholdes i stedet selskabernes totale omkostninger forbundet med produktionen og distributionen i forhold til den totale omsætning, ses det, at Carlsberg umiddelbart har det mest effektive produktionsapparat og distributionsnet, jf. selskabernes årsrapporter for 2009. Set ud fra et mere kvalitativt

perspektiv har Royal Unibrew da også gennemført væsentlige restruktureringer i løbet af 2009. Med ønsket om en mere fokuseret og forenklet virksomhed har selskabet blandt andet foretaget betydelige ændringer af produktions- og distributionsstrukturen i Danmark, forretningen i Polen er blevet tilpasset, og aktiviteterne i de baltiske lande er blevet integreret. Alt sammen ændringer, der indikerer, at Royal Unibrew stadig arbejder på at optimere driften gennem omkostningsbesparelser.

Ud fra ovenstående gennemgang kan det konkluderes, at en af Royal Unibrews styrker ligger i en effektiv produktion og distribution, der primært er drevet af stodriftsfordele på de enkelte markeder. Set i forhold til andre markedsførende selskaber virker det dog umiddelbart ikke til, at selskabets nuværende kompetencer inden for produktion og distribution medfører en decideret konkurrencemæssig fordel.

3.3.2 Produktudvikling og markedsføring

Som tidligere nævnt er bryggeribranchen præget af hård konkurrence, hvor de respektive markedsandele er stærkt afhængig af selskabernes evne til at udbyde produkter, der appellerer til forbrugerne. Som et led i Royal Unibrews turnaround er der derfor sat ekstra stor fokus på, at produktsortimentet er i overensstemmelse med forbrugernes præferencer på de enkelte markeder. For at sikre at markedspositionerne for egne brands opretholdes og udbygges, arbejder selskabet løbende med udviklingen af de forskellige brands, produkter, smagsvarianter og emballageformer. Inden for de seneste par år har dette ført til lanceringen af tre nye brands samt omkring 30 nye produkter og smagsvarianter. I tillæg hertil har selskabet løbende lanceret nye emballage- og forpakningsvarianter (Prospekt RBREW, 2009). Lanceringerne af cider-brandet Tempt og energidrikken Pure Rush er gode eksempler på, at Royal Unibrew har formået at tilpasse deres sortiment i forhold til markedsmæssige trends (jf. afsnit 3.1.3).

Royal Unibrews produktportefølje gør sig inden for kvalitetsdrikkevarer med fokus på brandede produkter. Markedsføringsindsatsen af selskabets brands er derfor helt essentiel for Royal Unibrews forretningsgrundlag. Uden den rette markedsføring af selskabets brands skabes der ikke den fornødne værdi hos forbrugerne til at retfærdiggøre en merpris i forhold til private label- og discountprodukterne. Forbrugerne skal ganske enkelt kunne identificere sig selv med produktets image, hvilket Royal Unibrew i stigende grad har formået med sine produkter. Eksempelvis har Royal Unibrew på rekordtid opnået betydelige markedsandele på det lukrative cider-marked med lanceringen af brandet Temp (Kragballe, 2010). Noget utraditionelt valgte Royal Unibrew at lancere produktet gennem et til lejligheden nyskabt

firma, *The Curious Company*. Ifølge salgs- og marketingdirektør Michael Nørgaard Jensen skyldes denne reklamegimmick, at Royal Unibrew ønskede en afsender, der i højere grad er ét med de værdier, der tillægges Tempt Cider: "At være nysgerrig og udforskende, at blive pirret og inspireret, at friste og forføre – og bruge maske" (Engholm, 2010). Et andet opsigtsvækkende markedsføringstræk er det nylige sponsorat af Fredagsrock og leveringsaftalen med Tivoli, der, på bekostning af Carlsberg, gør Royal Unibrew til forlystelsesparkens officielle ølleverandør. Med denne aftale forstærker Royal Unibrew deres brands image som værende et livsstilsprodukt med fokus på hele oplevelsen forbundet med forbruget, hvilket stemmer fint overens med de sociokulturelle trends inden for forøget velvære (jf. afsnittet 3.1.3).

Ovenstående afsnit illustrerer tydeligt, hvordan Royal Unibrew har formået at udmærke sig inden for produktudvikling og markedsføring. I forbindelse med offentliggørelsen af halvårsregnskabet 2010 blev det forøgede markedsføringsindtryk og introduktionen af nye produkter ligeledes fremhævet som de mest væsentlige årsager til selskabets opjustering. Set ud fra selskabets værdikæde vurderes Royal Unibrews konkurrencemæssige fordele således primært at skulle findes inden for områderne produktudvikling og markedsføring.

3.4 Anshoffs vækstmatrice

Til at kortlægge Royal Unibrews fremtidige vækststrategi anvendes Anshoffs vækstmatrice. I et forsøg på at systematisere et selskabs vækstmuligheder sonderer Anshoff imellem to forhold, henholdsvis eksisterende og nye produkter samt eksisterende og nye markeder. Som det ses i figur 10 giver en kombination af disse to dimensioner fire mulige vækststrategier.

Figur 10: Anshoffs vækstmatrice (vækststrategier)

	Nuværende produkter	Nye produkter
Nuværende markeder	Markedsindtrængning	Produktudvikling
Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation

Kilde: Hartmann (2008)

Hovedmålet for strategiplanen MACH II (2005) var lønsom omsætningsvækst fra ca. 3 mia. kr. til mindst 4,5 mia. kr. i løbet af tre år. Omregnet til vækstrater var dette en CAGR på 14,5 %, hvoraf de 3 % var forventet at komme fra organisk vækst. Den øvrige vækst skulle opnås gennem akkvisitioner, alliancer og partnerskaber på følgende definerede vækstområder: Nordeuropa, Italien og de internationale markeder for maldrikke. På produktsiden var fokuset primært rettet mod forbedring og optimering af det eksisterende sortiment, herunder ideelle seriestørrelser og en reduceret kostpris (Royal Unibrew, 2010). Ud fra Anshoffs vækstmatrice synes Royal Unibrews daværende fokus således at være på henholdsvis nuværende markeder og produkter, hvilket fører til vækststrategien markedsindtrængning.

I begyndelsen af 2008 blev MACH II afløst af strategien double up. Den nye strategiplan holdt dog kun godt et år, før den blev erstattet af en række strategiske hovedpunkter. Begrundelsen lød, at som følge af forværringen af de makroøkonomiske forhold var det overordnede grundlag for vækst i omsætning og resultater ikke længere realistisk (Lassen, 2009a). Det stærkt utilfredsstillende resultat i 2008 fik således den nye ledelse til at ændre fokus fra højsatte vækstmaal til reetablering af lønsomheden og soliditeten.

De nye strategiske hovedpunkter indeholder bl.a. en præcision af den fremtidige retning for vækst. Selskabets fremadrettede fokus vil være rettet mod en videreudvikling af etablerede markeds- eller segmentpositioner, hvor selskabet enten har en ledende position, som i f.eks. Danmark og Baltikum, eller betydelige og ledende nichepositioner, som f.eks. i Italien og på de internationale markeder for maldrikke. Endvidere vil selskabet fokusere på produktudvikling, herunder nye produkter, nye smagsvarianter og nye emballager inden for både øl og læskedrikke. Ifølge Anshoffs vækstmatrice anvender Royal Unibrew således vækststrategien produktudvikling.

Set i forhold til den tidligere markedsindtrængningsstrategi, MARCH II fra 2005, er den væsentligste forskel brugen af nye produkter, hvilket umiddelbart øger usikkerheden i forhold til afsætningsmulighederne. Bryggeribranchen er dog meget konkurrencepræget, og især ølsegmentet oplever stærk konkurrence fra substituerende produkter, som eksempelvis Cider. Royal Unibrew er derfor tvunget til at være innovative på produktsiden, hvis de vil kunne opretholde eller erobre markedsandele.

3.5 Delkonklusion (SWOT)

Afhandlingens fokus har indtil nu været rettet mod Royal Unibrews ikke-finansielle værdidrivere. I afsnit 3.1 (PEST) og 3.2 (Five Forces) blev de eksterne muligheder og trusler analyseret ud fra selskabets omverden, mens virksomhedens interne stærke og svage sider blev identificeret ved hjælp af Porters værdikæde i det efterfølgende afsnit 3.3. Eftersom vækst ofte er en finansiell værdidriver, som ledelsen tillægger stor fokus, blev Royal Unibrews vækststrategi analyseret ud fra Anshoffs vækstmatrice i afsnit 3.4.

I indeværende afsnit vil ovenstående analyser blive opsummeret i en styrkeprofilanalyse med henblik på at kortlægge Royal Unibrews strategiske position i forhold til branchens og selskabets fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder. Formålet med SWOT-analysen er at vurdere, om Royal Unibrews strategi er "strategic fit". Det vil sige, om den valgte strategi er konsistent med såvel selskabets stærke og svage sider som de muligheder og trusler, der befinder sig i omverdenen. I figur 11 er Royal Unibrews styrkeprofilanalyse illustreret.

Figur 11: Styrkeprofilanalyse (SWOT)

Styrker • Produktudvikling • Markedsføring • Moderne produktionsfaciliteter • Stærke markedspositioner • Stærke lokale brands • Licensaftale med Heineken og Pepsi • Kompetent ledelse (succesfuld turn around)	Svagheder • Relativt lille aktør (regionalt bryggeri) • Manglende internationale brands • Svag finansiell position (dog stærkt forbedret siden efteråret 2009) • Manglende tilstedeværelse på nye vækstmarkeder (Asien og Afrika) • Manglende kontinuitet i direktionen og bestyrelsen
Muligheder • Lanceringen af nye produkter ift. ændrede forbrugsvaner • Mulige strategiske alliancer (JV, licensaftaler etc.) • Købskandidat • Opkøbsmuligheder i markedet • Salg af grund i Århus • Forbedret lønsomhed i specielt de polske aktiviteter	Trusler • Politiske restriktioner • Forværrede global økonomi • Få leverandører • Stigende råvarepriser • Stærke kunder i detailsegmentet • Stor konkurrence fra substituerende produkter • Høj konkurrenceintensitet • Lav markedsvækst

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af SWOT-analysen, er høj konkurrenceintensitet og begrænset markedsvækst nogle af de væsentligste trusler i bryggeribranchen. Ud fra denne betragtning synes branchens umiddelbare indtjeningsmuligheder ikke for gode, hvilket stiller ekstra store krav til valget af konkurrencestrategi. Hermed menes, at bryggerierne formår at vælge den

rette positionering for at skabe imperfektioner i branchen, som kan udnyttes til at skabe overnormal profit.

I Royal Unibrews tilfælde er der ingen tvivl om, at selskabets strategi er tæt forbundet med dets relative styrker og svaghed samt tilpasset de omgivelser, bryggeriet agerer under. Som pointeret under selskabets svagheder er Royal Unibrew en mindre bryggerikoncern, der ikke besidder en global markedstilstedeværelse med anerkendte internationale brands. Som kompensation herfor har Royal Unibrew valgt at fokusere på begrænsede geografiske områder, hvor selskabet har formået at opbygge førende markedspositioner med en stærk lokalt forankret produktportefølje. Gennem en fokuseret differentieringsstrategi i form af innovation og udvikling af selskabets produkter og brands har Royal Unibrew med stor succes positioneret sig i primært mainstream-segmentet, hvor selskabet er i stand til at opnå en merpris for sine produkter. I den forbindelse har en målrettet markedsføringsindsats været et bærende element.

Det er dog også tydeligt, at Royal Unibrew igennem en længere periode har været begrænset i sine handlemuligheder grundet fejlslagne investeringer med en stor gældsbyrde til følge. Efter en succesfuld turnaround befinder selskabet sig imidlertid igen i en situation, hvor de kan tillade sig at se lidt længere fremad og derved forsøge at udnytte nogle af de muligheder, der opstår i branchen. Som listet i ovenstående figur kan dette eksempelvis være i form af strategiske alliancer eller mulige opkøb af mindre bryggerier.

DEL 2

Værdiansættelsesprocessens første del omhandlede en strategisk analyse af de ikke-finansielle værdidrivere, der blev grupperet i henholdsvis (1) omverdensfaktorer på samfunds- og brancheniveau, (2) interne faktorer i form af ressourcer og kompetencer samt (3) konkurrence- og vækststrategier. Formålet med den strategiske analyse var at identificere de bagvedliggende faktorer, som har indflydelse på de finansielle værdidrivere, der udgør fokuset for værdiansættelsens anden del.

4.0 Regnskabsanalyse

Kapitel 4 indeholder en regnskabsanalyse af Royal Unibrew, hvis formål er at skabe en forståelse for virksomhedens finansielle værdidrivere. En analyse af de historiske resultater kan være med til at fastsætte såvel niveauer som eventuelle trends for de finansielle værdidrivere, der umiddelbart udøver størst indflydelse på virksomhedens værdiskabelse. Den historiske udvikling i rentabiliteten er således ofte en afgørende parameter for fastlæggelsen af de fremtidige forventninger til en virksomheds performance.

Med udgangspunkt i de officielle årsregnskaber i perioden 2005-2009 har regnskabsanalysen til hensigt at afdække samtlige væsentlige økonomiske aspekter vedrørende Royal Unibrew. Det vil sige, virksomhedens evne til at:

- skabe værdi for aktionærerne
- generere lønsom vækst
- styre væsentlige driftsmæssige og finansielle risici

For at sikre at regnskabsanalysen kommer omkring de mest relevante områder, vil ovenstående punkter danne rammerne for analysens struktur.

4.1 Anvendt regnskabspraksis

Royal Unibrew har siden 1. januar 2004 aflagt regnskab efter de internationalt gældende regnskabsstandarder (IFRS) og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber. Ændringer i regnskabspraksis løbende er indarbejdet i årsrapporterne, og det vurderes ikke nødvendigt at foretage korrektioner i de rapporterede regnskabstal med henblik på at sikre sammenlignelighed over tid. De anvendte regnskabsprincipper og de foretagne skøn vurderes at være fornuftige, hvilket understøttes af, at selskabets revisorer har afgivet en ikke-modificeret påtegning i forbindelse med deres revision af selskabets årsregnskaber aflagt i analyseperioden.

4.2 Reformulering

I forbindelse med måling af rentabiliteten på en virksomheds aktiviteter har reformuleringen af regnskaberne til hensigt at give datagrundlaget et bedre analytisk fundament. Ved beregning af nøgletal til analysebrug er det fordelagtigt at adskille drift samt driftsinvestering fra finansiering. Derved opnås en isolering af driften, der er den primære drivkraft for værdiskabelsen i en virksomhed, idet finansieringen blot er et udtryk for, hvorledes driften (inklusive driftsinvesteringer) er finansieret (Petersen & Plenborg, 2005).

4.2.1 Egenkapitalopgørelsen

Ved anvendelse af EVA-modellen er det vigtigt, at det regnskabsmæssige overskud er opgjort på totalindkomstbasis. I den henseende består reformuleringen af egenkapitalen i at identificere såkaldte dirty surplus-poster, dvs. de posteringer som er ført direkte på egenkapitalen i stedet for i resultatopgørelsen. Herved sikres det, at alle reelle indtægter og omkostninger samt gevinster og tab indgår i det endelige resultat.

I bilag 2 ses den reformulerede egenkapitalopgørelse for Royal Unibrew.

Selve reformuleringen består i at opdele egenkapitalposterne i forhold til, hvilke der vedrører transaktioner med ejerne, og hvilke der udgør totalindkomsten. På denne vis skilles værdiskabelsen i virksomheden fra fordelingen af værdien til ejerne i form af nettodividende. Det er værd at bemærke, at minoritetsinteresser præsenteres som en del af egenkapitalen i den officielle egenkapitalopgørelse. Med henblik på at værdiansætte aktionærernes egenkapital omfatter reformuleringen dog kun den del af opgørelsen, der vedrører egenkapitalen for moderselskabets aktionærer (Petersen & Plenborg, 2005).

4.2.2 Resultatopgørelsen

I bilag 3 ses den analytiske resultatopgørelse for Royal Unibrew.

Med udgangspunkt i selskabets officielle regnskaber er resultatopgørelsen blevet reformuleret, således at den er opgjort på totalindkomstbasis (jf. ovenstående afsnit). Endvidere er regnskabsposterne inddelt i henholdsvis drift og finansiering, hvilket bevirker, at de to mellemregninger, driftsoverskud (NOPAT) og netto finansielle omkostninger, fremkommer. For ligeledes at kunne identificere resultatet fra handlen med kunder er driftsresultatet opdelt i salg og "andet driftsoverskud". Endeligt er skatten allokeret, således at de beregnede overskudskomponenter opgøres på efter-skat-basis.

For yderligere kommentarer til specifikke regnskabsposter henvises til opgørelsens noter, der er at finde i bilag 5.

4.2.3 Balancen

I bilag 4 ses den analytiske balance for Royal Unibrew.

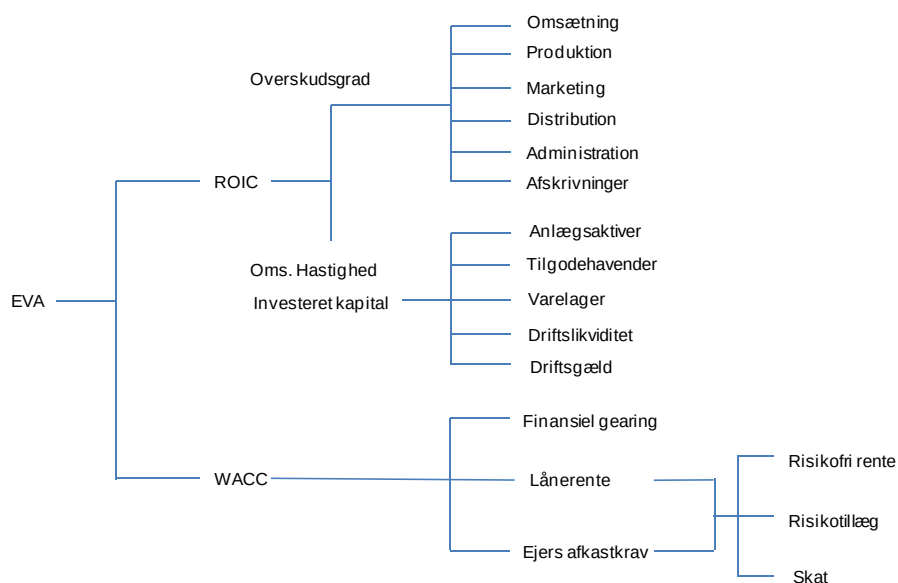
For at matche den analytiske resultatopgørelse er den reformulerede balance tilsvarende opdelt i driftsmæssig- og finansiell aktivitet. Posterne placeret under driftsaktiver og driftsforpligtelser vedrører selve driften af virksomheden, herunder produktion og salg af varer. De finansielle forpligtelser (rentebærende gæld) og de finansielle aktiver er modsat de poster, som henholdsvis finansierer selve driften samt absorbere den overskydende likviditet fra driften. Summen af henholdsvis aktiverne og passiverne udgør den investerede kapital. Det vil sige, hvad virksomheden har investeret i driften, og hvorledes disse investeringer er finansieret.

For uddybende kommentarer til klassifikationen af specifikke regnskabsposter henvises til opgørelsens noter, der er at finde i bilag 5.

4.3 Rentabilitetsanalyse

I de følgende afsnit præsenteres en række nøgletal for Royal Unibrew til fastlæggelse af virksomhedens historiske rentabilitet. Analysen tager udgangspunkt i DuPont pyramiden, som ses illustreret i figur 12. Ved at følge DuPont pyramidens struktur er det muligt at kommentere udviklingen og niveauet i et overordnet nøgletal ved hjælp af de underliggende nøgletal.

Figur 12: Dupont-pyramiden (Struktur for rentabilitetsanalysen)



Kilde: Petersen & Plenborg (2005)

Uanset på hvilket plan rentabiliteten måles, er det vigtigt at forholde sig til såvel niveauet som udviklingsretningen og -hastigheden. I den forbindelse er benchmarking et nyttigt redskab. Ved at sammenligne nøgletallene over tid og på tværs af virksomheder understøttes den strategiske analyse i henhold til virksomhedens relative styrker og svagheder set i forhold til konkurrenterne. I analysen af Royal Unibrews rentabilitet er Harboe Bryggeri A/S (herefter Harboe) valgt som sammenlignelig virksomhed. Harboe, der er landets tredjestørste bryggeri, fokuserer ligeledes på produktion og salg af læskedrik og øl. Hvor Royal Unibrew har en stor eksportsandel, satser Harboe mere på lokal produktion og distribution (Årsrapport HARB, 2009). På trods af denne forskel i forretningsmodellen vurderes selskaberne at være sammenlignelige. Til grundlag for udregningen af nøgletallene for Harboe kan de reformulerede regnskaber ses i bilag 6-8.

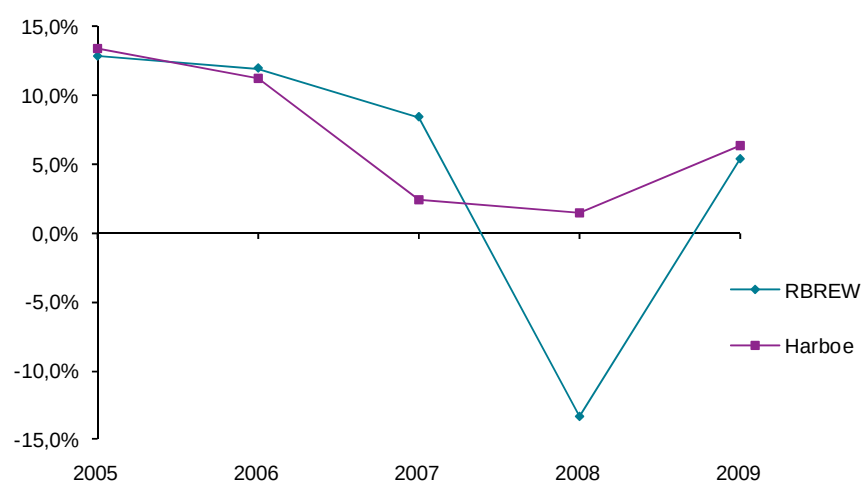
Man kan imidlertid argumentere for, at Carlsberg, grundet deres status som Royal Unibrews største konkurrent på det danske hovedmarked, er mere velegnet som sammenlignelig virksomhed. De senere par år har Carlsberg dog udviklet sig til at være en stærkt vækstorienteret global virksomhed, hvorimod Royal Unibrew i højere grad har haft fokus på eksisterende aktiviteter. Eksempelvis vil det store opkøb af S&N, og de heraf afledte købs- og integrationsomkostninger, være kortsigtede støjelementer i forhold til udviklingen i Carlsbergs finansielle nøgletal.

4.3.1 Afkastningsgraden (ROIC)

ROIC er det overordnede rentabilitetsmål for driften og udtrykker forholdet mellem det primære driftsresultat efter skat (NOPAT) og den investerede kapital. Med andre ord måler ROIC, hvor profitabelt en virksomhed er i stand til at udnytte de ressourcer (nettoaktiver), den har til rådighed. Jo bedre udnyttelse af de givne ressourcer, desto større bliver ROIC og dermed merafkastet (EVA) (Petersen & Plenborg, 2005).

I figuren på næste side ses udviklingen i ROIC for henholdsvis Royal Unibrew og Harboe.

Figur 13: Afkastningsgraden (ROIC)



Kilde: Egen tilvirkning

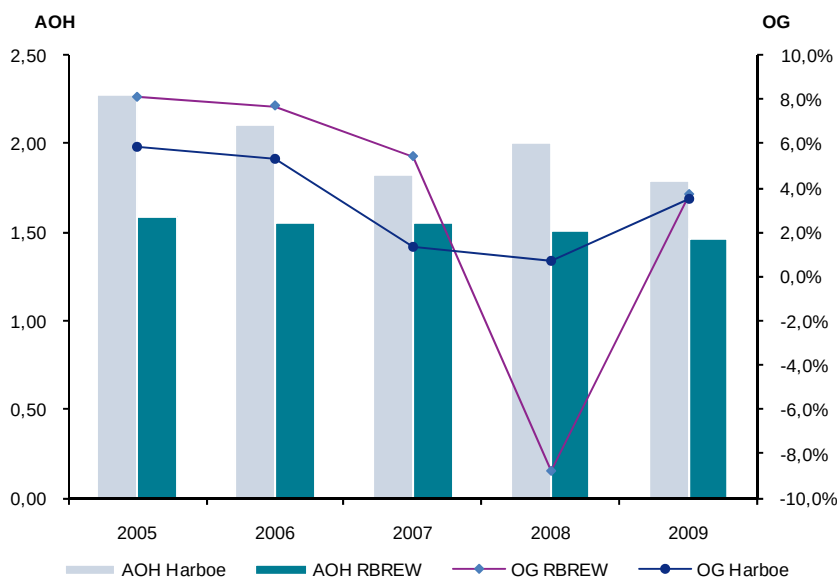
Grafen illustrerer i al sin tydelighed, hvordan Royal Unibrew i de senere år har oplevet meget store udsving i driftsrentabiliteten. Efter at have ligget nogenlunde på niveau med Harboe i årene 2005 og 2006 formåede Royal Unibrew i 2007 at genere et klart bedre afkast på den investerede kapital set forhold til Harboe. På trods af det sammenlignelige flotte resultat i 2007, så udviklede ROIC sig i perioden 2005-2007 fra 12,8 % til 8,4 %, svarende til et fald 34 %. Som beskrevet i den strategiske analyse realiserede Royal Unibrew et katastrofalt resultat i 2008, hvilket fik afkastningsgraden til at falde yderligere - og meget mere drastisk - til -13,3 %. Allerede det efterfølgende år satte den omfattende restruktureringsproces imidlertid sit tydelige spor, og Royal Unibrew har således, med en afkastningsgrad på 5,4 %, genvundet store dele af det tabte siden 2007. Der er dog stadig lang vej op til de 12-13 %, som var udgangspunktet i analyseperiodens begyndelse.

4.3.2 Overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH)

For at få en mere indgående forståelse af Royal Unibrews driftsrentabilitet er det nødvendigt at dekomponere ROIC i henholdsvis overskudsgraden og omsætningshastigheden for investeret kapital. Dette er muligt, eftersom ROIC er et produkt af overskudsgraden og omsætningshastigheden. OG, der ofte betegnes som driftsmarginalen, beskriver indtægts-/omkostningsforholdet udtrykt i form af overskuddet per salgskrone. AOH måler kapitalbindingen i virksomheden, det vil sige evnen til at tilpasse den investeret kapital til et givet niveau for omsætningen. En omsætningshastighed på eksempelvis 2 svarer derfor til, at der skal investeres 50 øre per omsætningskrone (Petersen & Plenborg, 2005).

Sammenhængen mellem nøgletallene vedrørende rentabilitet, indtjeningsevne og kapitaltilpasningsevne sikrer dels en grundlæggende forståelse for den valgte forretningsmodel, dels at eventuelle vanskeligheder bliver identificeret. En analyse af OG og AOH vil således være med til at forklare såvel niveau som udviklingstendenser i forrentningen af den investerede kapital. I nedenstående figur ses udviklingen i henholdsvis OG og AOH for både Royal Unibrew og Harboe.

Figur 14: Overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed



Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af grafen, at Royal Unibrews omsætningshastighed igennem hele analyseperioden er væsentlig dårligere end Harboes. Dette indikerer, at Harboe generelt set er bedre til at styre kapitalbindingerne i den investeret kapital. Udviklingen i de to selskabers omsætningshastigheder betyder dog, at spændet er væsentligt mindre i 2009 set i forhold til analyseperiodens første år. Dette skyldes, at Harboes omsætningshastighed er blevet kraftigt reduceret i løbet af analyseperioden, nemlig med 21 %, mod et tilsvarende fald på 8 % for Royal Unibrew. Forskellen i de to bryggeriers omsætningshastigheder er således blevet reduceret fra 44 % i 2005 til 23 % i 2009.

Fokuserer vi i stedet på rentabilitetens andet ben, nemlig overskudsgraden, er det tydeligt, at udviklingen har været noget mere volatil, specielt i Royal Unibrews tilfælde. De overordnede trends bevirker, at analyseperioden med fordel kan splittes op i to dele. I den første del, bestående af årene 2005, 2006 og 2007, er begge selskabers overskudsgrad stødt faldende fra år til år. I denne periode er Royal Unibrews overskudsgrad dog væsentligt bedre end Harboes, hvilket indikerer, at Royal Unibrews produkter generelt set er mere lønsomme. I den

resterende del af perioden oplever Royal Unibrew først et kraftigt fald i overskudsgraden til bekymrende -8,8 % i 2008 for derefter at tage et stort skridt i den rigtige retning med 3,7 % i 2009. I Harboes tilfælde er udviklingen i de to sidste år knap så dramatisk. Efter et mindre fald i 2008 oplever selskabet ligeledes en pæn stigning til 3,5 % i 2009, hvilket betyder, at de to bryggeriers overskudsgrader mere eller mindre ligger på niveau ved udgangen af analyseperioden.

Ovenstående udvikling i henholdsvis overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed stemmer fint overens med, hvad man må forvente. I den strategiske analyse blev det slået fast, at Royal Unibrew anvender en differentieringsstrategi, hvis primære mål er at opnå en stærk markedspostition, som gør det muligt at sælge til højere priser og dermed opnå høje overskudsgrader. Harboes konkurrencestrategi er derimod baseret på omkostningsminimering, hvor slaget udelukkende er rettet mod discountmarkedet eller private-labelmarkedet i detailhandlen (Årsrapport HARB, 2009). Omkostningsminimeringsstrategien er bygget op omkring billig og effektiv produktion, der gør det muligt at sælge til lave priser og derved opnå stor volumen. Denne strategi fokuserer derfor primært på omsætningshastigheden.

I den strategiske analyse blev det ligeledes pointeret, hvordan den forøgede konkurrenceintensitet har udmøntet sig i en hårdere priskonkurrence. Dette ses afspejlet i de generelt faldende overskudsgrader i analyseperioden. Ud fra ovenstående analyse af bryggeriernes overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed kan det endvidere konkluderes, at Royal Unibrews katastrofale driftsrentabilitet i 2008 hovedsagligt skyldes en stærkt forringet overskudsgrad.

For at skabe en dybere forståelse af udviklingen i indtægts-/omkostningsforholdet og evnen til at styre kapitalbindingen i investeret kapital er det nødvendigt at dekomponere de to nøgletal yderligere. Dette kan med fordel ske ved brugen af common size-analyser, hvor de enkelte regnskabsposter udtrykkes i forhold til en given størrelse, der afspejler omfanget af virksomhedens aktiviteter. Ved at standardisere de enkelte regnskabsposter elimineres størrelseseffekter, hvilket er med til at afsløre relevante og specifikke kendetegn ved virksomheden. Endvidere vil en sammenligning med Harboe være med til at identificere udsædvanlige forhold, der kræver yderligere analyse.

4.3.3 Dekomponering af overskudsgraden

Tabel 3 illustrerer en common size-analyse af både Royal Unibrew og Harboe, hvor de enkelte omkostningsposter er udtrykt i forhold til selskabets omsætning. Dette gør det muligt at aflæse, med hvilken vægt regnskabsposterne indgår, og hvorledes udviklingen har været.

Tabel 3: Dekomponering af overskudsgraden (OG)

Royal Unibrew					Common-size -analyse	Harboe				
2005	2006	2007	2008	2009	OG-driverne (%)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
-49,6%	-50,7%	-54,9%	-58,2%	-57,9%	Produktionsomkostninger	-77,5%	-78,3%	-82,7%	-82,4%	-79,7%
50,4%	49,3%	45,1%	41,8%	42,1%	Bruttoavanceprocent	22,52%	21,66%	17,30%	17,64%	20,32%
-35,8%	-34,6%	-32,7%	-33,2%	-30,0%	Salgs- og distributionsomkostninger	-12,68%	-12,32%	-13,06%	-12,80%	-13,33%
-5,4%	-5,8%	-6,4%	-5,4%	-5,7%	Administrationsomkostninger	-2,5%	-2,7%	-3,1%	-3,0%	-3,4%
9,3%	8,8%	6,0%	3,1%	6,3%	OGsalg før skat	7,4%	6,6%	1,2%	1,8%	3,6%
-2,2%	-2,7%	-1,9%	-1,6%	-1,9%	Skat	-2,4%	-2,2%	-0,3%	-0,5%	-0,8%
7,1%	6,1%	4,1%	1,5%	4,4%	OGsalg efter skat	5,0%	4,4%	0,9%	1,3%	2,8%
1,0%	1,5%	1,3%	-10,3%	-0,7%	OGandre poster (efter skat)	0,8%	0,8%	0,8%	-1,0%	1,0%
8,1%	7,7%	5,4%	-8,8%	3,7%	OG i alt	5,9%	5,3%	1,7%	0,3%	3,8%

Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af tabellen, at Royal Unibrew og Harboe i perioden 2005-2009 har oplevet et fald i $OG_{\text{salg før skat}}$ på henholdsvis 3 og 3,8 procentpoint. I Royal Unibrews tilfælde kan den forværrede overskudsgrad fra det direkte salg til kunder primært henledes til en stigning i de relative produktionsomkostninger på 8,3 procentpoint. Harboe har i samme periode blot oplevet en stigning på 2,2 procentpoint, hvorfor udviklingen i Royal Unibrews produktionsomkostninger må betegnes som værende utilfredsstillende. Som nævnt i den strategiske analyse har Royal Unibrew et moderne produktionsapparat, men de senere års betydelige investeringer har betydet, at koncernen på nuværende tidspunkt er i besiddelse af disponibel kapacitet, der er med til at mindske den potentielle indtjening.

Modsætningsvis har Royal Unibrew formået at reducere deres salgs- og distributionsomkostninger med 5,8 procentpoint. Ud fra årsrapportens noteapparat fremgår det, at reduktionen skyldes en besparelse på distributionen, mens salgs- og marketingomkostningerne er steget en smule. Dette stemmer fint overens med den strategiske analyse, hvor det blev påpeget, at selskabet har investeret i et mere effektivt distributionsnet, mens marketing til stadighed er et essentielt element i forfølgelsen af selskabets differentieringsstrategi. Dette kommer ligeledes til udtryk i den store forskel på de to bryggeriers bruttoavancer. Med en bruttoavance, der er mere end dobbelt så høj som Harboes, er det helt tydeligt, at Royal Unibrew brugere relativt flere midler på at markedsføre deres produkter for derved at opnå en højere pris per solgt enhed.

Driftsoverskuddet (NOPAT) er imidlertid også påvirket af andre faktorer, som ikke umiddelbart er direkte henførbare til det primære salg til kunder. Dette inkluderer bl.a. særlige poster, op- og nedskrivninger samt andre driftsindtægter og -omkostninger. I tabellen udtrykkes disse regnskabsposter samlet under benævnelsen $OG_{\text{andre poster}}$.

Det ses af common-size-analysen, at $OG_{\text{andre poster}}$ generelt set udgør en mindre del af den samlede overskudsgrad i begge selskaber. I 2008 var situationen dog noget anderledes for Royal Unibrew. I forrige afsnit blev det konkluderet, at Royal Unibrews katastrofale resultat i 2008 hovedsagligt kunne henledes til en forringet overskudsgrad. Ser vi nærmere på driverne bag udviklingen i overskudsgraden, fremstår det, at $OG_{\text{andre poster}}$ er den klart væsentligste årsag. $OG_{\text{salg efter skat}}$ faldt ganske vist fra 4,1 % til 1,5 %, men $OG_{\text{andre poster}}$ udgjorde bekymrende -10,3 % dette år. En mere dybdegående analyse af $OG_{\text{andre poster}}$ viser, at -9,2 % stammer fra nedskrivninger på langfristede aktiver. Som nævnt i den strategiske analyse er disse nedskrivninger relateret til selskabets aktiviteter i Polen, hvor det blev vurderet, at ændrede markedsforhold ville medføre betydeligt reducerede indtjeningsmuligheder og mindskede muligheder for at udnytte potentialet i de opbyggede varemærker og den eksisterende produktionskapacitet (Årsrapport RBREW, 2009).

4.3.4 Dekomponering af omsætningshastigheden

Tabel 4 illustrerer ligeledes en common size-analyse af Royal Unibrew og Harboe. Med henblik på at foretage en analyse af evnen til at tilpasse den investerede kapital er balanceposterne beregnet i det antal dage, som de hver især bidrager med i forhold til den samlede kapitalbinding.

Tabel 4: Dekomponering af omsætningshastigheden (pengebindinger i antal dage)

Royal Unibrew					Common-size-analyse					Harboe				
2005	2006	2007	2008	2009		2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10				
50	54	60	55	46	Immaterielle aktiver	0	0	1	2	4				
156	153	142	159	196	Materielle aktiver	209	214	230	197	212				
17	24	22	16	15	Finansielle anlægsaktiver	0	0	0	0	0				
223	230	224	230	257	Anlægsaktiver i alt	209	214	231	199	216				
29	28	30	33	31	Varebeholdninger	26	28	33	31	33				
42	45	48	49	45	Tilgodehavender fra salg	55	57	65	63	73				
16	14	14	20	20	Andre driftsaktiver	4	7	9	10	9				
-29	-24	-21	-21	-23	Hensatte forpligtelser	-32	-27	-25	-20	-20				
-29	-33	-33	-38	-45	Leverandørgæld	-53	-56	-63	-52	-52				
-22	-25	-28	-31	-35	Anden driftsgæld	-49	-50	-50	-47	-56				
7	5	11	12	-6	Arbejdskapital, netto	-49	-40	-31	-17	-13				
230	235	234	243	250	Investeret kapital	160	174	200	182	203				

Kilde: Egen tilvirkning

I 2006 var en investeret krone i Royal Unibrew i gennemsnit bundet 230 dage i virksomheden. I 2009 er dette tal steget til 250 dage. Af tabellen fremgår det, at den

forværrede omsætningshastighed skyldes større kapitalbindinger i anlægsaktiverne, herunder de materielle aktiver. Den relative forøgelse af selskabets materielle aktiver beror hovedsagligt på to forhold. For det første har selskabet foretaget en væsentlig opskrivning på selskabets ejendomme efter lukningen af bryggeriet i Århus, som selskabet nu har til hensigt at afhænde. For det andet har Royal Unibrew foretaget betydelige investeringer i produktionsfaciliteter, herunder PET-tappekolonner i Danmark og Baltikum samt flytningen af produktionsanlæg i Danmark fra Århus til Faxe og Odense. Sammenholdes de to bryggeriers udvikling i anlægsaktiver, fremstår det, at Harboe har været noget mere tilbageholdende med deres investeringer.

Alt imens pengebindingerne i anlægsaktiverne har udviklet sig i en negativ retning, så har Royal Unibrew formået at forbedre styringen af arbejdskapitalen. Det ses ud fra tabellen, at selskabets betalingsvilkår til deres leverandører er blevet forbedret med 55 %, svarende til 16 dage. I modsætning til Harboe har Royal Unibrew endvidere formået at modstå store dele af det forøgede pres bryggerierne oplever fra deres kunder, jf. den strategiske analyse. Royal Unibrews egne betalingsvilkår er således blot blevet forværret med 7 %, svarende til 3 dage.

Forbedringen i anden driftsgæld skyldes hovedsagligt en forøget markedsværdi af indgåede kontrakter til sikring af råvarekøbspriser, der som tidligere nævnt er en del af virksomhedens råvarerisikopolitik.

4.3.5 Egenkapitalforrentning (ROE)

I de foregående afsnit var fokus rettet mod måling af driftens rentabilitet. Udgangspunktet var merafkastet (EVA) udtrykt som forskellen mellem indtjeningen fra driften (ROIC) og de afledte kapitalomkostninger (WACC), jf. DuPont-pyramiden figur 12. I indeværende afsnit inddrages effekten af den finansielle gearing på rentabiliteten. Egenkapitalforrentningen (ROE) et udtryk for ejernes afkast på deres investering i virksomheden. ROE viser altså rentabiliteten set ud fra et aktionærsynspunkt, det vil sige under hensynstagen til effekten af virksomhedens finansieringsforhold. Værdiskabelsen for aktionærerne handler derfor om at maksimere ROE, som kan udtrykkes ved følgende formel:

$$ROE = ROIC + (ROIC - r) \cdot FG\text{EAR}$$

Ligningens andet led viser effekten af den finansielle gearing³ (FGEAR) på den samlede rentabilitet. Det fremgår, at såfremt ROIC overstiger netto låneomkostningerne i procent⁴

³ $FG\text{EAR} = \frac{\text{Nettorentebærende gæld}}{\text{Egenkapital}}$

(NLR), vil ROE overstige ROIC. Omvendt vil den finansielle gearing bidrage negativt til ejernes afkast, såfremt virksomheden tjener mindre på dens driftsaktivitet, end den kan låne til⁵. Graden, hvormed ROE overstiger ROIC, afhænger således af størrelsen på henholdsvis spreadet⁶ samt den finansielle gearing. Tabel 5 illustrerer egenkapitalforrentningen og dens komponenter for henholdsvis Royal Unibrew og Harboe. For moderselskabets aktionærer er det interessant, hvad de får i afkast på deres investeringer. Der skelnes derfor mellem ROE målt på koncernniveau og ROE målt på moderselskabsniveau.

Tabel 5: Dekomponering af egenkapitalforrentningen (ROE)

Royal Unibrew					Common-size-analyse					Harboe				
2005	2006	2007	2008	2009		2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10				
12,8%	11,9%	8,4%	-13,3%	5,4%	ROIC	13,4%	11,2%	2,5%	1,4%	6,3%				
0,79	0,93	1,20	2,29	2,34	Finansiell gearing	-0,049	-0,005	0,078	0,165	0,231				
3,3%	2,6%	4,0%	4,1%	6,4%	NLR (r)	-5,5%	-43,7%	7,1%	4,6%	0,8%				
9,5%	9,3%	4,4%	-17,4%	-1,1%	SPREAD (ROIC - r)	18,8%	54,9%	-4,6%	-3,2%	5,5%				
20,3%	20,6%	13,8%	-53,0%	2,9%	ROE, koncernen	12,4%	10,9%	2,1%	0,9%	7,6%				
1,02	1,00	1,03	1,04	0,89	Minoritetsinteressers andel	1,00	1,00	1,00	0,99	1,00				
20,6%	20,7%	14,2%	-54,9%	2,6%	ROE, moder	12,5%	10,9%	2,1%	0,9%	7,6%				

Kilde: Egen tilvirkning

I analyseperiodens tre første år er Royal Unibrews egenkapitalforrentning væsentligt højere end Harboes. En dekomponering af selskabernes egenkapitalforrentning viser, at dette kan tilskrives en bedre udnyttelse af den positive rentemarginal via en højere finansiell gearing. I 2008 og 2009 var situationen imidlertid lige omvendt. En endnu højere finansiell gearing kombineret med en negativ rentemarginal gør, at Royal Unibrews egenkapitalforrentning er væsentligt lavere end Harboes. I 2008 fik Royal Unibrews aktionærer rent faktisk en negativ forrentning af deres investering på hele 54,9 %. Udviklingen i Royal Unibrews egenkapitalforrentning må således betegnes som meget utilfredsstillende.

4.4 Vækstanalyse

Vækst opfattes af mange som et vigtigt element i en virksomheds drivkraft og er derfor ofte et yndet mål blandt topledere. Vækst synes således at være et positivt ladet ord, der er med til at skabe værdi. Dette er imidlertid ikke altid tilfældet. Fra DuPont-pyramiden erindrer vi, at afkastet på den investerede kapital skal overstige afkastkravet, før der skabes værdi for

⁴ $NLR(r) = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger efter skat}}{\text{Nettorentebærende gæld}}$

⁵ Det skal pointeres, at NLR sjældent modsvarer virksomhedens egentlige lånerente, da NLR vil være påvirket af forskellen mellem ind- og udlånsrenten samt andre finansielle poster som valuta og kursgevinster og -tab på værdipapirer. NLR skal derfor tolkes med varsomhed i analytiske sammenhænge.

⁶ Forskellen mellem ROIC og NLR defineres ofte som "rentemarginal" eller "spread".

aktionærerne. Ud fra denne betragtning er et regnskabsmæssigt overskud (NOPAT) ikke nødvendigvis værdiskabende. Dette kan udtrykkes på følgende måde:

$$\text{Merafkast (EVA)} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \cdot \text{investeret kapital}$$

I analysesammenhæng bør vækst derfor betragtes ud fra udviklingen i merafkastet, da dette er med til at sikre, at der er tale om værdiskabelse for aktionærerne. Tabel 6 viser den historiske udvikling i EVA for Royal Unibrew. WACC antages at være konstant på 7,38 %, som er de anvendte kapitalomkostninger i værdiansættelsen, jf. afsnit 6.2.5.

Tabel 6: Vækstanalyse af Royal Unibrew

	2005	2006	2007	2008	2009
Nettomsætningen	3.190.959	3.439.026	3.881.762	4.178.703	3.816.421
Salgsvækstrate		7,8%	12,9%	7,6%	-8,7%
Investeret kapital, gns	2.012.476	2.214.749	2.490.843	2.776.667	2.618.221
Vækst i investeret kapital	-	10,1%	12,5%	11,5%	-5,7%
ROIC	12,8%	11,9%	8,4%	-13,3%	5,4%
WACC	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Merafkast (EVA)	109.236	101.020	25.802	-573.213	-52.515
Vækst i merafkast (EVA)	-	-7,5%	-74,5%	-2321,6%	-90,8%

Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af tabellen, at Royal Unibrew med undtagelse af 2009 har haft en pæn vækst i såvel nettoomsætningen som den investerede kapital. Et faldende afkast på driftsaktiviteten har dog betydet, at væksten ikke har bidraget positivt til lønsomheden. I takt med at omsætningen og den investeret kapital er steget, har væksten i EVA udviklet sig i en forøget negativ retning. I analyseperiodens to sidste år falder afkastningsgraden under selskabets kapitalomkostninger, hvilket resulterer i et negativt merafkast. Dette indikerer, at der i 2008 og 2009 destrueres værdi i virksomheden. Fra en aktionærsynsvinkel kan Royal Unibrew altså ikke betragtes som en vækstvirksomhed.

4.5 Risikoanalyse

Risiko er et centralt begreb i regnskabsanalysen og indgår i mange forskellige sammenhænge. I forrige afsnit så vi for eksempel, at en risikovurdering er relevant i forhold til vurderingen af en virksomheds værdiskabelse. I den henseende vil risikoanalysen senere i afhandlingen anvendes som en "common sense" betragtning, der er med til at reducere sandsynligheden for at estimere beta-værdier, der ikke modsvarer den underliggende risiko, jf. afsnit 6.2.4. Risikoanalysen vil ligeledes anvendes i forbindelse med estimeringen af selskabets fremmekapitalomkostninger i afsnit 6.2.3.

I de følgende afsnit analyseres den underliggende risiko for Royal Unibrew. Dette gøres ud fra to perspektiver: (1) Den driftsmæssige risiko og (2) Den finansielle risiko.

4.5.1 Driftsmæssig risiko

I vurderingen af Royal Unibrews driftsmæssige risiko fokuseres på de faktorer, der påvirker stabiliteten i den primære driftsindtjening. Dette indebærer henholdsvis eksterne, strategiske og operationelle risici, som alle blev analyseret i opgavens første del. De enkelte forhold vil derfor ikke blive gengivet i dette afsnit. Vurderingen af den driftsmæssige risiko ses i stedet opsummeret i tabel 7.

Tabel 7: Samlet vurdering af driftsmæssige risici

Typen af driftsmæssig risici	Vurdering af risikoniveau	Virksomhedens evne til at håndtere de driftsmæssige risici
Eksterne risici		Tilfredstillende/God
Konjunkturforskel	Middel	Tilpasninger af organisationen til den nuværende lavkonjunktur.
Lovgivning	Høj	Lobbyarbejde gennem blandt andet Bryggeriforeningen.
Forbrugsmønstre	Høj	Tilpasninger af produktporteføljen ift. samfundets forbrugsmønstre.
Strategiske risici		Tilfredstillende/God
Konkurrenceintensitet	Høj	Fokuseret differentieringsstrategi
Leverandørernes styrkeforhold	Middel	Fastprisaftaler og finansielle kontrakter
Kundernes styrkeforhold	Høj	Licensaftale med Heineken
Markedsvækst	Høj	Tilstedeværelse i Østeuropa hvor der ventes højere vækst i fremtiden
Substituerende produkter	Høj	Lancering af Temp Cider
Operationelle risici		God
Produktkvalitet og -fornyelse	Lav	Stor fokus på nylanceringer
Kvaliteten af ledelsen	Lav	Succesfuld turn around
Udnyttelse af produktionsapparatet	Middel	Har foretaget investeringer i moderne produktionsfaciliteter

Kilde: Egen tilvirkning

Generelt set er det svært at påvirke de eksterne forhold, men Royal Unibrew forsøger i høj grad at tilpasse sig eventuelle ændringer i de samfundsmæssige omgivelser, der udøver indflydelse på selskabet. Dette er med til at nedsætte de eksterne risici fra høj til middel. Endvidere er bryggeribranchen karakteriseret ved at være en moden branche med høj konkurrenceintensitet og lav markedsvækst. Den strategiske risiko vurderes derfor at være meget høj. Selskabets positionering som udbyder af brandede kvalitetsprodukter med stor fokus på nylanceringer og målrettet markedsføring har gennem de senere år været med til at mindske den strategiske risiko, som dog stadig må betegnes som høj. På det operationelle plan har den nye ledelse via sin succesfulde turnaround formået at tilpasse og optimere organisationen, således at selskabet er bedre rustet til at tage konkurrencen op under de nuværende markedsbetingelser.

Samlet set er det kendetegnende for Royal Unibrew, at ledelsen har utrolig stor fokus på at minimere de relativt høje risici, der er forbundet med bryggeriaktiviteter. Selskabets gode

evne til at håndtere de driftsmæssige risici er derfor med til at gøre, at den samlede driftsmæssige risiko vurderes at være middel

4.5.2 Finansiell risiko

I det følgende afsnit vil Royal Unibrews finansielle risiko blive analyseret, hvor fokus vil være rettet mod selskabets anvendelse af fremmedkapital som finansieringsform. Analysen er opdelt i to grupper af finansielle risici: (1) Likviditetsrisiko og (2) Finansieringsforhold.

Likviditetsanalyse

Likviditet er et helt centralt element for en virksomheds eksistens. Uden tilstrækkelig likviditet er virksomheden ikke i stand til at betale fremtidige forpligtelser, hvilket alt andet lige vil begrænse ledelsens handlefrihed og i værste fald føre til betalingsstandsning samt eventuel konkurs.

En analyse af virksomhedens likviditet kan med fordel opdeles i en kort- og langsigtet likviditetsrisiko. Den kortsigtede likviditetsrisiko vedrører virksomhedens evne til at imødekomme de kortsigtede forpligtelser, efterhånden som de forfalder, mens den langsigtede likviditetsrisiko refererer til den mere langsigtede finansielle sundhed, der ofte betegnes som virksomhedens solvens eller finansielle gearing. Som indikator for Royal Unibrews kort- og langsigtede likviditetsrisiko anvendes en række nøgletal. Fordelen ved disse nøgletal er, at de er simple at beregne. Det er imidlertid vigtigt at holde for øje, at de kun afdækker mindre dele af den samlede likviditetsrisiko (Petersen & Plenborg, 2005).

Den kortsigtede likviditetsrisiko

En indikator for den kortsigtede likviditetsrisiko er blandt andet virksomhedens likviditetscyklus, der er et udtryk for omsætningshastigheden for nettoarbejdskapitalen opgjort i antal dage. I rentabilitetsanalysens afsnit 4.3.4 (tabel 4) så vi, at Royal Unibrew siden analyseperiodens begyndelse har forkortet længden på likviditetscyklussen, hvilket indikerer, at der bindes færre penge i driftsaktiviteten. Royal Unibrew har altså formået at forbedre likviditeten gennem en strammere styring af arbejdskapitalen.

Et alternativt mål for den kortsigtede likviditetsrisiko er likviditetsgraden (current ratio), der udtrykker, i hvilket omfang omsætningsaktiverne dækker den kortfristede gæld. I tabel 8 på næste side ses den historiske udvikling i Royal Unibrews likviditetsgrad.

Tabel 8: Udviklingen i Royal Unibrews likviditetsgrad

	2005	2006	2007	2008	2009
Likviditetsgrad (current ratio)	1,35	1,31	1,19	0,82	1,00

Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af tabellen, at Royal Unibrews likvidationsgrad gradvist er faldet fra 1,35 i 2005 til 0,82 i 2008. En likviditetsgrad under 1 indikerer, at i tilfælde af likvidation vil et salg af selskabets omsætningsaktiver end ikke være i stand til at dække den kortfristede gæld. Normalt er det vanskeligt at generalisere i forhold til, hvornår likviditetsgraden vurderes at være tilstrækkelig stor, men en likviditetsgrad under 1 vil umiddelbart behæftes med en relativt stor likviditetsrisiko (Petersen & Plenborg, 2005). I Royal Unibrews tilfælde skyldes den forværrede likviditetsgrad hovedsageligt en væsentlig stigning i kortfristet bankgæld. En udvikling selskabet synes at have fået sat en stopper for i løbet af 2009. Et nettoprovenu fra aktieemissionen på 394 mio. kr., en positiv likviditetsudvikling fra driften og et frasalg af aktiviteter har betydet, at Royal Unibrew ved udgangen af 2009 ikke længere har nogen kortfristet gæld. Selskabets kortfristede likviditetsrisiko vurderes derfor at være væsentligt forbedret.

Den langsigtede likviditetsrisiko

Nøgletal som soliditets- og rentedækningsgraden kan benyttes til at vurdere et selskabs langsigtede likviditetsrisiko. I tabel 9 ses udviklingen i disse nøgletal for Royal Unibrew.

Tabel 9: Analyse af den langsigtede likviditetsrisiko (markedsværdier)

	2005	2006	2007	2008	2009
Soliditetsgraden	76,4%	80,8%	65,9%	22,9%	52,0%
Rentedækningsgraden	8,7	9,4	3,9	-4,7	1,2

Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af tabellen, at Royal Unibrew har oplevet store udsving i forholdet mellem selskabets gælds- og egenkapitalandel. På det overordnede plan er der dog ingen tvivl om, at udviklingen er gået mod en højere finansiell gearing. Mest iøjnefaldende er imidlertid den lave soliditetsgrad ultimo 2008. Med en egenkapitalandel på 22,9 % må selskabets langsigtede likviditetsrisiko på daværende tidspunkt kategoriseres som værende meget høj. Kombineret med en rentedækningsgrad på -4,7, må den nærmere betegnes som yderst kritisk. Selskabets ledelse så umiddelbart heller ingen anden udvej end at gennemføre en aktieemission for at

få rettet op på dette forhold. Resultatet heraf ses tydeligt afspejlet i den stærkt forbedrede soliditetsgrad ultimo 2009. Sideløbende med aktieemissionens positive effekt på soliditeten er rentedækningsgraden ligeledes blevet forbedret. Den langsigtede likviditetsrisiko vurderes således at være på et væsentlig lavere niveau ved udgangen af analyseperioden, end hvad situationen var blot et år tidligere.

Generelt set har den nye ledelse haft stor fokus på selskabets likviditetsberedskab, og i februar 2009 indgik Royal Unibrew en aftale med koncernens långivere om at få stillet de af ledelsen skønnede nødvendige kreditfaciliteter til rådighed. Aftalen, der løber til 31. marts 2012, er omfattet af såkaldte covenants, ligesom der til aftalen er knyttet bestemmelser om sikkerhedsstillelser og udbyttebetaling. Eftersom det samlede kredittilsagn udgør 1.895 mio. kr., er der i forhold til nettogælden ultimo 2009 et uanvendt likviditetstilsagn på 460 mio. kr. (Årsrapport RBREW, 2009).

Finansieringsforhold

Ved optagelse af lån er der en række forhold, der påvirker den finansielle risiko. Dette er eksempelvis, om lånet er fast eller variabelt forrentet, har kort eller lang løbetid, eller om det er optaget i danske kroner eller fremmed valuta.

I Royal Unibrews tilfælde udgør den nettorentebærende gæld ultimo 2009 1.435 mio. kr., hvoraf 52 % består af realkreditlån med en gennemsnitlig restløbetid på 20 år. Den resterende del af gælden udgøres af de ovennævnte bankkreditter med en løbetid frem til 31. marts 2012. Virksomhedens gæld er udelukkende optaget i valutaer inden for hvilke, koncernen har kommercielle aktiviteter (Årsrapport RBREW, 2009).

Ifølge årsrapportens noter anser ledelsen renteændringers øjeblikkelige påvirkning på koncernens finansielle omkostninger som den væsentligste renterisiko og fokuserer kun sekundært på ændringer i gældens markedsværdi. I forlængelse heraf oplyses det, at omkring 58 % af den nettorentebærende gæld er fastforrentet med en rentebindingsperiode på over et år. Det er ledelsens skøn, at en renteændring på et procentpoint vil påvirke koncernens renteomkostninger i omegn af +/- 4 mio. kr., hvilket ikke umiddelbart giver anledning til større bekymringer.

Bedømt ud fra ovenstående analyse af Royal Unibrews finansielle risiko synes hverken selskabets likviditetsrisiko eller finansieringsforhold at være behæftet med unødigt stor risiko. På trods af at selskabet for nylig var i store økonomisk vanskeligheder, med en alt for høj finansiell gearing, så har selskabet på kort tid formået at få nedbragt den finansielle risiko.

Som følge af aktieemissionen og indgåelsen af den nye bankaftale vurderes selskabets likviditetsberedskab at være sikret i de kommende år. På lidt længere sigt forventes den finansielle gearing ligeledes at stabilisere sig på et mere optimalt niveau. Endvidere synes sammensætningen af selskabets låneportefølje at være tilstrækkeligt garderet over for fremtidige ændringer i rentesatsen, samtidig med at der stræbes efter at opnå de lavest mulige finansieringsomkostninger.

I tabel 10 ses en opsummering af Royal Unibrews finansielle risiko. I lighed med den driftsmæssige risiko synes ledelsens evner til at håndtere de forskellige typer af risici at være gode. Som følge heraf vurderes de samlede finansielle risici til at være middel.

Tabel 10: Vurdering af finansielle risici

Typer af finansiell risiko	Vurdering af risikoniveau	Virksomhedens evne til at håndtere de finansielle risici
Finansielle gearing		God
Kortsigtet likviditetsrisiko	Middel	Aktieemission og ny bankaftale
Langsigtet likviditetsrisiko	Middel	Aktieemission og frasalg af aktiviteter
Finansieringsforhold		God
Fast eller variabelt forrentet	Middel	Begrænset påvirkning ved renteændringer
Løbetid	Middel	Realkreditlån med lang løbetid. Dog udløber nye bankkreditter 31/3 2012
Valuta	Lav	Udelukkende valutaer hvor selskabet har kommercielle aktiviteter

Kilde: Egen tilvirkning

4.6 Delkonklusion

Som pointeret indledningsvist var afsnittets formål at afdække de væsentligste økonomiske aspekter omkring Royal Unibrew, det vil sige selskabets evne til at skabe værdi for aktionærerne, generere lønsom vækst samt at styre de driftsmæssige og finansielle risici.

Overordnet set har Royal Unibrew oplevet en faldende driftsrentabilitet i perioden 2005-2009, hvor specielt 2008 var et forfærdeligt år med en ROIC på -13,3 %. En dekomponering af ROIC viser, at det faldende afkast på driften primært kan henledes til en aftagende overskudgrad. Dette skyldes blandt andet en hårdere priskonkurrence i bryggeribranchen med en lavere bruttoavance til følge. I 2008 skyldes den stærkt forværrede overskudgrad imidlertid hovedsageligt transitoriske poster, herunder store nedskrivninger på selskabets aktiviteter i Polen.

Meget tyder på, at Royal Unibrew er kommet igennem den værste del af selskabets krise. I 2009 er overskudgraden fra det primære slag til kunder tilbage på 2007-niveau samtidig med, at nettoarbejdskapitalen er blevet væsentligt forbedret. ROIC har således genvundet store dele af det tabte i 2008, selvom der med en afkastningsgrad på 5,4 % stadig er lang vej op til de 12-13 % i 2005 og 2006. I den forbindelse lider aktivernes omsætningshastighed stadig en

smule under, at selskabet i de senere år har foretaget nogle større investeringer i deres produktionsfaciliteter. Med et ajourført produktionsapparat og generelt disponibel kapacitet forventes Royal Unibrew alt andet lige at kunne høste betydelige indtjeningsmæssige fordele under en normalisering af den globale økonomi og konkurrencesituationen.

Som konsekvens af det faldende afkast på driftsaktiviteten har Royal Unibrew oplevet et fald i væksten i EVA. I 2008 og 2009 overstiger selskabets kapitalomkostninger tilmed afkastningsgraden, hvilket indikerer, at Royal Unibrew destruerer værdi. Det er derfor en nødvendighed, at afkastningsgraden hurtigst muligt forbedres, således at selskabet igen formår at generere lønsom vækst set ud fra et aktionærsynspunkt.

Bryggeribranchen lider under at være en moden branche med en høj konkurrenceintensitet og lav markedsvækst, hvilket stiller store krav til det enkelte bryggeris ageren i forhold til selskabets fremtidige indtjeningsmuligheder. Risikoanalysen illustrerede, at Royal Unibrews ledelse har stor fokus på at begrænse de relative høje driftsmæssige risici, der relaterer sig til bryggeriaktiviteter. Dette forventes at være med til at understøtte stabiliteten i den primære driftsindtjening i de kommende år.

Royal Unibrews gode evne til at håndtere de forskellige typer af risici gør sig ligeledes gældende for de finansielle risici. En succesfuld aktieemission og indgåelsen af en ny bankaftale har fået nedbragt selskabets finansielle gearing, samtidig med at selskabets likviditetsberedskab synes at være sikret. Ledelsen har således fået aflivet den stødt stigende konkursrisiko, som har tynget selskabet siden finanskrisens begyndelse.

DEL 3

I værdiansættelsens anden del blev Royal Unibrews historiske resultater analyseret. Med udgangspunkt i Dupont-pyramiden gav rentabilitetsanalysen et indblik i såvel niveauer som udviklingstendenser for virksomhedens mest centrale finansielle værdidrivere. Analysen skabte således en dybere forståelse for den historiske finansielle performance, der, sammen med den bagvedliggende strategiske analyse, danner udgangspunktet for afhandlingens tredje del, budgetteringsfasen.

5.0 Budgettering

Kapitel 5 er struktureret omkring udarbejdelsen af proforma-regnskaber for Royal Unibrew. Formålet med budgetteringsfasen er at udlede estimater af forventede fremtidige overskud, der senere hen i værdiansættelsesprocessen skal konverteres til et værdiestimat af Royal Unibrews egenkapital. Budgettet udgør således inputtet til de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller.

I nærværende værdiansættelse af Royal Unibrew er den eksplicite budgetperiode sat til fem år, det vil sige i perioden 2010-2014. Herefter antages Royal Unibrew at gennemleve en konstant udvikling (steady state), hvorfor terminalperioden indtræffer i 2015 (jf. afsnit 6.3 for nærmere gennemgang af EVA-modellens forudsætninger).

Selve udarbejdelsen af budgettet for Royal Unibrew tager udgangspunkt i de reformulerede regnskabsopgørelser, hvorfra prognosticeringen af den fremtidige udvikling baseres på den akkumulerede viden fra såvel den strategiske analyse som regnskabsanalysen. I stedet for at forøge at udarbejde et linje-linje-budget vil budgettering være koncentreret omkring sammendragne værdidrivere, som det var tilfældet i regnskabsanalysen. Dette er med til at begrænse omfanget af enkeltstående budgetteringsparametre, således at fokus kan rettes mod et relativt begrænset sæt af forudsætninger vedrørende virksomhedens fremtid.

I de følgende afsnit præsenteres de bagvedliggende forudsætninger, der ligger til grund for det endelige budget anvendt i værdiansættelsen af Royal Unibrew. I den forbindelse inddrages blandt andet informationer fra halvårsregnskabet i 2010. Kapitlets struktur er som følger:

- Budgettering af salgsvæksten (afsnit 5.1)
- Budgettering af overskudgraden (afsnit 5.2)
- Budgettering af aktivernes omsætningshastighed (afsnit 5.3)
- Budgettering af nettorentebærende gæld (5.4)

5.1 Budgettering af salgsvæksten

Prognosticeringen af udviklingen i nettoomsætningen er en yderst central parameter i forbindelse med udarbejdelsen af et budget, idet flere af de andre regnskabsposter budgetteres ud fra udviklingen i nettoomsætningen.

I tabel 11 ses den forventede procentuelle udvikling i Royal Unibrews omsætning i den eksplicitte budgetperiode.

Tabel 11: Budgetteret salgsvækst

	2010e			2011e		2012e		2013e		2014e	
Markeder	Fordeling (oms. 2009)	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling	Vægtet udvikling
Vesteuropa	63%	2,2%	0,5%	2,4%	0,3%	4,3%	0,8%	6,1%	1,2%	7,1%	1,4%
Østeuropa	24%	0,0%	0,0%	5,5%	0,5%	9,8%	0,8%	9,0%	0,7%	8,3%	0,7%
Malt	13%	-10,0%	-1,3%	3,5%	0,5%	3,5%	0,5%	3,5%	0,5%	3,5%	0,5%
Total	100%		-0,8%		1,2%		2,0%		2,3%		2,5%

Kilde: Egen tilvirkning

Den forventede udvikling i Royal Unibrews omsætning er beregnet som et vægtet gennemsnit af estimer for de nominelle vækstrater på bryggeriets hovedmarkeder (se bilag 9). Vægtningen er sket på baggrund af markedsfordelingen af nettoomsætningen i 2009. Fremgangsmåden bygger implicit på følgende antagelser:

- Den fremtidige markedsfordeling af Royal Unibrews omsætning forudsættes uændret i forhold til 2009.
- Royal Unibrews markedsandele antages uændret i forhold til 2009.
- Valutakurser anvendt til beregningen af omsætningen for 2009 antages uændret.
- Væksten i omsætningen genereres udelukkende på baggrund af organisk vækst, hvorfor Royal Unibrew ikke vil øge omsætningen gennem akquisitioner⁷.

I forhold til begyndelsen af regnskabsåret er vi ved værdiansættelsestidspunktet pr. 30. september 2010 naturligt nok blevet klogere på den egentlige driftsudvikling i Royal Unibrew. Som følge heraf er der foretaget en række markedsspecifikke korrektioner af den forventede udvikling i omsætningen for regnskabsåret 2010. Dette medfører et brud på nogle af ovenstående simplificerede antagelser. Korrektionerne er foretaget for at skabe et mere troværdigt billede af Royal Unibrews fremtidige omsætning.

⁷ I forbindelse med offentliggørelsen af halvårsregnskabet har ledelsen gjort det klart, at fokus ligger på organisk vækst.

- I løbet af de første 9 måneder af 2010 har Royal Unibrew formået at forøge sin markedsandel i Danmark. Dette skyldes ikke mindst en kraftigt forøget markedsføringsindsats, innovative tiltag og lanceringen af nye produkter. Royal Unibrews omsætning vurderes således at stige med 1 % i 2010, hvilket er væsentlig bedre end forventningen om et generelt fald i det danske ølmarked på -2,1 %.
- PLN-kursen er i løbet af 2010 blevet markant forbedret i forhold til DKK. Væksten i omsætningen genereret på det polske marked forventes derfor at lande på 10 %, hvilket er i stærk kontrast til den forventede nominelle markedsvækst på -1,5 %.
- I både Litauen og Letland forventes omsætningen i 2010 at falde med 5 %. Dette skyldes hovedsagligt et skift hos forbrugerne til discount-segmentet, jf. den strategiske analyse.
- Som følge af frasalget af de caribiske aktiviteter forventes omsætningen på malt- og oversøiske markeder at falde med 10 % i 2010. Til gengæld forventes det fremtidige salg på licens at blive væsentligt styrket efter afhændelsen af selskabets egne bryggerier.

5.2 Budgettering af overskudsgraden

Fra rentabilitetsanalysen erindrer vi, at Royal Unibrew formåede at forbedre lønsomheden væsentligt i løbet af 2009. Det samme synes at være tilfældet for 2010. I de første ni måneder af 2010 har Royal Unibrew således oplevet lavere produktionsomkostninger og lavere råvarepriser. Endvidere ser det ud til, at selskabet høster den fulde effekt af de omfattende omkostningsbesparelser igangsat i 2009 samt af omlægningen af distributionsstrukturen i Danmark. Samtidig synes den polske forretning at være væsentligt styrket som følge af selskabets fokus på færre mærker og et mindre geografisk område.

I forbindelse med aflæggelsen af halvårsregnskabet meldte selskabets ledelse ud, at de for indenværende år forventer at opnå en EBIT-margin i omegn af 10 %, mens målsætningen på mellemlangt sigt (3-5 år) er en EBIT-margin på 12 %. Royal Unibrew betegner selv målsætningen som ambitiøs, idet de aldrig tidligere har haft en EBIT-margin på over 10 %. På trods af at den succesfulde turnaround allerede har forbedret lønsomheden væsentligt, vurderer ledelsen altså, at der er plads til yderligere forbedringer.

Med udgangspunkt i ovenstående iagttagelser er den forventede udvikling i Royal Unibrews overskudsgrad illustreret i tabel 12 på næste side.

Tabel 12: Budgettering af overskudsgraden (OG-driverne)

	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Driftoverskud fra salg før skat (OG salg før skat)	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,2%
Andet driftsoverskud (OG andet driftsoverskud)	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Transitoriske poster (OG usædvanlige poster efter skat)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Samlet overskudsgrad før skat (EBIT margin)	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,0%

Kilde: Egen tilvirkning

5.3 Budgettering af aktiverne omsætningshastighed

I rentabilitetsanalysen var fokus blandt andet rettet mod den historiske udvikling i nettodriftsaktiverne omsætningshastighed. Analysen afslørede, at Royal Unibrew har oplevet en faldende omsætningshastighed, hvilket overordnet set indikerer, at selskabet har forringet dets evne til at tilpasse den investerede kapital. En dekomponering af omsætningshastigheden illustrerede imidlertid, at alt imens kapitalbindingen i anlægsaktiverne steg relativt meget hen over analyseperioden, så formåede Royal Unibrew rent faktisk at forbedre arbejdskapitalen. Som følge af denne modsatrettede udvikling er budgetteringen af den investerede kapital opdelt i to dele: (1) Anlægsaktiverne og (2) Nettoarbejdskapitalen.

Som nævnt i rentabilitetsanalysen skyldes den forøgede kapitalbinding i anlægsaktiverne blandt andet større driftsmæssige investeringer i de senere år. Royal Unibrew besidder derfor ved udgangen af analyseperioden et yderst moderne produktionsapparat med disponibel kapacitet. Dette bevirker, at Royal Unibrew ikke umiddelbart er nødsaget til at foretage større investeringer i takt med den estimerede stigning i salget. Under forudsætning af tilstrækkelig kapacitet begrænser investeringer i produktionsapparatet sig til fornyelse af enkeltelementer relateret til specifikke produkter samt vedligeholdelse. Kapitalbindingen i anlægsaktiverne forventes derfor gradvist at falde tilbage til samme niveau som før Royal Unibrew valgte at opgradere sine produktionsfaciliteter.

På det operationelle plan har Royal Unibrew gennem de senere år haft stor fokus på at reducere kapitalbindingen i driften. Lager- og debitor dage er nedbragt, mens selskabet har fået længere kredit hos leverandørerne. I 2009 opnåede Royal Unibrew således en negativ pengebinding i nettoarbejdskapitalen. Eftersom forbedringen af arbejdskapitalen skyldes grundlæggende strukturelle tiltag og fokus på driftsoptimeringer på tværs af hele virksomheden, antages Royal Unibrew at kunne holde nettoarbejdskapitalen på samme flotte niveau som i 2009.

I tabel 13 ses den budgetterede udviklingen i henholdsvis anlægsaktiverne og nettoarbejdskapitalen.

Tabel 13: Budgettering af AOH-driverne (pengebindinger målt i antal dage)

	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Anlægsaktiverne	250	245	240	235	230	230
Nettoarbejdskapitalen	-22	-22	-22	-22	-22	-22
Investeret kapital	2.300.182	2.382.119	2.287.554	2.381.585	2.292.107	2.498.427

Kilde: Egen tilvirkning

5.4 Budgettering af nettorentebærende gæld

Den nettorentebærende gæld estimeres til at udgøre 25 % af selskabets kapitalstruktur (jf. afsnit 6.2.1 vedrørende fastsættelse af selskabets target kapitalstruktur).

5.5 Delkonklusion budgettering

For at kontrollere realismen i de fastsatte budgetforudsætninger sammenholdes en række budgetterede nøgletal med det historiske niveau.

Tabel 14: Forudsætninger for budgetperioden (t.kr.)

	Historisk						Budgetperiode				Terminal- periode
	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Omsætning	3.190.959	3.439.026	3.881.762	4.178.703	3.816.421	3.786.577	3.831.928	3.909.245	4.000.553	4.100.715	4.203.233
Omsætningsvækst	10,1%	7,2%	11,4%	7,1%	-9,5%	-0,8%	1,2%	2,0%	2,3%	2,4%	2,4%
OG salg før skat	9,3%	8,8%	6,0%	3,1%	6,3%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,2%
OG andet driftsoversud	0,7%	2,0%	1,0%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
OG usædvanlige poster	0,4%	-0,2%	0,5%	-11,2%	-1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
OG skat	-2,3%	-2,9%	-2,1%	-1,4%	-1,7%	-2,3%	-2,5%	-2,6%	-2,7%	-2,8%	-2,8%
OG	8,1%	7,7%	5,4%	-8,8%	3,7%	7,7%	8,1%	8,4%	8,8%	9,2%	9,2%
Anlægsaktiver	2.140.631	2.197.456	2.560.466	2.710.334	2.661.200	2.525.891	2.618.341	2.522.584	2.628.814	2.539.211	2.758.014
Nettoarbejdskapital	54.518	36.893	186.871	95.664	-230.755	-225.709	-236.222	-235.030	-247.229	-247.104	-259.587
Investeret kapital	2.195.149	2.234.349	2.747.337	2.805.998	2.430.445	2.300.182	2.382.119	2.287.554	2.381.585	2.292.107	2.498.427
AOH	1,59	1,55	1,56	1,50	1,46	1,60	1,64	1,67	1,71	1,75	1,75
ROIC salg	14,7%	13,7%	9,4%	4,7%	9,2%	14,7%	15,9%	17,1%	18,3%	19,7%	19,7%
ROIC andet driftsoverskud	1,1%	3,1%	1,5%	1,0%	1,1%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%
ROIC usædvanlige poster	0,6%	-0,4%	0,8%	-16,9%	-2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROIC skat	-3,6%	-4,6%	-3,3%	-2,0%	-2,4%	-3,7%	-4,0%	-4,3%	-4,6%	-5,0%	-4,9%
ROIC	12,8%	11,9%	8,4%	-13,3%	5,4%	12,3%	13,2%	14,1%	15,1%	16,1%	16,1%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen, budgetteres der implicit med en væsentlig forbedring af ROIC i budgetperioden. Dette skyldes en forventet forbedring af såvel overskudsgraden som omsætningshastigheden. Nedenfor er de væsentligste grunde hertil opsummeret:

- Stram styring af nettoarbejdskapitalen
- Omkostningsbesparelser som følge af tilpasninger i organisationen (afskedigelses)

- Omkostningsbesparelser som følge af omlægningen af administrationen i Baltikum
- Yderligere effektiviseringer som følge af omlægningen af den danske produktions- og distributionsstruktur
- Lavere råvarepriser
- Frasalg af aktiviteter i Polen hvor et fokus på færre markeder og et mindre geografisk område har styrket det fremtidige forretningsgrundlag
- Styrket salg af malt på licens efter afhændelsen af selskabets egne bryggerier
- Bedre produktmiks og øgede markedsføringstiltag
- Ajourførte produktionsfaciliteter og bedre udnyttelse af produktionskapaciteten

I bilag 10-12 findes de budgetterede regnskabsopgørelser for Royal Unibrew i perioden 2010-2015 samt budgetforudsætningerne sammenholdt med de historiske nøgletal.

DEL 4

I værdiansættelsens tredje del blev den oparbejdede viden fra henholdsvis den strategiske analyse og regnskabsanalysen konverteret til proforma-regnskaber for Royal Unibrew. Med udgangspunkt i de reformulerede regnskabsopgørelser blev budgetteringen udarbejdet på baggrund af de finansielle værdidrivere, som blev analyseret i afhandlingens rentabilitetsanalyse. Udstyret med et sæt proforma-regnskaber er afhandlingen nu nået til sin sidste fase, som er selve værdiansættelsen.

6.0 Værdiansættelse

I kapitel 6 opridses indledningsvist de grundlæggende forskelle på henholdsvis DCF- og EVA-modellen, som i praksis er de to mest anvendte kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller. Formålet er aktivt at vælge, hvilken værdiansættelsesmodel der synes at være mest hensigtsmæssig.

I de efterfølgende afsnit estimeres WACC'ens delelementer samt vækstfaktoren g i terminalperioden. På baggrund af de estimerede modelinput og det opstillede budget er det nu muligt at beregne et base case-værdiestimat for Royal Unibrew-aktien pr. 30. september 2010.

Med udgangspunkt i peer-gruppens handelsmultipler pr. værdiansættelsestidspunktet sammenholdes det beregnede værdiestimat med en relativ værdiansættelse af Royal Unibrew. Endvidere udarbejdes en følsomhedsanalyse, hvor effekten af ændringer i modellens mest centrale datainput vil blive efterprøvet i form af en Monte Carlo-simulering.

6.1 Valg af værdiansættelsesmodel

I finansieringslitteraturen argumenteres der ofte for at anvende DCF-modellen til værdiansættelse af virksomheder, eftersom cash flows er upåvirket af de valgte indregningskriterier og regnskabsprincipper. Som følge heraf benytter stadig flere analytikere DCF-modellen som deres primære værdiansættelsesmodel (Plenborg, 2000). Faktum er imidlertid, at henholdsvis DCF- og EVA-modellen giver identiske værdiestimater, blot forudsætningerne bag modellerne er opfyldt.

Til trods for at de fremkomne resultater fra de to modeller er ens, indregnes værdien forskelligt. EVA-modellen tager udgangspunkt i den bogførte værdi af investeret kapital, der ofte udgør en betydelig andel af selskabets samlede værdi. EVA-modellen anerkender altså det værdiansættelsesarbejde, som virksomheden sammen med revisorerne allerede har udført. Det interessante i EVA-modellen er derfor kun den overnormale driftsindtjening. DCF-

modellen skiller derimod først de regnskabsmæssige poster ad og konverter dem til cash flows. DCF-modellen starter således værdiansættelsen helt fra "bunden" (Plenborg, 2000).

Denne forskel i indregningen af selskabets værdi afspejler sig i den beregnede terminalværdi. En række studier har vist, at terminalværdien for DCF-modellen udgør 56-125⁸ % af den totale værdi af et selskab (Copeland et al., 2000). I modsætning hertil udgør terminalværdien for EVA-modellen en betydeligt mindre andel af den samlede værdi af et selskab (Plenborg, 2000). Selvom EVA-modellen ikke fuldstændigt eliminerer problemet omkring terminalværdien, så bliver fokus imidlertid rettet mod det centrale ved budgettering, nemlig antallet af år med overnormalt afkast.

En anden egenskab ved EVA-modellen er, at den virker intuitiv. For regnskabsbrugere er det mere naturligt at værdiansætte på basis af regnskabsmæssige begreber og nøgletal end cash flows. Ved at fokusere på nøgletallet ROIC kan man dekomponere og tilpasse sin rentabilitetsanalyse tilsvarende, så fokus er på estimeringen af afkastningsgraden. Det interessante i denne sammenhæng er, at analytikeren ofte har fokus på dette nøgletal i praksis. EVA-modellen passer derfor sammen med de fleste af de analysekoncepter, som er udarbejdet i praksis (ibid.).

Som nævnt indledningsvist vil den estimerede markedsværdi af en virksomheds egenkapital være den samme uafhængig af, hvilken af de to værdiansættelsesmodeller der benyttes. Det synes derfor ikke at skabe yderligere værdi til afhandlingen at anvende både DCF- og EVA-modellen til værdiansættelsen af Royal Unibrew. På baggrund af ovenstående argumentation er der i indeværende værdiansættelse valgt at anvende EVA-modellen.

6.2 Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Ved brug af EVA-modellen er det nødvendigt at kende kapitalindskydernes afkastkrav med henblik på at tilbagediskontere de forventede merafkast (EVA). Afkastkravet afspejler kapitalindskydernes kompensation for tidsværdien af penge samt risikoen ved den enkelte investering (Plenborg, 2002). I forbindelse med fastlæggelsen af afkastkravet er det vigtigt, at konsistensprincippet overholdes. Det vil sige, at der er overensstemmelse mellem de anvendte rentabilitetsmål og afkastkrav. I rentabilitetsanalysen blev det vist, at afkastningsgraden måler forrentningen af den investerede kapital *før* aflønning af fremmed- og egenkapitalen. Afkastningsgraden skal derfor sammenholdes med WACC, der er et udtryk for det vægtet gennemsnit af alle kapitalindskyderes afkastkrav. I Royal Unibrews tilfælde er der kun taget

⁸ Terminalværdien udgør over 100 % af den totale værdi af et selskab, såfremt den akkumulerede værdi af budgetperioden før terminalperioden er negativ. Det er typisk tilfældet for udviklingsselskaber.

højde for to typer af finansiering, egenkapital og fremmedkapital, da minoritetsaktionærer historisk set har udgjort en meget lille andel af egenkapitalen. WACC kan derfor udtrykkes som:

$$WACC = \frac{D}{(E + D)} * k_d * (1 - t) + \frac{E}{(E + D)} * k_e$$

hvor

D = Gældsandelen (netto rentebærende gæld)

E = Egenkapitalandel

k_d = Fremmedkapitalomkostninger

t = Den marginale selskabsskattesats

k_e = Ejernes afkastkrav

I de kommende afsnit vil kapitalomkostningerne for Royal Unibrew blive estimeret, hvilket indebærer følgende trin:

- Fastlæggelse af langsigtet kapitalstruktur (afsnit 6.2.1)
- Estimering af den marginale selskabsskattesats (afsnit 6.2.2)
- Estimering af fremmedkapitalomkostninger (afsnit 6.2.3)
- Estimering af ejerafkastkrav (afsnit 6.2.4)
- Beregning af WACC (afsnit 6.2.5)

6.2.1 Langsigtet kapitalstruktur

Teoretisk set bør kapitalstrukturen tilpasses løbende, således at den på ethvert givent tidspunkt afspejler virksomhedens nuværende brug af henholdsvis gæld og egenkapital. I praksis antages kapitalstrukturen imidlertid ofte at være konstant, da der typisk kun sker mindre ændringer i kapitalstrukturens sammensætning over tid. I den henseende er det vigtigt, at virksomhedens langsigtede (target) kapitalstruktur anvendes (Plenborg, 2002).

Ved beregning af virksomhedens kapitalstruktur tilsiger finansielle teori, at der udelukkende skal anvendes markedsværdier. Dette medfører imidlertid et praktisk problem, eftersom formålet med værdiansættelsen netop er at estimere markedsværdien af selskabet. Markedsværdierne antages derfor ikke at være kendt på forhånd (ibid.).

I praksis benyttes den bogførte værdi af fremmedkapitalen ofte som approksimation til markedsværdien af fremmedkapitalen (Plenborg, 2002). Denne fremgangsmåde har også fundet anvendelse i forbindelse med estimeringen af Royal Unibrews kapitalstruktur.

Til fastlæggelse af Royal Unibrews target kapitalstruktur tages der udgangspunkt i den gennemsnitlige kapitalstruktur for selskabets peer-gruppe. Peer-gruppen er sammensat af selskaber med aktiviteter inden for bryggeribranchen.

Tabel 15: Kapitalstruktur peer-gruppe pr. 30.9.2010 (mio. kr.)

Selskab	Land	Enterprise value	Værdi af aktiekapital	Egenkapital	Fremmedkapital
Heineken	Holland	225.744	149.635	66,3%	33,7%
ABInbev	Belgien	680.078	423.370	62,3%	37,8%
SABMiller	Storbritannien	325.592	276.938	85,1%	14,9%
Carlsberg	Danmark	122.527	86.956	71,0%	29,0%
Harboe	Danmark	1.309	835	63,8%	36,2%
Olvi OYJ	Finland	2.702	2.348	86,9%	13,1%
Gennemsnit				72,5%	27,5%

Kilde: Bloomberg

Som det fremgår af tabellen, er peer-gruppens gennemsnitlige gældsandel 27,5 %. Dette stemmer fint overens med sammensætningen af Royal Unibrews nuværende kapitalstruktur, der pr. 30. september 2010 udgøres af hhv. 79 % egenkapital og 21 % fremmedkapital. En gældsandel på 25 % og en egenkapitalandel på 75 % synes derfor rimelig at anvende som target kapitalstruktur for Royal Unibrew.

6.2.2 Skattesats

Værdien af renteskatteskjoldet indregnes i værdiansættelsen ved at estimere fremmedkapitalomkostningerne på efter skat basis (jf. afsnit 6.2.3). Til beregning af rentefradraget benyttes den marginale danske skattesats på 25 %. Det antages dermed implicit, at den skattepligtige indkomst fremadrettet vil være tilstrækkeligt stor til, at Royal Unibrew fuldt ud kan udnytte de skattemæssige fordele, der knytter sig til anvendelsen af fremmedkapital.

Det bør dog pointeres, at der er flere forstyrrende forhold ved at anvende den marginale danske skattesats. For det første er der højst sandsynligt optaget lån i lande med skattesatser og -regler, der afviger fra de danske. For det andet er der i 2007 indført et såkaldt "renteloft", der begrænser rentefradraget og derved skattefordelen. Renteloftet træder i kræft, såfremt de nettofinansielle omkostninger overstiger et vist grundbeløb. Selskaberne er imidlertid ikke forpligtet til at oplyse, om de har ramt dette renteloft. Det vides derfor ikke med sikkerhed om Royal Unibrew opnår fuld fradragsret på deres renteomkostninger.

6.2.3 Estimering af fremmedkapitalomkostninger

Fremmedkapitalomkostningerne efter skat kan estimeres ud fra følgende formel:

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

hvor

r_f = Risikofri rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t = Selskabsskattesats

Den risikofri rente kan ikke observeres direkte i markedet, hvorfor renten på en toneangivende statsobligation anvendes som approksimation. Den aktuelle effektive rente på en 10-årig statsobligation er 2,40 %, hvilket historisk set er meget lavt. Eftersom WACC antages at være konstant, kan det diskuteres, om man bør anvende en højere risikofri rente end de nuværende 2,4 %. Benyttes en for lav risikofri rente, vil de merafkast, der ligger længere ude i fremtiden, blive tilbagediskonteret med en for høj diskonteringsfaktor. Er dette tilfældet, vil den estimerede værdi af Royal Unibrew blive overvurderet. Som alternativ kan man vælge at anvende en 30-årig dansk statsobligation, således at der er større overensstemmelse mellem den gennemsnitlige varighed på de tilbagediskonterede merafkast og obligationens varighed (PWC, 2011). Problematikken i den sammenhæng er imidlertid, at likviditeten i denne obligation ikke er tilstrækkeligt stor, hvorfor den effektive rente kan være påvirket i opadgående retning.

I indeværende værdiansættelse er det valgt ikke at korrigere den estimerede risikofrie rente på 2,40 %, hvilket synes at være understøttet af den nuværende markedspraksis. I en miniundersøgelse foretaget af PWC i efteråret 2010 svarer 17 ud af 19 danske corporate finance rådgivere, at de anvender renten på en 10-årig statsobligation som proxy for den risikofri rente (ibid.).

Det selskabsspecifikke risikotillæg fastsættes ud fra en samlet vurdering af den underliggende risiko i virksomheden. Har selskabet fået udarbejdet en kreditvurdering, kan denne med fordel anvendes til en kvantificering af risikotillægget. I tabellen på næste side credit spreads for forskelligt ratede obligationer.

Tabel 16: Risikotillæg ved forskellige kreditratings pr. 30.9.2010

	Risikofri rente	AA	AA-	A	BBB+	BBB	BBB-	BB
Rente	2,40	0,71	1,08	1,16	1,29	1,44	2,22	4,44
Stigende risiko								

Kilde: Bloomberg

Royal Unibrew er imidlertid ikke blevet kreditratet, hvorfor risikoanalysen i afsnit 4.5 vil ligge til grund for syntetisk kreditrating. Som konkluderet i risikoanalysen synes Royal Unibrew at have kæmpet sig igennem en længerevarende periode med høj finansiell gearing, skuffende driftsindtjening og store problemer på det polske marked. Et omfattende restruktureringsprogram med bl.a. frasalg og lukning af aktiviteter samt fyringer af medarbejdere har gjort driften mere fokuseret og konkurrencedygtig. Samtidig er den finansielle risiko kommet under kontrol som følge af en succesfuld aktieemission og en ny bankaftale. Royal Unibrew forventes derfor at være i stand til igen at kunne udnytte sine stærke markedspositioner til at tjene penge i et ellers vanskeligt marked. Samlet set har de seneste års turnaround reduceret selskabets risiko væsentligt. Royal Unibrew opererer dog i en konkurrenceintensiv og moden branche, hvilket i sidste ende er med til at forøge den endelige risikovurdering til BBB. Ud fra tabel 16 svarer dette til et risikotillæg på 1,44 %.

På baggrund af ovenstående analyse kan Royal Unibrews fremmedkapitalomkostningerne efter skat estimeres til:

$$k_d = (2,4 \% + 1,44 \%) * (1 - 0,25) = 2,88 \%$$

6.2.4 Estimering af ejerafkastkrav

Til at fastlægge ejernes afkastkrav anvendes Capital Asset Pricing-modellen (CAPM). CAPM tager udgangspunkt i sammenhængen mellem den enkelte virksomheds afkast og afkastet for hele aktiemarkedet (markedsporteføljen). CAPM kan udtrykkes ved følgende formel:

$$k_e = r_f + \beta[r_m - r_f]$$

hvor

k_e = Ejernes afkastkrav

r_f = Risikofrie rente

β = Egenkapitalens systematiske risiko

r_m = Forventet afkast på markedsporteføljen

Det fremgår af formelen, at ejerafkastkravet er en funktion af den risikofrie rente og et risikotillæg. Den risikofrie rente er et udtryk for den kompensation investor kræver for at udsætte sit forbrug, det vil sige tidsværdien af penge. Risikotillægget er det investor kræver i kompensation for at påtage sig den pågældende risiko ved at investere i virksomheden (Plenborg, 2002). Risikotillægget tager udgangspunkt i markedsporteføljens risikopræmie, der er udtrykt som forskellen mellem r_m og r_f . Risikopræmien justeres efterfølgende afhængigt af risikoen i det specifikke selskab målt ved beta. Generelt gælder det, at jo større risiko desto højere bliver det samlede afkastkrav til egenkapitalen.

Risikopræmien

Risikopræmien er et udtryk for det generelle markedsrisikotillæg, investor kræver for at investere i aktier frem for en risikofri investering af samme varighed. Med udgangspunkt i markedsporteføljen beregnes risikopræmien som forskellen mellem aktiemarkedets afkast og den risikofrie rente ($r_m - r_f$). Der anvendes typisk en af følgende to metoder til at estimere risikopræmien: (1) ex-post-metoden eller (2) ex-ante-metoden.

Alene i Danmark er der foretaget flere empiriske undersøgelser af risikopræmiens størrelse ud fra historiske kursobservationer (ex-post-metoden). Kendetegnet for disse studier er imidlertid, at de ikke har medført et konsensus omkring størrelsen af risikopræmien, der synes at variere mellem 1,9 % til 3,2 % (Petersen & Plenborg, 2005). Som følge heraf anvendes i stedet forventninger til den fremtidige risikopræmie (ex-ante-metoden), der ligeledes er analytikernes foretrukne metode. På basis af nuværende markedsdato har Jyske Bank estimeret den aktuelle risikopræmie til at være 5,2 % (Møller & Jørgensen, 2010).

Beta

Grundtanken bag CAPM-modellen er, at investor udelukkende kompenseres for den systematiske del af risikoen. Den usystematiske risiko, som eksempelvis dårlig ledelse, kan elimineres ved at eje en veldiversificeret portefølje af aktier, hvorfor dette ikke skal indgå i prissætningen. Beta er et relativt risikomål, der måler selskabets systematiske risiko set i forhold til markedsporteføljen. Beta kan udtrykkes som:

$$\beta = \frac{Cov(r_{stock}, r_m)}{Var(r_m)}$$

hvor

β = Beta

$Cov(r_{stock}, r_m)$ = Covariansen mellem markedsporteføljen og virksomhedens aktiekurs

$Var(r_m)$ = Variansen af markedsporteføljen

Tolkningen af beta er forholdsvis intuitiv. Jo større den systematiske risiko er i virksomheden, desto større afkast kræver investor for at investere i virksomheden. Dette kan sammenfattes i følgende udtryk:

Beta = 0: Risikofri investering

Beta = 1: Aktieinvestering med risiko som markedsporteføljen

Beta < 1: Aktieinvestering med mindre risiko end markedsporteføljen

Beta > 1: Aktieinvestering med større risiko end markedsporteføljen

Beta kan ikke observeres direkte i markedet, men må estimeres på baggrund af selskabets historiske aktiekurser. Dette gøres ved simpel regression mellem afkastet på Royal Unibrew og markedsafkastet for en fastsat periode (Koller et al. 2005). Den akademiske litteratur omhandlende estimering af beta er generelt inkonsistent med hensyn til valget af målingsperiodens længde og hyppigheden af observationerne. Dette bevirker, at der i praksis ikke er konsensus om, hvordan beta bør estimeres. I nærværende værdiansættelse estimeres beta med udgangspunkt i regressionsanalyser foretaget af anerkendte leverandører af finansielle data. Bloomberg og Thomson har således estimeret Royal Unibrews beta til at være henholdsvis 1,47 og 1,42.

For at vurdere rimeligheden i at anvende en beta i dette niveau sammenholdes de ovennævnte betaer med selskabets samlede risiko, idet beta kan betragtes som en funktion af den driftsmæssige og finansielle risiko:

$$\beta_{ek} = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) * \frac{D}{EK}$$

hvor

β_{ek} = egenkapitalens systematiske risiko (gearet beta)

β_u = aktivernes systematiske risiko / driftsmæssige risiko (ugearet beta)

β_d = gældens systematiske risiko

D/EK = virksomhedens kapitalstruktur (gæld/egenkapital)

I afsnit 4.5 blev der foretaget en dybdegående analyse af både Royal Unibrews driftsmæssige og finansielle risiko. Følgende gennemgang indeholder derfor udelukkende en kvantificering af virksomhedens risikoprofil.

Tabel 17: Konvertering af driftsmæssig - og finansiel risiko til beta værdier

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

Kilde: Petersen & Plenborg (2005)

I risikoanalysen blev såvel Royal Unibrews driftsmæssige som finansielle risiko vurderet til at være middel. Ifølge ovenstående tabel kan dette umiddelbart konverteres til et betaestimat i intervallet 0,85 - 1,15. På trods af at både den driftsmæssige og finansielle risiko må betragtes som værende i den høje ende af "middelskalaen", så er et beta på 1,15 noget lavere end de 1,42 og 1,47 fra regressionsanalyserne foretaget af Bloomberg og Thomson.

Den primære forklaring på afvigelsen synes at være forskellen på det anvendte datagrundlag. Eftersom regressionsanalysen i mangel på bedre anvender historiske kurser, så bygger beregningen implicit på de daværende driftsmæssige og finansielle risici. Risikoanalysen tager derimod udgangspunkt i de nuværende risici, som i Royal Unibrews tilfælde alt andet lige må betegnes som relativt mindre end i de foregående år. Ved anvendelse af betaer fundet ved hjælp af regressionsanalyser forudsættes den underliggende risiko altså at være uændret over tid. Da dette langt fra synes at være tilfældet for Royal Unibrew, vurderes en beta på 1,15 at give et mere retvisende billede af den nuværende og fremtidige systematiske risiko.

Illikviditetstillæg

En sidste parameter der har betydning for fastlæggelsen af ejerafkastkravet er aktiens likviditet. Jo højere likviditet desto lettere er det alt andet lige for investor at opbygge eller afvikle en aktiebeholdning uden for store omkostninger. I praksis anvendes derfor ofte et tillæg i afkastkravet for mindre likvide aktier, hvor illikviditetspræmien er et udtryk for de omkostninger, der er forbundet med at konvertere aktien til kontanter (Petersen & Plenborg, 2005). Sagt med andre ord, så er investor villig til at betale en merpris for en aktie med høj likviditet og dermed lav likviditetsrisiko. Ved inddragelse af et likviditetstillæg modificeres CAPM-modellen til følgende:

$$k_e = r_f + \beta[r_m - r_f] + \text{illikviditetstillæg}$$

Royal Unibrew indgår i Mid Cap-indekset, hvor omsætningen og dybden i aktiehandlen er noget mere begrænset set i forhold til de mest likvide aktier i C20 indekset. Dette skyldes hovedsagligt størrelsesforskellen på selskaberne i de respektive indeks. Nedenstående tabel 18 kan benyttes til at kvantificere størrelsen af illikviditetstillægget, såfremt markedsværdien vurderes at være den altovervejende begrænsning i aktiens likviditet.

Tabel 18: Indikativ illikviditetspræmie

Markedsværdi	Likviditetstillæg
0-50 mio. kr.	4-6%
50-250 mio. kr.	3-4%
250-500 mio. kr.	2-3%
500-3.500 mio. kr.	1-2%
3.500-7.500 mio. kr.	0-1%
7.500 + mio. kr.	0%

Kilde: Plenborg (2002)

Det ses af ovenstående tabel, at illikviditetspræmien typisk varierer mellem 0 og 6 %. Bedømt ud fra markedsværdien estimeres Royal Unibrews likviditetstillæg at udgøre 0,5 %.

Ud fra ovenstående gennemgang kan ejerafkastkravet nu beregnes til:

$$k_e = 2,40 \% + 1,15 * (7,6 \% - 2,40 \%) + 0,5 \% = 8,88 \%$$

6.2.5 Beregning af WACC

Ved at indsætte de ovenfor estimerede input-variabler i WACC-formlen fra afsnit 6.2 kan Royal Unibrews WACC estimeres til:

$$WACC = 8,88 \% * 75 \% + 2,88 \% * 25 \% = 7,38 \%$$

6.3 EVA-modellen

Under forudsætning om at alle indtægter og omkostninger passerer resultatopgørelsen i budgetperioden (totalindkomstprincippet) kan EVA-modellen udtrykkes som:

$$EVA_0 = kap_0 + \sum_{t=1}^n \frac{(NOPAT_t - WACC) * kap_{t-1}}{(1 + WACC)^t} + \frac{(NOPAT_{n+1} - WACC) * kap_n}{WACC - g} * \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

hvor

n = Antallet af år med atypisk høj/lav vækst i EVA

n+1 = Terminalåret med normaliseret vækst i EVA

NOPAT_t = Driftsindtjeningen efter skat på tidspunkt t

NOPAT_{n+1} = Det normaliserede niveau for virksomhedens NOPAT

kap_t	= Investeret kapital på tidspunkt t
kap_0	= Investeret kapital primo
g	= Vækst i terminalperioden

EVA-modellen består af to led: (1) Den investerede kapital primo målingsperioden og (2) Det fremtidige overnormale afkast defineret som forskellen mellem afkastet på den investerede kapital og afkastkravet (EVA). Rationalet bag modellen er, at jo større forskellen er mellem afkastet på den investerede kapital og afkastkravet, samt jo større vækst i den investerede kapital, desto mere vil den estimerede værdi afvige fra den bogførte værdi af den investerede kapital. Sagt med andre ord, så er investor villig til at betale en pris over den bogførte værdi af investeret kapital i de tilfælde, hvor virksomheden forventes at kunne genere et fremtidigt merafkast.

Som nævnt ovenfor forudsætter EVA-modellen, at samtlige indtægter og omkostninger indgår i resultatopgørelsen i budgetperioden. Anvendelsen af totalindkomstprincippet gør, at EVA-modellen bliver ufølsom over for valg af indregningsmetoder, regnskabspraksis m.v. Dette adskiller EVA-modellen fra andre regnskabsbaserede værdiansættelsesmodeller, som eksempelvis P/E multipler, der hviler på en forudsætning om, at indregningsmetoder og regnskabsprincipper er identiske over tid og på tværs af virksomheder (Plenborg, 2000).

6.4 Estimering af vækstfaktoren (g)

EVA-modellen hviler på en forudsætning om going concern, hvilket betyder, at virksomhedens driftsaktiviteter antages at fortsætte i det uendelige. Teoretisk set fordrer dette, at der skal opstilles et uendeligt budget for virksomheden. I praksis lader dette sig dog ikke gøre, da man sjældent med tilstrækkelig nøjagtighed er i stand til forudsige en virksomheds økonomiske udvikling i mere end 5-10 år ud i fremtiden. I lighed med DCF-modellen tager EVA-modellen derfor udgangspunkt i en to-periodisk model, hvor budgettet inddeles i to perioder: (1) En eksplicit budgetperiode og (2) En terminalperiode.

Grundtanken bag en to-periodisk værdiansættelsesmodel er, at virksomheder ofte i en kortere periode har atypiske vækstrater. På længere sigt vil markedsvæksten imidlertid aftage og konkurrenceintensiteten forøges, hvilket vil tvinge høje afkast (positive EVA) mod et mere naturligt niveau. Budgetperioden forløber således indtil det første år, hvor væksten vurderes at være normaliseret (terminalperioden).

Kendetegnet for terminalperioden er antagelsen om konstant udvikling (steady state), hvilket bevirker, at der kun behøves at blive udarbejdet et konkret budget for det første år i

terminalperioden. Det er i den henseende vigtigt at sikre sig, at alle budgetvariabler udvikler sig konstant i terminalperioden, da dette er en grundlæggende antagelse i den to-periodiske værdiansættelsesmodel (Plenborg, 2002).

Estimeringen af den konstante vækstrate g skal afspejle forventningerne til virksomhedens vækst i den resterende levetid efter den eksplicite budgetperiode. Fra den strategiske analyse ved vi, at Royal Unibrew befinder sig i en konkurrencepræget og moden branche, hvor høje vækstrater hovedsageligt kan tilskrives en generel forbedret økonomi på de pågældende markeder, f.eks. Latin Amerika og Asien. Den langsigtede vækst for bryggeribranchen antages derfor at følge det enkelte lands økonomiske udvikling. Da Royal Unibrew endvidere ikke vurderes at besidde konkurrencemæssige fordele, der på længere sigt berettiger dem en højere vækst end konkurrenterne, anvendes den forventede vækst i BNP for de lande, hvor selskabet afsætter sine produkter.

Tabel 19: Forventet fremtidig BNP-vækst

Markeder	Fordeling	BNP-vækst 2015
Danmark	31%	1,9%
Italien	18%	1,3%
Tyskland	14%	1,3%
Polen	8%	4,3%
Litauen	9%	3,6%
Letland	7%	4,0%
Malt	13%	3,9%
Vægtet gns.		2,5%

Kilde: IMF - World Economic Outlook (2010)

I ovenstående tabel ses det, at den vægtede gennemsnitlige BNP-vækst på Royal Unibrews markeder forventes at være 2,5 % i år 2015. Vækstraten i terminalperioden estimeres således til at være 2,5 %.

6.5 Værdiestimat af Royal Unibrew-aktien

På baggrund af afhandlingens analyser er det nu muligt at foretage en værdiansættelse af Royal Unibrews egenkapital pr. 30. september 2010. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at EVA-modellen implicit antager, at EVA årligt forfalder ultimo perioden. I praksis forfalder EVA ofte i løbet af året, hvorfor det synes mere rimeligt at antage, at EVA i gennemsnit forfalder medio året. Der er derfor foretaget en "midtårsjustering" ved at multiplicere den beregnede enterprise value med fremskrivningsfaktoren $(1 + WACC)^{0,5}$.

Endvidere er det fremkomne værdiestimat af egenkapitalen baseret på en overtagelse pr. balancedagen. Eftersom tidspunktet for værdiansættelsen er ni måneder inde i det første budgetår, er den estimerede værdi fremskrevet med $(1+WACC)^{9/12}$.

I tabel 20 er den foretagne værdiansættelse illustreret:

Tabel 20: Værdiansættelse af Royal Unibrew pr. 30.9.2010 (t.kr.)

	Budgetperiode					Terminal- periode
	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPAT	290.620	308.470	329.354	352.049	376.241	386.697
Investeret kapital primo	2.430.445	2.300.182	2.382.119	2.287.554	2.381.585	2.292.107
WACC	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%
Kapitalomkostninger	179.367	169.753	175.800	168.822	175.761	169.158
EVA	111.253	138.717	153.553	183.227	200.480	217.540
Diskonteringsfaktor (WACC)	0,9313	0,8673	0,8077	0,7522	0,7005	
Nutidsværdi af EVA	103.607	120.305	124.019	137.815	140.428	

Investeret kapital primo	2.430.445
+ Kapitalværdi af EVA i budgetperioden	626.174
+ Kapitalværdi af EVA i terminalperiode	3.122.498
= Enterprise value (EV)	6.179.117
Midtårsjusteret enterprise value	6.403.068
+ Værdi af ikke-driftsmæssige aktiver	73.392
= Selskabsværdi på gældfri basis	6.476.460
- Rentebærende gæld	1.508.817
= Estimeret værdi af egenkapitalen	4.967.643
Fremskrevet værdi af egenkapitalen pr. 30.9.2010	5.240.140
Antal aktier i Royal Unibrew	11.186.498
Estimeret værdi af Royal Unibrew -aktien pr. 30.9.2010	468

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen er den estimerede værdi af Royal Unibrew-aktien pr. 30. september 2010 468 kr., hvilket er 73 % højere end den observerede lukkekurs på 270.

Validiteten af det fremkomne værdiestimat vil i de følgende afsnit blive efterprøvet i form af en multipelanalyse og en følsomhedsanalyse.

6.6 Multipelanalyse

Brugen af relative værdiansættelsesmetoder er stor i praksis. Dette skyldes først og fremmest, at multipelanalyser ofte betragtes som en "quick and dirty"-tilgang til værdiansættelse af virksomheder set i forhold til de mere detaljerede kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller. Tankegangen bag anvendelsen af multipler er da også ligetil: Værdien af en virksomhed kan estimeres på baggrund sammenlignelige selskabers prisfastsættelse i markedet. Blandt børsnoterede selskaber er metodikken som følger:

- Indhent markedsværdier og forventninger til årets resultater for virksomhedens peer-gruppe
- Konverter den indhentede data til handelsmultipler så som P/E, K/I, EV/EBIT eller EV/EBITDA
- Anvend de beregnede multipler for peer-gruppen til at fastsætte en fair værdi af den ønskede virksomhed

Problematikken ved at anvende multipler er, som tidligere nævnt, at de i praksis ofte bliver anset for at være en bekvem og simpel værdiansættelsesmetode. Teoretisk set er dette en fejlagtig antagelse, der kan lede til forkerte konklusioner (Plenborg, 2002). For at kunne anvende peer-gruppens handelsmultipler til værdiansættelse af den ønskede virksomhed skal følgende fundamentale forhold være opfyldt:

- Virksomhederne skal have ens finansielle og driftsmæssige risici
- Virksomhederne skal anvende samme regnskabspraksis
- Virksomhederne skal have samme forventede vækstrater

Ud fra ovenstående antagelser er det helt tydeligt, at der ikke findes sådanne "carbon copy"-selskaber. Teoretisk set betyder dette, at det er nødvendigt at justere virksomhedernes handelsmultipler, således at de afspejler eventuelle virksomhedsspecifikke forskelle. Man må derfor forvente, at der er større eller mindre afvigelser på de enkelte virksomheders handelsmultipler i en given peer-gruppe. Analytikerens udfordring er i den forbindelse at observere og kvantificere sådanne forskelle.

Til trods for ovenstående problematik er det i indeværende værdiansættelse valgt ikke at korrigere peer-gruppens handelsmultipler i forhold til virksomhedsspecifikke forskelle. Dette skyldes, at multipelanalysen udelukkende anvendes til at efterprøve det fundne værdiestimat fra den mere detailorienterede EVA-model.

I tabel 21 på næste side er resultatet fra multipelanalysen illustreret.

Tabel 21: Multipelanalyse pr. 30.9.2010

Selskab	Land	EV/EBIT		P/E	
		2010E	2011E	2010E	2011E
Heineken	Holland	12,5	7,4	14,5	12,3
ABInbev	Belgien	11,4	6,3	15,9	12,9
SABMiller	Storbritannien	15,0	11,3	17,1	14,8
Carlsberg	Danmark	11,6	7,7	15,5	13,8
Harboe	Danmark	13,2	6,1	11,8	8,2
Olvi OYJ	Finland	12,2	9,9	13,3	12,4
Gennemsnit		12,7	8,1	14,7	12,4
Royal Unibrew (t.kr.)		2010	2011	2010	2011
Budgetteret EBIT / Earnings		378.658	402.352	274.058	291.319
Estimeret EV		4.790.340	3.258.919	-	-
Estimeret værdi af EK		3.354.915	2.683.874	4.026.268	3.610.218
Estimeret aktiekurs		300	240	360	323

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Bloomberg (bilag 13)

Som det fremgår af tabellen, indikerer multipelanalysen, at Royal Unibrew-aktien bør handles i kursintervallet 240 til 360. Til trods for det relativt brede værdiinterval ligger den tidligere beregnede kurs på 468 30 % over multipelanalysens øvre grænse. Til gengæld ligger den faktiske lukkekurs på 270 pr. 30. september 2010 tilnærmelsesvis i midten af det angivne interval.

Uoverensstemmelsen imellem EVA-modellens værdiestimat og multipelanalysens værdiinterval kan umiddelbart være et udtryk for:

- At base case-værdiestimatet er for højt
- At Royal Unibrew skal handles til en højere multipel end sin peer-gruppe
- At markedet endnu ikke er villigt til at betale det fulde potentiale, EVA-modellen afspejler.

Som nævnt ovenfor kan der være mange årsager til, at Royal Unibrew ikke nødvendigvis skal handles til samme (lave) multipel som sin peer-gruppe. Det bør dog bemærkes, at hovedparten af selskaberne i peer-gruppen består af de globale bryggerier, hvilket ikke umiddelbart taler for, at Royal Unibrew bør handles til en højere multipel end sin peer-gruppe. Dette skyldes, at de mindre bryggerier typisk antages at skulle handles til en rabat i forhold til de globale bryggerier (Jyske Markets, 2010).

Forskellen mellem resultatet fra EVA-modellen og multipelanalysen skyldes nok snarere, at markedet endnu ikke er villigt til at betale det fulde potentiale, EVA-modellen afspejler. Til trods for at Royal Unibrew uden tvivl har gennemført en imponerende turnaround, så gør

selskabets historie, at flere markedsaktører på nuværende tidspunkt forholder sig en smule passivt i forhold til at gå ind i aktien. Man afventer at kunne konstatere mere stabilitet i selskabets resultater (Jyske Markets, 2010).

Hvorom alting er, så antyder multipelanalysens værdiinterval, at den estimerede værdi for Royal Unibrew-aktien på 468 kr. er for høj. Konklusionen er derfor, at den gennemførte multipelanalyse ikke entydigt kan verificere det beregnede base case-estimat.

Validiteten af den gennemførte EVA-værdiansættelse vurderes imidlertid at være større end validiteten af multipelanalysen, hvilket der i sidste ende vil blive taget højde for i den endelige konklusion vedrørende fastsættelsen en fair værdi af Royal Unibrew-aktien.

6.7 Følsomhedsanalyse

Til trods for at værdiansættelsen er foretaget på baggrund af en detaljeret strategisk og finansiell analyse, så er det beregnede værdiestimat et resultat af de antagelser og skøn, der ligger til grund for værdiansættelsens centrale værdidrivere. Den beregnede aktiekurs på 468 kr. er således behæftet med stor usikkerhed. Formålet med indeværende afsnit er derfor at afdække, hvorledes aktiens værdi påvirkes af ændringer i centrale værdidrivere.

Ved en traditionel følsomhedsanalyse varieres forskellige model-input manuelt under forskellige scenarier, f.eks. best, base og worst case. Denne fremgangsmåde medfører imidlertid blot et begrænset antal mulige værdiestimater og angiver desuden ikke sandsynligheden for de forskellige udfald (Goldman, 2002). For at omgå disse begrænsninger er det valgt at anvende Monte Carlo-simulering som en form for udvidet følsomhedsanalyse.

Helt grundlæggende handler Monte Carlo-simulering om at simulere en stokastisk proces et højt antal gange for et givet antal input-variabler. Resultat heraf er en fordeling af adskillige værdiestimater, hvoraf nogle vil være meget høje, mens andre vil være meget lave. Ved brugen af Monte Carlo simulering opnås der således et bedre billede af volatiliteten på resultatet fra EVA-modellen (ibid.).

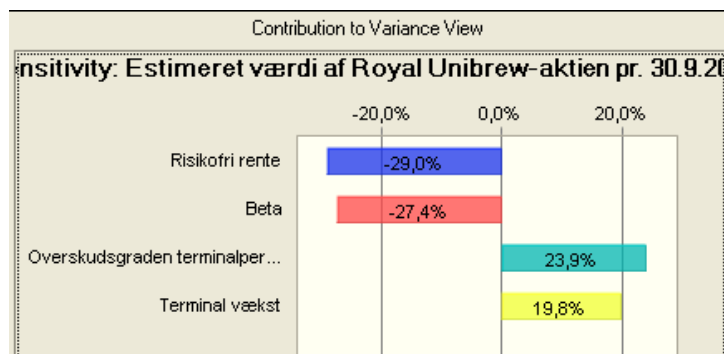
Input-variablerne, der simuleres på, er valgt ud fra et skøn over, hvilke parametre i værdiansættelsesmodellen, der umiddelbart tilfører det fundne værdiestimatet størst usikkerhed. For at kunne klarlægge i hvor høj grad aktiekursen er påvirket af de udvalgte input-variabler, er det nødvendigt indledningsvist at opstille nogle forudsætninger for usikkerheden tilknyttet den enkelte parameter.

- **Beta:** Følger en triangulær distribution, hvor intervallets yderpunkter er 0,85 - 1,15⁹.
- **Teminalvæksten (g):** Følger en normal distribution, hvor standardafvigelsen er 0,01, svarende til et 95 %-konfidensinterval på 0,7 % og 4,5 %.
- **Risikofri rente:** Følger en triangulær distribution, hvor intervallets yderpunkter er 2,16 % og 4,94 %¹⁰.
- **Overskudgraden i terminalperioden:** Følger en normal distribution, hvor standardafvigelsen er 0,01, svarende til et 95 %-konfidensinterval på 10 % og 14 %.

Til at udføre simuleringerne benyttes softwareprogrammet Crystal Ball. De fire distributioner er vedlagt i bilag 14.

I figur 15 er input-variableerne udtrykt som procentvise korrelationskoefficienter i forhold til den samlede usikkerhed tilknyttet det beregnede værdiestimat.

Figur 15: Usikkerheden tilknyttet de enkelte input-variable



Kilde: Crystal Ball

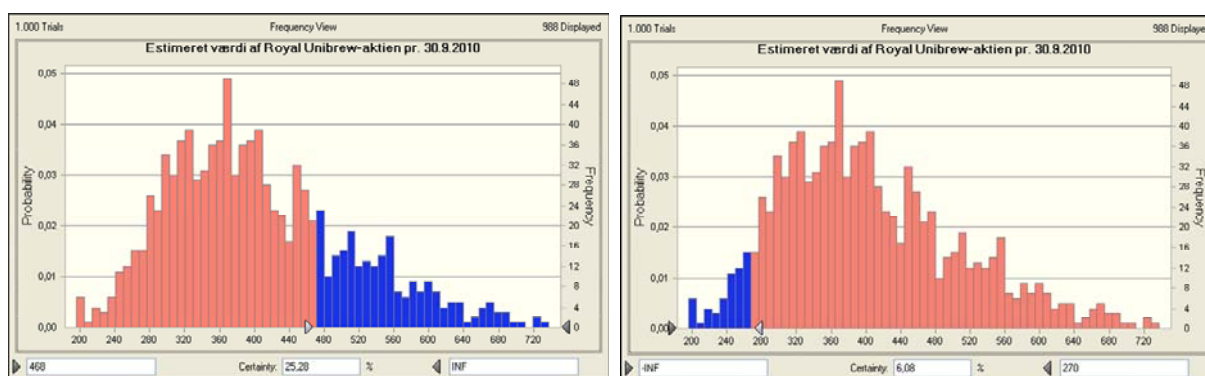
Det fremgår af figuren, at givet de predefinerede forudsætninger, så er det henholdsvis den risikofri rente og beta, der udøver størst indflydelse på aktiekursen genereret af EVA-modellen.

Det interessante er nu, hvor stor usikkerheden er udtrykt i forhold til den beregnede aktiekurs. I figuren på næste side ses det, at sandsynligheden for, at kursen er over 468 kr., blot er 25 %. Der er altså 75 % risiko for, at kursen ligger under det beregnede værdiestimat. Af figurens højre side ses det dog, at der kun er 6 % risiko for, at kursen ryger under de 270 kr., som er markedskursen pr. værdiansættelsestidspunktet.

⁹ Baseret på risikoanalysens tabel 17.

¹⁰ Baseret på hhv. den laveste og højeste observerede rente på en 10-årig statsobligation de seneste fem år.

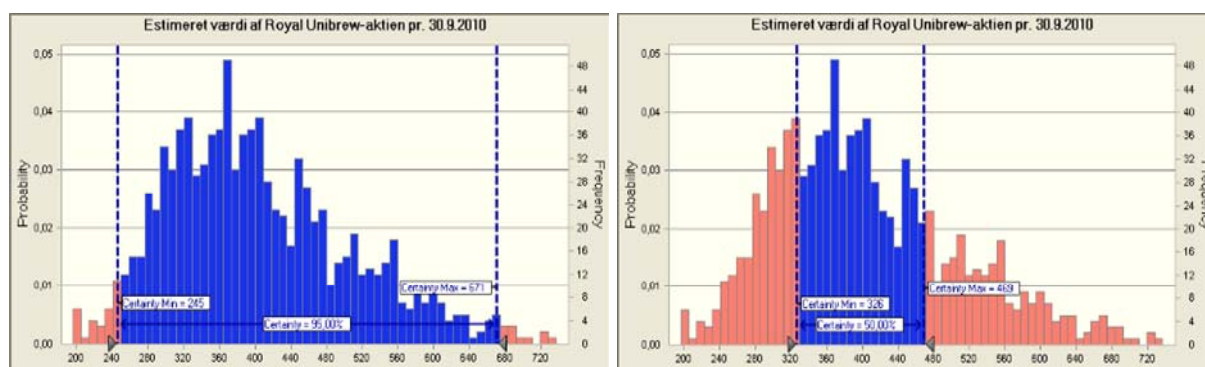
Figur 16: Følsomhedsanalyse på aktiekursen



Kilde: Crystal Ball

I nedenstående figur 17 er den samlede usikkerhed i forhold til den estimerede aktiekurs illustreret ud fra et lidt bredere perspektiv. Det fremgår således af figuren, at aktiekursen inden for et 95 %-konfidensinterval ligger mellem kurs 245 og 671. Snævreres intervallet ind til at udgøre et 50 %-konfidensinterval, så ligger kursen mellem 326 og 469.

Figur 17: Usikkerheden udtryk via konfidensintervaller



Kilde: Crystal Ball

6.8 Delkonklusion

I indeværende kapitel blev de opstillede proforma-regnskaber fra kapitel 5 konverteret til et værdiestimat for Royal Unibrew-aktien. Værdiansættelsen blev foretaget med udgangspunkt i EVA-modellen, hvor den beregnede kurs på 468 kr. bygger på en række estimer for essentielle modelinput.

- Vækstfaktoren g er estimeret til 2,5 %. Beregningsgrundlaget er i den forbindelse et vægtet gennemsnit af den forventede BNP-vækst på Royal Unibrews markeder i 2015.

- De gennemsnitlige kapitalomkostninger er estimeret til at udgøre 7,38 %. Beregningen af WACC er baseret på en langsigtet (target) kapitalstruktur bestående af 25 % fremmedkapital og 75 % egenkapital, fremmedkapitalomkostninger efter skat på 2,88 % samt et ejerafkastkrav på 8,88 %¹¹.

Subjektiviteten i de bagvedliggende antagelser og skøn bevirker, at værdiansættelse af virksomheder er behæftet med stor usikker. Det beregnede værdiestimat er derfor blevet efterprøvet i form af en multipelanalyse og en følsomhedsanalyse.

På baggrund af multiplerne EV/EBIT og P/E antyder den relative værdiansættelse, at Royal Unibrew-aktien bør handles i værdiintervallet 240-360. Det beregnede base case-værdiestimat på 468 kr. synes altså at være for højt i forhold til peer-gruppens handelsmultipler pr. 30. september 2010.

I den efterfølgende Monte Carlo-simulering blev det slået fast, at usikkerheden tilknyttet det beregnede værdiestimat er størst for henholdsvis den risikofri rente og beta. Følsomhedsanalysen viste endvidere, at der er 75 % risiko for, at kursen ligger under base case-estimatet på 468 kr., mens der blot er 6 % risiko for, at kursen ryger under den nuværende markedskurs på 270.

¹¹ Til fastlæggelse af ejerafkastkravet er der anvendt en beta på 1,15.

7.0 Konklusion

Som præciseret i problemformuleringen er afhandlingens overordnede problemstilling at foretage en værdiansættelse af Royal Unibrew med henblik på at estimere en fair værdi for selskabets aktie pr. 30. september 2010. Formålet med værdiansættelsen er at blive i stand til at kunne give et kvalificeret bud på, om Royal Unibrew-aktien synes at være over- eller undervurderet pr. værdiansættelsestidspunktet.

Som led i besvarelsen på afhandlingens hovedspørgsmål er det nødvendigt indledningsvist at udarbejde en række analyser, der ligger til grund for selve værdiansættelsen. I den forbindelse følger afhandlingen en klassisk struktur for værdiansættelse af virksomheder, herunder en strategisk og finansiell analyse af de historiske resultater, udarbejdelse af proforma-regnskaber samt selve værdiansættelsesberegningen. Nedenfor er afhandlingens mest centrale konklusioner opsummeret.

Bryggeribranchen er karakteriseret ved at være en moden branche med høj konkurrenceintensitet og lav markedsvækst. Branchens konditioner stiller derfor store krav til det enkelte bryggeris ageren i forhold til selskabets fremtidige indtjeningsmuligheder. Som en del af en intens positioneringskamp har branchen gennemlevet en omfattende konsolideringsproces i løbet af det seneste årti. Bryggeriindustrien har således undergået store strukturelle ændringer, hvor konsolideringen primært har været drevet af ønsket om vækst, herunder muligheden for at udbrede brands på tværs af markederne, samt ønsket om at opnå generelle stordriftsfordele.

Som en aktiv spiller i denne konsolideringsproces finder vi Royal Unibrew, Danmarks næstestørste bryggerivirksomhed. Efter en årrække med opkøb i blandt andet Østeuropa og Caribien¹² har Royal Unibrew udviklet sig til en regional bryggerikoncern, hvis fokus er på brandede produkter. Til trods for en væsentlig forøgelse af selskabets aktiviteter er Royal Unibrew stadig at betragte som en mindre markedsaktør med manglende globale brands. Royal Unibrew fokuserer i stedet på begrænsede geografiske områder, hvor selskabet besidder førende markedspositioner med en stærk lokalt forankret produktportefølje. Gennem en fokuseret differentieringsstrategi i form af innovation og udvikling af selskabets produkter og brands er Royal Unibrew hovedsagligt positioneret i mainstream-segmentet, hvor selskabet er i stand til at opnå en merpris for sine produkter. I den henseende er en målrettet og succesfuld markedsføringsindsats et bærende element.

¹² Som tidligere nævnt er ejerandelene i de caribiske aktiviteter siden hen blevet solgt igen. Den fremtidige afsætning af maldrikke vil i stedet være baseret på licensaftaler.

De mange opkøb af udenlandske bryggerier er imidlertid ikke gået helt som forventet. I kølvandet af den finansielle krise er de generelle markedsvilkår blevet markant forværret samtidig med, at fejlslagene investeringer på det polske marked har kost selskabet dyrt. En kombination af faldende indtjening og en stor gældbyrde forvandlede således bryggeriet til en regulær konkurskandidat i begyndelsen af 2009. Som et led i den forestående turnaround blev tre ud af fire direktionsmedlemmer skiftet ud, hvoraf Henrik Brandt blev hentet ind som ny adm. direktør. Henrik Brandt har fra sine tidligere chefstillinger erfaringer med at gennemføre store organisatoriske og strategiske forandringer.

I perioden efter den nye ledelse blev indsat er der sket store ændringer i Royal Unibrew. Tidligere års vækstorienterede strategier er blevet erstattet af en større restruktureringsplan, hvor fokus er rettet mod at genskabe selskabets lønsomhed og soliditet. Dette har blandt andet medført, at Royal Unibrew ultimo 2009 gennemførte en vellykket kapitaludvidelse. Selskabets gældsniveau og likviditetsberedskab synes derfor at være tilbage på et fornuftigt niveau, hvilket har reduceret den finansielle risiko væsentligt.

Den nye ledelse har samtidig formået at forbedre bryggeriets lønsomhed som følge af en række operationelle tiltag, herunder omkostningsbesparelser, forbedret arbejdskapital, forøget markedsføringsindsats samt lancering af nye produkter. Resultat af disse tiltag ses blandt andet afspejlet i udviklingen af de finansielle nøgletal, der blev analyseret i afhandlingens regnskabsanalyse.

Overordnet set har Royal Unibrew oplevet en faldende driftsrentabilitet i perioden 2005-2009. En dekomponering af ROIC viser, at det faldende afkast på driften hovedsagligt kan henledes til en aftagende overskudgrad. Dette skyldes blandt andet en tiltagende priskonkurrence i branchen. I 2008 realiserede Royal Unibrew imidlertid et ekstraordinært dårligt resultat, hvilket resulterede i en afkastningsgrad på -13,3 %. En analyse af de underliggende drivere illustrerer, at den forværede afkastningsgrad primært var forårsaget af store nedskrivninger på selskabets aktiviteter i Polen.

Som nævnt ovenfor har den nye ledelse været med til at få selskabet på ret køl igen. I 2009 er ROIC således tilnærmelsesvis tilbage på samme niveau som i 2007. Med en afkastningsgrad på 5,4 % er der dog stadig lang vej op til de 12-13 % i 2005 og 2006. I den forbindelse bør det dog pointeres, at aktivernes omsætningshastighed er negativt påvirket af de senere års investeringer i selskabets produktionsfaciliteter. Med et ajourført produktionsapparat og disponibel kapacitet forventes Royal Unibrew alt andet lige at kunne forbedre deres

driftsrentabilitet under en normalisering af den globale økonomi. Dette ses blandt andet afspejlet i de udarbejdede proforma-opgørelser.

Den strategiske analyse og regnskabsanalysen danner grundlaget for opstillingen af proforma-regnskaber i perioden 2010-2014. For at skabe en intern sammenhæng i afhandlingen er budgetteringen koncentreret omkring sammendragne værdidrivere analyseret i rentabilitetsanalysen. Overordnet set er der budgetteret med en klar forbedring af ROIC i 2010, som forventes at nærme sig analyseperiodens top fra 2005. Den betydelige stigning i ROIC på 6,9 % skyldes hovedsagligt, at overskudgraden før skat forventes at stige fra 5,4 % til 10 %. I de efterfølgende budgetår forventes ROIC at stige med godt 1 % om året. I terminalperioden er vækstfaktoren g estimeret til at være 2,5 %, mens udviklingen i de andre værdidrivere forudsættes at forblive på samme niveau som i budgetperiodens sidste år.

På baggrund af de ovennævnte budgetforudsætninger samt en estimeret WACC på 7,38 % angiver EVA-modellen, at en fair værdi for Royal Unibrew-aktien pr. 30. september 2010 er 468 kr. Sammenholdt med den observerede lukkekurs på 270 indikerer indeværende værdiansættelse, at aktien handles til en rabat på 73 %.

Værdiansættelse af virksomheder bygger på en række subjektive antagelser og skøn, hvorfor det beregnede værdiestimat (naturligt nok) er behæftet med stor usikker. Det beregnede værdiestimat er derfor blevet efterprøvet i form en multipelanalyse og en følsomhedsanalyse.

Den foretagne multipelanalyse indikerer, at Royal Unibrew-aktien bør handles i værdiintervallet 240-360. Det beregnede værdiestimat på 468 kr. er således 30 % højere end intervallets øvre grænse. Konklusionen er derfor, at værdiestimatet fundet ved hjælp af den kapitalbaserede EVA-model ikke entydigt kan verificeres ud fra en relativ værdiansættelse foretaget på baggrund af peer-gruppens handelsmultipler pr. værdiansættelsesdatoen. Eftersom multipelanalysen er baseret på en "quick and dirty"-tilgang til værdiansættelse af virksomheder, tillægges dette resultat ikke samme værdi som resultatet fra den mere detaljerede EVA-model.

Den efterfølgende Monte Carlo simulering illustrerer, at usikkerheden tilknyttet det beregnede værdiestimat er størst for henholdsvis den risikofri rente og beta. Følsomhedsanalysen viser endvidere, at der er 75 % risiko for, at kursen bør være under base case-estimatet på 468 kr., mens der blot er 6 % risiko for, at kursen ryger under den nuværende markedskurs på 270.

For afslutningsvis at vende tilbage til afhandlingens overordnede problemstilling, synes det nu at være muligt at give et kvalificeret svar på problemformuleringens hovedspørgsmål:

Hvad er en fair værdi af Royal Unibrew A/S-aktien pr. 30. september 2010?

På baggrund af den gennemførte værdiansættelse vurderes det, at Royal Unibrew-aktien bør handles omkring kurs 468. Følsomhedsanalysen illustrerer imidlertid, at usikkerheden tilknyttet det beregnede værdiestimat er størst i nedadgående retning. Endvidere må det forventes, at det endnu vil tage noget tid, før markedet er blevet overbevist om, at selskabet ikke længere er tynget af den omfattende krise, det har befundet sig i. Hvorom alting er, så synes Royal Unibrew-aktien at være undervurderet i forhold til den observerede markedspris.

8.0 Perspektivering

Her kort tid før offentliggørelsen af årsregnskabet for 2010 synes det interessant at kaste et hurtigt blik på, hvad der er sket af nævneværdige begivenheder siden værdiansættelsestidspunktet pr. 30. september 2010.

I december måned har Royal Unibrew meddelt markedet, at man har indgået en betinget aftale med den polske bryggerigruppe Van Pur om sammenlægning af Van Pur og Royal Unibrew Polska, hvor Van Pur bliver det fremtidige selskab med Royal Unibrew som 20 pct. aktionær.

Ifølge Henrik Brandt er aftalen en erkendelse af, at de polske aktiviteter ikke lever op til forrentningen af virksomheden som helhed. Den polske forretning var ganske enkelt for lille til at stå på egne ben i mainstream-markedet, hvor det kræver en væsentlig markedsposition for at kunne begå sig (RB-børsen, 2010b). Set i dette lys vurderes aftalen at være et strategisk stærkt træk.

Som en del af aftalen har Royal Unibrew afgivet en købsoption, således at Van Pur og dets aktionærer i perioden 1. juni 2012 til og med 15. marts 2014 kan købe samtlige Royal Unibrews aktier i Van Pur for et beløb mellem 116 mio. zloty og 121 mio. zloty (19-20 kr. pr. aktie). Tillægges derudover et ventet salg af bryggerigrunden i Aarhus, som har en formod værdi på 300 mio. kr. (27 kr. pr. aktie.), bliver det samlede potentiale for ekstraordinært udbytte på hele 500 mio. kr. (47 kr. pr. aktie.).

Mere generelt oplyser ledelsen i forbindelse med aflæggelsen af regnskabet for tredje kvartal, at de ikke ser noget behov for at foretage nye investeringer, da selskabet pt. er i besiddelse af overskydende kapacitet. Hensigten er derfor løbende at foretage udlodninger til aktionærerne ved en kombination af et årligt udbytte og aktietilbagekøb. I den henseende venter bestyrelsen at foreslå en udlodning i niveauet 200 mio. kr. i forbindelse med offentliggørelsen af årsrapporten for 2010.

På baggrund af ovenstående synes Royal Unibrews aktionærer altså ikke udelukkende at skulle sættes deres lid til fremtidige kursstigninger, men kan i tillæg hertil forvente et pænt direkte afkast på deres investering.

Slutteligt kan det konstateres, at lukkekursen d. 4. marts 2011 er 355 kr., hvilket svarer til en stigning på 31 % siden værdiansættelsestidspunktet. Den potentielle stigning op til det beregnede værdiestimat på 468 kr. er således blevet reduceret til 32 %.

9.0 Litteraturliste

Bloomberg (2010). <<http://www.bloomberg.com/>>.

Bryggeriforeningen (2010a). *Svenskernes hævn*, november 17, 2010, <<http://www.bryggeriforeningen.dk/>>.

Bryggeriforeningen (2010b). *Danmark foregangsland i EU*, maj 27, 2010, <<http://www.bryggeriforeningen.dk/>>.

Bryggeriforeningen (2010c). *Alkoholafgifter har social slagside*, marts 30, 2010, <<http://www.bryggeriforeningen.dk/>>.

Bryggeriforeningen (2010d). *Danskerne får nu mere alkohol fra vin end øl*, juli 13, 2010, <<http://www.bryggeriforeningen.dk/>>.

Bryggeriforeningen (2009). *Advarsler på øl helt ude i hampen*, april 7, 2009, <<http://www.bryggeriforeningen.dk/>>.

Carlsberg (2010). <<http://www.carlsbergdanmark.dk/Pages/Default.aspx>>.

Copeland T., T. Koller, & J. Murrin (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 1. udgave, John Wiley & Sons, New York.

Danmarks Statistik (2010). <<http://www.dst.dk/>>.

Datastream (2010). <<http://extranet.datastream.com/>>.

Engholm P. (2010). DDB skal markedsføre konkurrent til Somersby, *Børsen*, marts 3, 2010.

Euromonitor International (2010). <<http://www.euromonitor.com/>>.

Goldman L.I. (2002). Crystal Ball professionals introductory tutorial, *Proceedings of the 2002 winter simulation conference*, E. Yücesan, C.H. Chen, J.L. Snowdon & J.M. Charnes, eds.

Hansen U. (2007). Islændinge styrker greb om storbryggeri, *Børsen*, februar 2, 2007.

Harboe Bryggeri (2010). <<http://www.harboe.com/>>.

Hartmann S. (2008). Strategi og økonomisk værdiskabelse – en teoretisk oversigt for praktikere, *Økonomistyring & Informatik*, 23:3.

International Monetary Fund (IMF) (2010). World economic outlook, <<http://www.imf.org/external/>>.

Jefferies International Ltd. (JIL) (2010). *Report: Consumer, Food & Beverages*, Vlaanderen V.D. & Howson A., september 10, 2010, <<http://www.jefferies.com/>>.

Jyske Markets (2010). I mål – og på vej mod nye mål, *Thomsen J.H.*, Jyske Bank, august 27, 2010.

- Koller T., Goedhart M. & D. Wessels (2005). *Valuation: Measuring and Managing the value of companies*, 4. udgave, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Kragballe S. (2010). Royal Unibrew napper stor andel af cidersalget, *Jyllands Posten*, juli 1, 2010.
- Lassen L.H. (2009a). Royal Unibrews strategiplan smidt i papirkurven, *Berlingske Tidende*, februar 26, 2009, <<http://www.business.dk/>>.
- Lassen L.H. (2009b). Han vil forandre Royal Unibrew, *Berlingske Tidende*, august 27, 2009, <<http://www.business.dk/>>.
- Mortensen S.W. (2010). Novo-chef i spidsen for Royal Unibrew, *Børsen*, oktober 11, 2010.
- National Banken (2010). <<http://www.nationalbanken.dk/>>.
- Nyhedsbureauet Direkt (2010). Unibrew: Selvfølgelig køber vi ikke op i Etiopien, *Børsen*, november 15, 2010.
- Nyhedsbureauet Direkt (2007). Billige bajere taber til dyre dråber, *Børsen*, august 28, 2007.
- Nymark J. (2008). Svingdøren på overarbejde i Royal Unibrew, *Børsen*, september 29, 2008.
- Møller R. & Jørgensen A. (2010) Estimation af danske aktier risikopræmie, *Finans/Invest*, 2.
- Plenborg T. (2002). *Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder eller virksomhedsandele*, Thomson, København.
- Plenborg T. (2000). Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model? *Ledelse & Erhvervsøkonomi*, 4.
- Petersen C.V. & Plenborg T. (2005). *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*, 1. udgave, Thomson, København.
- Prospekt Royal Unibrew A/S (RBREW) (2009). November 2009. <<http://www.royalunibrew.com/>>.
- Prospekt Carlsberg A/S (CARLB) (2008). Maj 2008. <<http://www.carlsbergdanmark.dk/Pages/Default.aspx>>.
- PWC (2011). Miniundersøgelse: Prisfastsættelse på aktiemarkedet, *PricewaterhouseCoopers*, januar 28, 2010.
- RB-Børsen (2010a). Royal Unibrew/Nordea: En god restruktureringshistorie, *Børsen*, november 15, 2010.
- RB-Børsen (2010b). Polsk aftale nødvendig trods risiko, *Børsen*, december 3, 2010.
- Royal Unibrew (2010). <<http://www.royalunibrew.com/>>.

Svansø V.L. (2010). Novo-koncerndirektør skal sælge øl, *Berlingske Tidende*, oktober 11, 2010, <<http://www.business.dk/>>.

Sørensen O. (2009). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*, 3. udgave Narayana Press, Gjellerup.

Thomson Reuters (2010). <http://www.thomson.dk/pls/pdb/katpage.show_all>.

Årsrapport Carlsberg (CARLB) 2009.

Årsrapport Harboe (HARB) 2005-2009.

Årsrapport Royal Unibrew A/S (RBREW) 2005-2009.

Figuroversigt

Figur 1: Kursudvikling for Royal Unibrew i perioden 3.1.2005 - 30.9.2010	5
Figur 2: Afhandlingens struktur	7
Figur 3: Ejerforhold	12
Figur 4: Royal Unibrews markedssegmentering	16
Figur 5: Analysestruktur	20
Figur 6: Alkoholforbruget af øl og vin i Danmark	28
Figur 7: Tidslinje over større opkøb i bryggerisektoren	30
Figur 8: Markedsandele år 2000 versus år 2010	31
Figur 9: Royal Unibrews værdikæde	35
Figur 10: Anshoffs vækstmatrice (vækststrategier)	37
Figur 11: Styrkeprofilanalyse (SWOT)	39
Figur 12: Dupont-pyramiden (Struktur for rentabilitetsanalysen)	43
Figur 13: Afkastningsgraden (ROIC)	45
Figur 14: Overskudsgraden samt aktivernes omsætningshastighed	46
Figur 15: Usikkerheden tilknyttet de enkelte input-variabler	81
Figur 16: Følsomhedsanalyse på aktiekursen	82
Figur 17: Usikkerheden udtryk via konfidensintervaller	82

Tabeloversigt

Tabel 1: Ølafgifter og moms (kr. pr. liter)	22
Tabel 2: Segmentering af det globale ølmarked	33
Tabel 3: Dekomponering af overskudgraden (OG)	48
Tabel 4: Dekomponering af omsætningshastigheden (pengebindinger i antal dage)	49
Tabel 5: Dekomponering af egenkapitalforrentningen (ROE)	51
Tabel 6: Vækstanalyse af Royal Unibrew	52
Tabel 7: Samlet vurdering af driftsmæssige risici	53
Tabel 8: Udviklingen i Royal Unibrews likviditetsgrad	55
Tabel 9: Analyse af den langsigtede likviditetsrisiko (markedsværdier)	55
Tabel 10: Vurdering af finansielle risici	57
Tabel 11: Budgetteret salgsvækst	60
Tabel 12: Budgettering af overskudsgraden (OG-drivere)	62
Tabel 13: Budgettering af AOH-drivere (pengebindinger målt i antal dage)	63
Tabel 14: Forudsætninger for budgetperioden (t.kr.)	63
Tabel 15: Kapitalstruktur peer-gruppe pr. 30.9.2010 (mio. kr.)	68
Tabel 16: Risikotillæg ved forskellige kreditratings pr. 30.9.2010	70
Tabel 17: Konvertering af driftsmæssig - og finansiell risiko til beta værdier	73
Tabel 18: Indikativ illikviditetspræmie	74
Tabel 19: Forventet fremtidig BNP-vækst	76
Tabel 20: Værdiansættelse af Royal Unibrew pr. 30.9.2010 (t.kr.)	77
Tabel 21: Multipelanalyse pr. 30.9.2010	79

Bilagsfortegnelse

Bilag 1: Koncernstruktur pr. 31.12.2009

Bilag 2: Reformuleret egenkapitalopgørelser for Royal Unibrew

Bilag 3: Reformuleret resultatopgørelse for Royal Unibrew

Bilag 4: Reformuleret balancer for Royal Unibrew

Bilag 5: Noter

Bilag 6: Reformuleret egenkapitalopgørelser for Harboe

Bilag 7: Harboes reformulerede resultatopgørelser

Bilag 8: Harboes reformulerede balancer

Bilag 9: Forventet fremtidig vækst på Royal Unibrews markeder

Bilag 10: Budgetforudsætninger sammenholdt med de historiske resultater

Bilag 11: Proforma resultatopgørelse

Bilag 12: Proforma balance

Bilag 13: Data anvendt til multipelanalysen

Bilag 14: Distributioner for input-variabler

Bilag 1: Koncernstruktur pr. 31.12.2009

SELSKABSOVERSIGT

Segment		Ejerandel	Valuta	Selskabskapital
Vesteuropa				
Dattervirksomheder				
	Aktieselskabet Cerekem International LTD., Faxe	100,0%	DKK	1.000.000
	Albani Sverige AB, Sverige	100,0%	SEK	305.000
	Centre Nordique d'Alimentation EURL, Frankrig	100,0%	EUR	200.000
	Ceres S.p.A., Italien	100,0%	EUR	206.400
	Faxe Getränke-Vertrieb GmbH, Tyskland	100,0%	EUR	127.823
	The Curious Company A/S, Faxe	100,0%	DKK	1.805.500
	Supermalt UK Ltd., England	100,0%	GBP	9.700.000
	Vitamalt (West Africa) Ltd., England	100,0%	GBP	10.000
Associerede virksomheder				
	Hansa Borg Skandinavisk Holding A/S, Faxe	25,0%	DKK	53.577.400
	Hansa Borg Holding ASA, Norge	100,0%	NOK	54.600.000
	Hansa Borg Bryggerierne ASA, Norge	100,0%	NOK	29.065.000
	Nuuk Imeq A/S, Godthåb, Grønland	32,0%	DKK	38.000.000
Østeuropa				
Dattervirksomheder				
	AB Kalnapilio-Tauro Grupe, Litauen	100,0%	LTL	62.682.000
	Royal Unibrew Services UAB, Litauen	100,0%	LTL	150.000
	SIA "Cido Grupa", Letland	100,0%	LVL	785.074
	Royal Unibrew Polska Sp. z o. o., Polen	100,0%	PLN	107.302.400
Malt- og oversøiske markeder				
Dattervirksomheder				
	Drinktech Holding AG, Schweiz	100,0%	CHF	100.000
	Impec Holding SAS, Guadeloupe	51,0%	EUR	5.294.000
	Import-Export Compagnie S.A., Guadeloupe	100,0%	EUR	304.898
	Impec Martinique S.A., Martinique	100,0%	EUR	8.000
	The Danish Brewery Group Inc., USA	100,0%	USD	100.000
De caribiske aktiviteter er solgt primo 2010	St. Vincent Breweries Ltd., St. Vincent	76,5%	XCD	18.310.000
	Antigua Brewery Ltd., Antigua	93,0%	XCD	21.747.075
	Antigua PET Plant Ltd., Antigua	75,0%	XCD	1.500.000
	Dominica Brewery & Beverages Ltd., Dominica	58,0%	XCD	9.000.000
	Royal Unibrew Caribbean Ltd., Puerto Rico	100,0%	USD	200.000
Associerede virksomheder				
	Solomon Breweries Limited, Solomon Islands	35,0%	SBD	21.600.000
Aktivitet Produktion, salg og distribution Salg og distribution Holdingselskab Anden aktivitet				

Bilag 2: Reformuleret egenkapitalopgørelser for Royal Unibrew

Reformuleringen er foretaget med udgangspunkt i Sørensen (2009) kap 5

(DKK 1.000)		2005	2006	2007	2008	2009
Transaktioner med ejerne						
Primosaldo, moderselskabets aktionærer		1.068.619	1.138.757	1.135.204	1.080.774	539.906
Kapitalforhøjelse		0	0	0	0	393.690
Salg af tegningsretter		0	0	0	0	4.014
Salg af egne aktier		1.784	110	6.854	1.551	0
Køb af egne aktier		-107.097	-180.139	-162.598	-46.244	0
Betalte udbytte til aktionærer		-56.654	-60.714	-57.722	-54.901	0
Skat af egenkapitalbevægelser		0	-567	-694	0	0
Nettokapitalindskud (aktieudstedelse)		-161.967	-241.310	-214.160	-99.594	397.704
Totalindkomst						
Dirty surplus*	Årets resultat (rapporteret i resultatopgørelsen)	221.070	227.642	151.747	-484.333	47.062
	Opskrivning af projektudviklings ejendom	0	0	0	180.000	0
	Valutakursregulering, tilknyttede virksomheder	5.596	-2.903	-3.199	-94.499	-9.739
	Netto gevinst/tab på sikringsinstrumenter efter skat	2.139	9.618	8.082	-44.660	-17.993
	Moderselskabets andel af periodens totalindkomst	228.805	234.357	156.630	-443.492	19.330
Ultimosaldo, moderselskabets aktionærer		1.135.457	1.131.804	1.077.674	537.688	956.940
Aktiebaseret vederlæggelse**		3.300	3.400	3.100	2.218	94
Rapporteret saldo, moderselskabets aktionærer		1.138.757	1.135.204	1.080.774	539.906	957.034

* Dirty surplus er betegnelsen for den del af totalindkomsten, der er rapporteret uden om resultatopgørelsen.

** Aktiebaseret vederlæggelse skal, jf. Sørensen (2009), reklassificeres fra egenkapitalen til en forpligtelse (anden gæld).

Bilag 3: Reformuleret resultatopgørelse for Royal Unibrew

Reformuleringen er foretaget med udgangspunkt i Petersen & Plenborg (2005) samt Sørensen (2009)

(DKK 1.000)	2005	2006	2007	2008	2009	Noter
Nettoomsætning	3.190.959	3.439.026	3.881.762	4.178.703	3.816.421	
Produktionsomkostninger	-1.581.411	-1.742.900	-2.129.173	-2.433.298	-2.211.134	
Bruttoresultat	1.609.548	1.696.126	1.752.589	1.745.405	1.605.287	
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.141.301	-1.191.225	-1.268.783	-1.387.543	-1.146.604	
Administrationsomkostninger	-171.697	-200.680	-249.042	-226.844	-219.068	
Driftsoverskud fra salg før skat	296.550	304.221	234.764	131.018	239.615	
Skat på driftsoverskud fra salg	-69.913	-92.804	-75.580	-68.094	-71.397	A 1
Driftsoverskud fra salg efter skat	226.637	211.417	159.185	62.924	168.218	
Andre driftsindtægter	6.149	43.512	9.289	3.835	3.691	A 2
Res. efter skat af kapitalandele i ass. virksomheder	15.700	26.098	27.998	22.654	25.836	A 3
Særlige poster	5.022	-14.329	20.245	-50.125	-34.866	A 4
Nedskrivning af langfristede aktiver	0	0	0	-384.957	0	A 5
Nedskrivning på andre kapitalandele	0	0	0	-70.104	0	A 6
Opskrivning af projektudviklingsejendom	0	0	0	180.000	0	A 7
Valutakursregulering, tilknyttede virksomheder	5.237	-3.676	-7.789	-99.434	-11.970	
Netto gevinst/tab på sikringsinstrumenter	2.139	9.618	8.082	-44.660	-17.993	
Samlet driftsoverskud før skat	260.884	272.640	217.010	-379.867	132.916	
Skat på andet driftsoverskud	-3.128	-8.171	-7.384	11.573	7.794	A 1
Samlet driftsoverskud efter skat (NOPAT)	257.756	264.468	209.626	-368.295	140.710	
Finansielle indtægter	9.048	20.983	26.704	33.899	32.666	
Finansielle omkostninger	-50.357	-60.132	-98.836	-139.185	-190.295	
Skattefordel på netto finansielle poster	11.567	10.962	18.033	26.322	39.407	A 1
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-29.742	-28.187	-54.099	-78.965	-118.222	
Totalindkomst koncernen	228.014	236.281	155.527	-447.259	22.488	
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	791	-1.924	1.103	3.767	-3.158	
Totalindkomst til moderselskabets aktionærer	228.805	234.357	156.630	-443.492	19.330	

Der henvises til bilag 5 for noter til henholdsvis den analytiske resultatopgørelse og balance

Bilag 4: Reformuleret balancer for Royal Unibrew

Reformuleringen er foretaget med udgangspunkt i Petersen & Plenborg (2005) samt Sørensen (2009)

AKTIVER (DKK 1.000)	2005	2006	2007	2008	2009	Noter
Goodwill	320.861	323.398	487.861	311.275	307.524	
Varemærker	173.946	174.236	278.351	167.885	166.193	
Distributionsrettigheder	10.587	9.854	8.524	7.186	6.237	
Immaterielle langfristede aktiver, i alt	505.394	507.488	774.736	486.346	479.954	
Grunde og bygninger	710.810	723.509	770.679	643.363	723.786	
Projektudviklings ejendomme	0	0	0	400.000	403.552	
Produktionsanlæg og maskiner	413.396	400.842	488.715	529.291	650.786	
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	238.870	237.618	240.091	214.997	224.146	
Materielle anlægsaktiver under udførelse	25.930	64.888	57.536	291.787	11.386	
Langfristede aktiver bestemt for salg	28.988	28.988	0	0	0	A 8
Materielle langfristede aktiver, i alt	1.417.994	1.455.845	1.557.021	2.079.438	2.013.656	
Kapitalandele i associerede virksomheder	214.409	231.285	225.691	87.650	110.842	A 3
Andre kapitalandele	2.834	2.838	3.018	56.900	56.748	A 6
Finansielle anlægsaktiver i alt	217.243	234.123	228.709	144.550	167.590	
Anlægsaktiver, i alt	2.140.631	2.197.456	2.560.466	2.710.334	2.661.200	
Råvarer og hjælpematerialer	99.935	97.284	169.316	122.194	92.199	
Varer under fremstilling	17.521	17.353	25.816	27.177	20.980	
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer	136.113	161.983	156.461	265.302	124.945	
Varebeholdninger	253.569	276.620	351.593	414.673	238.124	
Tilgodehavender fra salg	399.406	442.238	577.847	541.566	408.958	
Tilgodehavender hos ass. virksomheder, kortfristet	3.695	1.318	1.012	1.008	1.039	A 3
Tilgodehavender hos ass. virksomheder, fin. aktiver	25.460	24.664	25.481	20.634	0	A 3
Andre tilgodehavender, kortfristet	22.091	37.360	64.035	113.679	21.082	A 9
Andre tilgodehavender, finansielle aktiver	13.338	21.875	11.592	11.939	12.892	A 10
Periodeafgrænsningsposter	42.611	43.775	31.435	147.191	53.885	
Driftslikviditet (0,5 % af nettoomsætningen)	15.955	17.195	19.409	20.894	19.082	A 11
Hensatte forpligtelser	-238.810	-218.274	-225.251	-253.434	-233.624	A 12
Leverandørgæld	-278.839	-344.338	-350.407	-523.175	-419.381	
Selskabsskat	0	-61.262	-54.759	0	-6.227	
Anden gæld	-130.196	-129.457	-166.352	-337.872	-228.573	A 13
Anden offentlig gæld	-73.762	-74.821	-98.764	-61.439	-98.012	A 13
Arbejdskapital, netto	54.518	36.893	186.871	95.664	-230.755	
Investeret kapital	2.195.149	2.234.349	2.747.337	2.805.998	2.430.445	

PASSIVER (DKK 1.000)	2005	2006	2007	2008	2009	Noter
Egenkapital i alt, moder	1.135.457	1.131.804	1.077.674	537.688	956.940	
Minoritetsinteresser	10.993	12.917	38.689	34.922	38.080	A 14
Koncernegenkapital	1.146.450	1.144.721	1.116.363	572.610	995.020	
Realkreditinstitutter, langfristet	559.171	593.540	749.751	734.655	735.516	
Kreditinstitutter, langfristet	587.353	650.375	790.260	968.888	773.301	
Langfristede gæld i alt	1.146.524	1.243.915	1.540.011	1.703.543	1.508.817	
Realkreditinstitutter, kortfristet	53.738	58.732	953	0	0	
Kreditinstitutter, kortfristet	119.477	138.106	228.433	599.335	0	
Kortfristede gæld i alt	173.215	196.838	229.386	599.335	0	
Likvide finansielle aktiver	-271.040	-351.125	-138.423	-69.490	-73.392	A 11
Nettorentebærende gæld	1.048.699	1.089.628	1.630.974	2.233.388	1.435.425	
Investeret kapital	2.195.149	2.234.349	2.747.337	2.805.998	2.430.445	

Der henvises til bilag 5 for noter til henholdsvis den analytiske resultatopgørelse og balance

Bilag 5: Noter

A1: Selskabsskat

I det officielle årsregnskab for Royal Unibrew er selskabsskatten vist som en samlet post. Selskabsskatten dækker således både over effekten af driftmæssige og finansielle indtægter og omkostninger. Noten for selskabsskat indeholder ikke yderligere information, der kan afhjælpe denne problematik. Som analytiker bliver man derfor nødt til at skønne over den skat, der hviler på hhv. driftsresultatet og nettofinansieringsomkostningerne.

I Royal Unibrews tilfælde er den skattepligtige indkomst, med undtagelse af 2008, tilstrækkelig stor til, at selskabets renteudgifter kan fratrækkes fuldt ud. Dette understøtter brugen af den marginale skattesats (Petersen & Plenborg). Det skal dog pointeres, at der er flere forstyrrende forhold.

For det første er der højst sandsynligt optaget lån i lande med skattesatser og -regler, der afviger fra de danske.

For det andet indeholder posterne finansielle indtægter og -omkostninger andet end blot nettorenteomkostninger. Det fremgår af note 7 og 8, at de finansielle poster ligeledes indeholder renter af hhv. tilgodehavender hos debitorer og gæld hos kreditorer, kursreguleringer mv. Det fremgår imidlertid ikke om disse finansielle poster beskattes, og i givet fald til hvilken skattesats.

For det tredje er der i 2007 indført et såkaldt "renteloft", der begrænser rentefradraget og derved skattefordelen. Renteloftet træder i kræft, såfremt de netto finansielle omkostninger overstiger et vist grundbeløb. Selskaberne er imidlertid ikke forpligtet til at oplyse om de har ramt dette renteloft, hvorfor det antages at Royal Unibrew opnår fuld fradragsret.

Da der ikke forelægger yderligere oplysninger i regnskabet til at præcisere de skattepligtige finansielle poster, benyttes den marginale danske skattesats.

Med udgangspunkt i den marginale danske skattesats er den rapporterede skat, blevet allokeret "nedefra og op" for at få de forskellige overskudskomponenter efter skat. Resultat er vist i nedenstående tabel.

	2005	2006	2007	2008	2009
Marginale skattesats	28 %	28 %	25 %	25 %	25 %
Rapporteret skat	-61.474	-90.014	-64.930	-30.200	-24.196
<u>Fordeles således:</u>					
Skatteskjold finansielle poster	11.567	10.962	18.033	26.322	39.407
Skat andre poster	-3.128	-8.171	-7.384	11.573	7.794
Skat salg	-69.913	-92.804	-75.580	-68.094	-71.397

Bilag 5: Fortsat

A2: Andre driftsindtægter

Det fremgår af anvendt regnskabspraksis, at andre driftsindtægter og -omkostninger stammer fra sekundære aktiviteter, herunder udlejning af materielle langfristede aktiver mv. Disse indtægter stammer altså ikke fra top-linje salget og klassificeres derfor under "andet driftsoverskud".

A3: Kapitalandele i associerede virksomheder samt resultatet heraf

Ud fra Royal Unibrews selskabsoversigt vurderes samtlige associerede virksomheder at vedrøre bryggerirelaterede aktiviteter. Kapitalandele i associerede virksomheder samt indtjeningen heraf, er derfor klassificeret som en del af driften. Indtjeningen genereres dog ikke som følge af Royal Unibrews salgsaktiviteter, hvorfor det klassificeres under "andet driftsoverskud".

Det fremgår af note 23, at kortfristede tilgodehavender hos associerede virksomheder vedrører salg af koncernens produkter. Regnskabsposten klassificeres derfor som værende et driftsaktiv.

Det fremgår endvidere af note 23, at tilgodehavender hos associerede virksomheder placeret under finansielle aktiver vedrører udlån til associerede virksomheder. Lån ydet af virksomheden til f.eks. forhandlere, associerede virksomheder eller medarbejdere er et driftsaktiv jf. Sørensen (2009).

A4: Særlige indtægter og omkostninger (særlige poster)

Det fremgår af anvendt regnskabspraksis, at særlige poster omfatter væsentlige indtægter og omkostninger af engangskaraktér. I noteapparatet oplyses det endvidere, at særlige poster vedrører tab og gevinst ved salg af langfristede aktiver samt omkostninger og værdiregulering af aktiver relateret til omstrukturering.

Særlige poster vurderes derfor at vedrøre driftsaktiviteterne, men er ikke forbundet med et egentlig salg. Posten klassificeres derfor under "andet driftsoverskud".

A5: Nedskrivning af langfristede aktiver

Årligt gennemføres en nedskrivningstest af den regnskabsmæssige værdi af goodwill og varemærker med udefinerbar brugstid. Nedskrivningstesten i 2008 medførte en nedskrivning af værdien af såvel goodwill som varemærker relateret til Polen. Nedskrivningen er klassificeret under "andet driftsoverskud".

A6: Nedskrivning af andre kapitalandele

Det fremgår af note 13, at Royal Unibrew i 2008 foretog en dagsværdiregulering af deres ejerandel i det polske bryggeri Perla Browary.

Reguleringen blev foretaget i forbindelse med, at selskabet blev omklassificeret fra at være en kapitalandel i en associeret virksomhed til at indgå under andre kapitalandele. Som i ovenstående tilfælde med nedskrivning af langfristede aktiver klassificeres nedskrivningen under "andet driftsoverskud", mens andre kapitalandele indgår som et driftsaktiv, da det stadig vedrører bryggerirelaterede aktiviteter.

Bilag 5: Fortsat

A7: Dirty surplus

Dirty surplus-posterne er de indtægter og omkostninger samt gevinster og tab, der "fejlagtigt" er ført direkte på egenkapitalen frem for at indgå i resultatopgørelsen, jf. den reformulerede egenkapitalopgørelse bilag 2.

A8: Aktiver bestemt for salg

Langfristede aktiver bestemt for salg er grunde og bygninger relateret til den nedlagte bryggerivirksomhed i Randers. Eftersom sammenlægninger af produktionen indgår som en del af selskabets strategi, klassificeres posten som driftsaktiv.

A9: Andre tilgodehavender (omsætningsaktiver)

Regnskabsposten andre tilgodehavender er ikke yderligere specificeret i noteapparatet for Royal Unibrew. Det er således ikke muligt at angive hvor stor en andel, der vedrører eventuelle finansierungsrelaterede aktiviteter. Grundet de manglende oplysninger klassificeres regnskabsposten som et driftsaktiv.

A10: Andre tilgodehavender (finansielle langfristede aktiver)

Andre tilgodehavender under finansielle langfristede aktiver vedrører positive dagsværdier af afledte finansielle instrumenter. Da posten ikke tjener at absorbere overskydende likviditet fra driften, men derimod er relateret til den daglige drift, klassificeres posten som værende et driftsaktiv.

A11: Likvider

Driftslikviditeten består af likvider og let omsættelige værdipapirer, der kan anvendes til finansiering af kommende investeringer, opbygning af varelagre eller uforudsete udgifter. Det fremgår ikke af årsrapporten, hvor stor en andel af likviderne, der knytter sig til driftslikviditet. Da det må formodes, at selskabet dagligt laver overførelser til banker, vil stort set al likviditet være rentebærende. På den baggrund vurderes driftslikviditeten at udgøre en relativ lille del af aktiviteten.

Driftslikviditeten antages at være 0,5 % af nettoomsætningen.

	2005	2006	2007	2008	2009
Likvide beholdninger	286.995	368.320	157.832	90.384	92.474
Driftslikviditet (0,5 % af nettoomsætningen)	15.955	17.195	19.409	20.894	19.082
Likvider som finansielle aktiver	271.040	351.125	138.423	69.490	73.392

Bilag 5: Fortsat

A12: Hensatte forpligtelser i alt

Hensatte forpligtelser indeholder hhv. en indløsningsforpligtelse på returemballage samt udskudte skatteforpligtelser.

	2005	2006	2007	2008	2009
Indløsningsforpligtelse, returemballage	96.332	90.554	97.533	74.056	61.793
Udskudte skatteforpligtelser	142.478	127.720	127.718	179.378	171.831
Hensatte forpligtelser i alt	238.810	218.274	225.251	253.434	233.624

Royal Unibrew har udelukkende netto udskudte skatteforpligtelser i perioden. Der foreligger ikke oplysninger i årsrapporten, der uddyber indholdet af skatteforpligtelserne. Udskudt skat vil dog oftest knytte sig til driften og klassificeres derfor sammen med indløsningsforpligtelsen, som en driftsforpligtelse.

A13: Anden gæld og anden offentlig gæld

Der er ikke nogen yderligere specifikation af posterne anden gæld og anden offentlig gæld. Poster antages derfor som værende en driftsforpligtelse.

Anden gæld inkluderer aktiebaseret vederlæggelse kørt over egenkapitalen i analyseperioden, jf. bilag den reformulerede egenkapitalopgørelse i bilag 2.

	2005	2006	2007	2008	2009
Anden gæld ifølge regnskabet	126.896	126.057	163.252	335.654	228.479
Aktiebaseret vederlæggelse	3.300	3.400	3.100	2.218	94
Anden gæld inkl. aktiebaseret vederlæggelse	130.196	129.457	166.352	337.872	228.573

A14: Minoritetsinteresser

Problematikken vedr. minoritetsinteresser er ikke om den skal kategoriseres som en del af driften, men om den er en del af de rentebærende forpligtelser eller en del af egenkapitalen. Moderselskabets aktionærer kan betragte minoritetsinteresser, som en del af fremmedkapitalen på lige fod med den rentebærende gæld.

Ved værdiansættelse af virksomheden vil minoritetsinteressernes krav dog ikke svare til lånerenten, men mere til afkastkravet fra de øvrige aktionærer.

I forbindelse med kreditvurdering vil posten blive sidestillet med moderselskabets aktionærer, da de ligeledes er residualnydere efter indskyderne af fremmedkapital.

Derfor vil posten blive betragtet som egenkapital.

Bilag 6: Reformuleret egenkapitalopgørelser for Harboe

Reformuleringen er foretaget med udgangspunkt i Sørensen (2009) kap 5

(DKK 1.000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Primosaldo, moderselskabets aktionærer	618.996	676.981	685.405	696.705	664.273
<i>Transaktioner med ejerne</i>					
Salg af egne aktier	0	0	0	0	29.516
Udbytte af egne aktier	75	400	75	75	160
Køb af egne aktier	0	0	0	-25.675	0
Betalt udbytte til aktionærerne	-9.000	-48.000	-9.000	-9.000	-9.000
Nettokapitalindskud (aktieudstedelse)	-8.925	-47.600	-8.925	-34.600	20.676
<i>Totalindkomst</i>					
Årets resultat (rapporteret i resultatopgørelsen)	65.554	56.511	20.153	25.673	43.028
Valutakursregulering, tilknyttede virksomheder	1.001	-668	655	-1.153	-443
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible til salg	355	181	-583	-21.599	-3.247
Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter	0	0	0	-1.004	165
Skat af andel totalindkomst	0	0	0	251	5.607
Moderselskabets andel af periodens totalindkomst	66.910	56.024	20.225	2.168	45.110
Ultimosaldo, moderselskabets aktionærer	676.981	685.405	696.705	664.273	730.059

* Dirty surplus er betegnelsen for den del af totalindkomsten, der er rapporteret udenom resultatopgørelsen.

Der er ikke foretaget nogle indregninger direkte på egenkapitalen for Harboefarm A/S i analyseperioden.

Bilag 7: Harboes reformulerede resultatopgørelser

Reformuleringen er foretaget med udgangspunkt i Petersen & Plenborg (2005) samt Sørensen (2009)

(DKK 1.000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Nettoomsætning	1.160.625	1.189.235	1.137.328	1.319.439	1.283.633
Produktionsomkostninger	-899.257	-931.594	-940.598	-1.086.705	-1.022.767
Bruttoresultat	261.368	257.641	196.730	232.734	260.866
Distributionsomkostninger	-147.140	-146.506	-148.528	-168.842	-171.122
Administrationsomkostninger	-28.476	-32.681	-34.950	-39.885	-43.133
Driftsoverskud fra salg før skat	85.752	78.454	13.252	24.007	46.611
Skat på driftsoverskud fra salg	-27.344	-25.748	-2.987	-6.753	-10.696
Driftsoverskud fra salg efter skat	58.408	52.706	10.266	17.255	35.915
Andre driftsindtægter	11.714	14.239	11.761	13.114	14.852
Valutakursregulering, tilknyttede virksomheder	1.001	-668	655	-1.153	-443
Dagsværdiregulering af fin. aktiver disp. til salg	355	181	-583	-21.599	-3.247
Dagsværdiregulering af sikringsinstrumenter	0	0	0	-1.004	165
Skat af andel totalindkomst	0	0	0	251	5.607
Resultat af primær drift	71.478	66.458	22.099	6.864	52.849
Skat af resultat af primær drift	-3.280	-3.987	-2.940	-3.279	-3.713
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	68.198	62.471	19.158	3.585	49.136
Finansielle indtægter	211	204	210	18.116	11.146
Finansielle omkostninger	-2.210	-1.862	-4.509	-23.852	-12.635
Skat af finansielle poster, netto	560	464	1.075	1.434	372
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-1.439	-1.194	-3.224	-4.302	-1.117
Totalindkomst koncernen	66.759	61.277	15.934	-717	48.019
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	-19	-8	-45	-52	1
Totalindkomst til moderselskabets aktionærer	66.740	61.269	15.889	-769	48.020

Fødevarerdivisionen Harboe Farm A/S er elimineret fra koncernregnskabstallene, således at regnskabsanalyseme udelukkende vedrører bryggeriaktiviteterne.

Bilag 8: Harboes reformulerede balancer

Reformuleringen er foretaget med udgangspunkt i Petersen & Plenborg (2005) samt Sørensen (2009)

AKTIVER (DKK 1.000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Goodwill	0	0	0	0	3573
Udviklingsprojekter	0	0	0	2.274	1.572
Rettigheder	0	0	5.723	5.712	5.707
Software	0	0	320	1.332	4.881
Immaterielle aktiver under opførelse	0	0	289	2.068	688
Immaterielle langfristede aktiver i alt	0	0	6.332	11.386	16.421
Grunde og bygninger	214.072	220.728	253.520	250.067	261.810
Produktionsanlæg og maskiner	383.840	342.107	385.548	395.980	439.837
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	36.628	44.553	43.458	35.841	40.836
Reserve dele til egne maskiner	6.511	5.298	4.707	4.210	3.887
Materielle aktiver under opførelse	18.120	121.970	13.216	34.444	27.015
Materielle langfristede aktiver i alt	659.171	734.656	700.449	720.542	773.385
Anlægsaktiver i alt	659.171	734.656	706.781	731.928	789.806
Varebeholdninger	85.175	97.952	110.106	114.025	119.184
Tilgodehavender fra salg	175.468	196.821	211.172	242.056	271.425
Andre tilgodehavender	1.605	19.429	10.850	34.677	3.694
Driftslikviditet	11.606	11.892	11.373	13.194	12.836
Hensatte forpligtelser i alt	-91.814	-82.570	-71.981	-73.642	-65.606
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-153.372	-210.831	-183.759	-194.820	-171.201
Selskabsskat	-30.142	-30.416	-71.913	-105.678	-100.526
Periodeafgrænsningsposter i alt	-35.634	-45.401	-53.180	-70.842	-71.373
Anden gæld	-86.055	-96.558	-16.364	-24.758	-23.420
Arbejdskapital, netto	-123.163	-139.682	-53.696	-65.788	-24.987
Investeret kapital	536.008	594.974	653.085	666.140	764.819

PASSIVER (DKK 1000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Egenkapital i alt, moder	563.192	572.415	584.321	547.987	613.624
Minoritetsinteresser	422	414	242	190	191
Koncernegenkapital	563.614	572.829	584.563	548.177	613.815
Realkreditinstitutter, langfristet	7.582	3.682	6.719	306.607	286.202
Kreditinstitutter, langfristet	18.707	9.173	3.439	1.185	0
Langfristede gæld i alt	26.289	12.855	10.158	307.792	286.202
Realkreditinstitutter, kortfristet	278	3.894	133	122	20.398
Kreditinstitutter, kortfristet	11.780	23.484	60.196	135.436	154.340
Kortfristede gæld i alt	12.058	27.378	60.329	135.558	174.738
Finansielle aktiver disponible for salg	-2.938	-3.047	-2.461	-288.768	-285.972
Likvide finansielle aktiver	-63.015	-15.041	496	-36.619	-23.964
Nettorentebærende gæld	-27.606	22.145	68.522	117.963	151.004
Investeret kapital	536.008	594.974	653.085	666.140	764.819

Fødevarerdivisionen Harboe Farm A/S er elimineret fra koncernregnskabstallene, således at regnskabsanalyseerne udelukkende vedrører bryggeriaktiviteterne.

Bilag 9: Forventet fremtidig vækst på Royal Unibrews markeder

Andel af omsætningen	2010E			2011E			2012E			2013E			2014E		
	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling	Forventet udvikling	Vægtet udvikling	Forventet udvikling
Danmark	31%	1,00%	0,31%	-0,80%	-0,25%	0,20%	0,06%	0,80%	0,25%	1,20%	0,37%				
Italien	18%	1,00%	0,18%	2,30%	0,41%	3,30%	0,59%	4,00%	0,72%	4,40%	0,79%				
Tyskland	14%	0,20%	0,03%	0,90%	0,13%	0,80%	0,11%	1,30%	0,18%	1,50%	0,21%				
Polen	8%	10,00%	0,80%	1,30%	0,10%	5,60%	0,45%	4,80%	0,38%	4,10%	0,33%				
Litauen *	9%	-5,00%	-0,45%	2,67%	0,24%	2,67%	0,24%	2,67%	0,24%	2,67%	0,24%				
Letland *	7%	-5,00%	-0,35%	1,52%	0,11%	1,52%	0,11%	1,52%	0,11%	1,52%	0,11%				
Malt **	13%	-10,00%	-1,30%	3,50%	0,46%	3,50%	0,46%	3,50%	0,46%	3,50%	0,46%				
Total	100%	-0,78%		1,20%		2,02%		2,34%		2,50%					

* Baseret på udviklingen i "Alcoholic beverages and tobacco" i perioden 2010-2015. Eftersom udviklingen ikke oplyses for hvert enkelt år anvendes CAGR.

** Der er umiddelbart ikke noget tilgængeligt data på udviklingen i Malt i Danmark, hvorfor budgettet er baseret på forventninger fra analytikere, der følger selskabet.

Kilde: Euromonitor

Bilag 10: Budgetforudsætninger sammenholdt med de historiske resultater

Budgetforudsætninger	Historisk					Budget			Terminalperiode	
	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E 2015E
Valuedrivers										
Omsætningsvækst	10,7%	8,0%	12,0%	7,5%	-8,9%	-0,8%	1,2%	2,0%	2,3%	2,5%
Driftsoverskud fra salg før skat (OG salg før skat)	9,3%	8,8%	6,0%	3,1%	6,3%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
Andet driftsoverskud (OG andet driftsoverskud)	0,7%	2,0%	1,0%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Transitoriske poster (OG usædvanlige poster)	0,4%	-0,2%	0,5%	-11,2%	-1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Effektiv skattesats	-22,2%	-26,9%	-32,5%	168,9%	-21,7%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Lånerente						3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Anlægsaktiverne (pengebindinger målt i antal dage)	223	230	224	230	257	250*	245	240	235	230
Nettoarbejdskapitalen (pengebindinger målt i antal dage)	7	5	11	12	-6	-22*	-22	-22	-22	-22
Netto rentebærende gæld	48%	49%	59%	80%	59%	25%	25%	25%	25%	25%

* Nøgletallet er beregnet som gennemsnitstal, hvorfor forbedringen skyldes, at nøgletallet for 2009 er negativt påvirket af nøgletallet for 2008. Korrigeret for dette er nøgletallet for 2010 på niveau med nøgletallet 2009.

Bilag 11: Proforma resultatopgørelse

(DKK 1.000)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Nettoomsætning	3.786.577	3.831.928	3.909.245	4.000.553	4.100.715	4.203.233
Driftsoverskud fra salg før skat	348.365	371.697	398.743	428.059	459.280	470.762
Andet driftsoverskud	30.293	30.655	31.274	32.004	32.806	33.626
Transitoriske poster	0	0	0	0	0	0
Skat af primær drift	-88.038	-93.882	-100.663	-108.015	-115.845	-117.691
Samlet driftsoverskud efter skat (NOPAT)	290.620	308.470	329.354	352.049	376.241	386.697
Netto finansielle poster	-22.082	-22.868	-21.961	-22.863	-22.004	-23.985
Skattefordel på netto finansielle poster	5.520	5.717	5.490	5.716	5.501	5.996
Nettofinansielle omkostninger (efter skat)	-16.561	-17.151	-16.470	-17.147	-16.503	-17.989
Totalindkomst koncernen	274.058	291.319	312.884	334.901	359.737	368.709

Bilag 12: Proforma balance

AKTIVER (DKK 1.000)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Anlægsaktiver, i alt	2.525.891	2.618.341	2.522.584	2.628.814	2.539.211	2.758.014
Arbejdskapital, netto	-225.709	-236.222	-235.030	-247.229	-247.104	-259.587
Investeret kapital	2.300.182	2.382.119	2.287.554	2.381.585	2.292.107	2.498.427

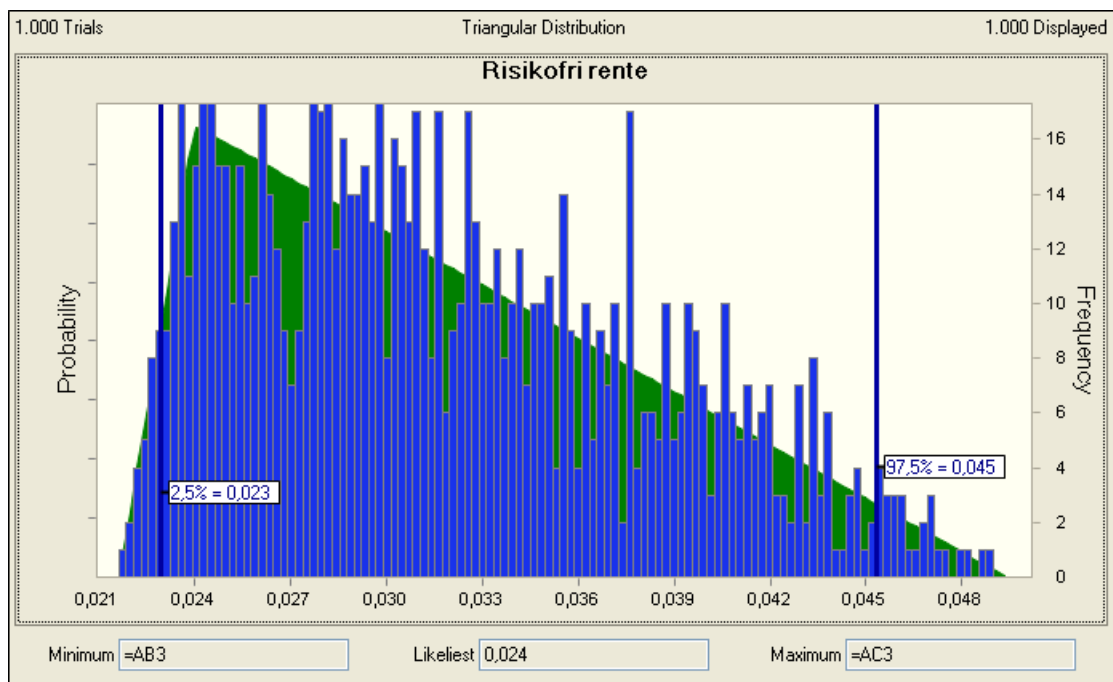
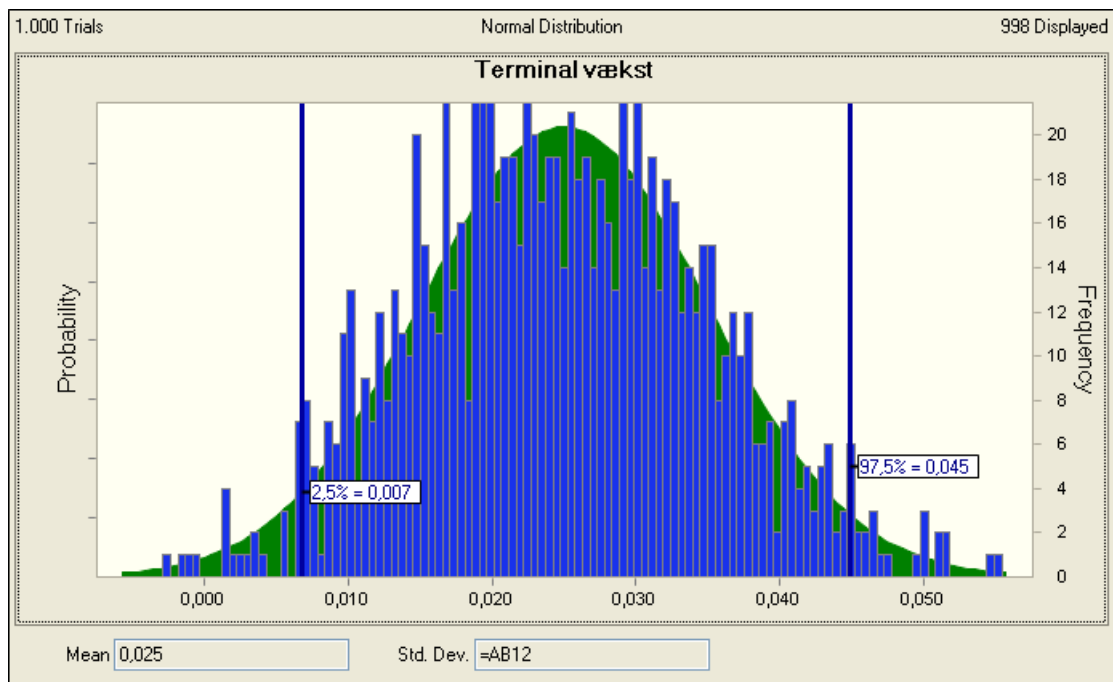
PASSIVER (DKK 1.000)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Koncemegenkapital	1.725.137	1.786.590	1.715.666	1.786.189	1.719.080	1.873.820
Nettorentebærende gæld	575.046	595.530	571.889	595.396	573.027	624.607
Investeret kapital	2.300.182	2.382.119	2.287.554	2.381.585	2.292.107	2.498.427

Bilag 13: Data anvendt til multipelanalysen

(Mio. kr.)	Enterprise value	Market cap.	EBIT		Earnings	
	(30.09.2010)	(30.09.2010)	2010E	2011E	2010E	2011E
Heineken	225.744	149.635	17.996	20.323	10.322	12.140
ABInbev	680.078	423.370	59.717	66.812	26.688	32.939
SABMiller	325.592	276.938	21.763	24.570	16.172	18.653
Carlsberg	122.527	86.956	10.545	11.334	5.598	6.315
Harboe	1.309	835	99	137	71	102
Olvi OYJ	2.702	2.348	222	238	176	190

Kilde: Bloomberg

Bilag 14: Distributioner for input-variableler



Bilag 14: Forsat

