

VÆRDIANSÆTTELSE AF ROYAL UNIBREW A/S

VALUATION OF ROYAL UNIBREW A/S

KANDIDATAFHANDLING

CAND.MERC.FIR

17. SEPTEMBER 2018

HENRIETTE HØJLUND NIELSEN

43150

PATRICK MATHIAS JØRGENSEN

34079

VEJLEDER

EBBE SKOUBO NIELSEN

ANSLAG

206.806

ANTAL SIDER

111

Executive summary

The purpose of this thesis is to assess the value of Royal Unibrew A/S. Royal Unibrew A/S is a Danish brewery and manufacture of beer, soft drinks and ready-to-drink products. Royal Unibrew A/S is the second largest brewery in Denmark, and its main markets are Denmark, the Baltic sea, Finland and Italy.

The outcome of a strategic analysis consists of an analysis of the internal and external environment of the company. The external environment is an analysis of the macroeconomic environment, which is established through a PEST-analysis and a Porters Five Forces analysis. The internal environment is an analysis of the company's value chain. The purpose of these analyses is to identify the most important external and internal factors that can influence the enterprise value of Royal Unibrew A/S.

In addition to the strategic analysis a financial analysis is conducted. This part reorganizes the financial statement, which is used throughout the financial statement analysis. This analysis uncovers the financial value drivers of Royal Unibrew A/S by the use of the DuPont-model.

These analyses conclude to forecast the most relevant value drivers of Royal Unibrew as a matter of forecasting five years ahead. The valuation is based on proforma budgets. The valuation of Royal Unibrew A/S is mainly focused on the Discounted Cash Flow model and two multiples, EV/EBITDA and P/E. Initially, these three models present different values of Royal Unibrew A/S. The DCF-model is performed by estimated the company's weighted average cost of capital (WACC). The WACC is estimated to 5,82%, which results in a final valuation of 45 billion DKK, and an equity value of 41 billion DKK. This is equal to an estimated stock price of 838 DKK. The two multiples return an estimated stock price of 321 DKK by valuing through EV/EBITDA, and 384 DKK by valuing through P/E. The initial differences are caused by different factors. The multiples are based on a market average, whereas the DCF-model is based on future forecasts. Furthermore, it is important to test the underlying assumptions behind the DCF-model. These sensitivity and scenario analyses concludes that minor changes in the underlying assumptions results significant impact on the valuation of Royal Unibrew A/S.

Indholdsfortegnelse

1 – Introduktion til afhandlingen	5
1.1 – Indledning	5
1.2 – Motivation	5
1.3 – Problemstilling	6
1.4 – Problemformulering	6
1.5 – Metode	6
1.6 – Kildekritik	7
1.7 – Afhandlingens struktur	8
1.8 – Afgrænsning	8
2 – Virksomhedsprofil af Royal Unibrew	11
2.1 – Historie og udvikling	11
2.2 – Ejerforhold og ledelsen	11
2.3 – Segmenter, produkter og markeder	12
2.4 – Regnskabs- og nøgletal	16
3 – Udvælgelse af peers	17
4 – Teori til den strategiske analyse	19
4.1 – Redegørelse af PEST-modellen	19
4.2 – Redegørelse af Porters Five Forces	20
4.3 – Redegørelse af Porters værdikæde	22
5 – Teori til regnskabsanalysen	25
5.1 – Redegørelse af regnskabskvalitet	25
5.2 – Redegørelse af resultat- og balancereformulering	26
5.3 – Redegørelse af teori til rentabilitetsanalyse	28
5.4 – Redegørelse af teori til benchmarkanalyse	29
6 – Redegørelse af budgettering	31
7 – Redegørelse af værdiansættelse	34
7.1 – Redegørelse af DCF-modellen	34
7.2 – Redegørelse af multipler	39
8 – Strategisk analyse	41
8.1 – PEST-analysen	41
8.2 – Porters Five Forces analysen	49
8.3 – Porters værdikædeanalyse	57
8.4 – Styrkeprofil af Royal Unibrew	62

9 – Regnskabsanalyse	64
9.1 – Regnskabskvalitet	64
9.2 – Reformuleringer	66
9.3 – Rentabilitetsanalyse.....	69
9.4 – Benchmarkanalyse.....	78
10 – Budgettering	83
10.1 – Budgetperiodens længde	83
10.2 – Budgettering af driftsaktiviteten.....	83
10.3 – Budgettering af finansieringsaktiviteten.....	87
10.4 – Budgetkontrol	88
11 – Værdiansættelsen af Royal Unibrew A/S	89
11.1 – Kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel	89
11.2 – Relative værdiansættelsesmodeller	98
11.3 – Delkonklusion på værdiansættelsen	101
11.4 – Følsomheds- og scenarieanalyser	102
12 – Diskussion.....	105
13 – Konklusion.....	109
14 – Perspektivering.....	111
15 – Litteraturliste.....	113
16 – Bilag	119
16.1 – Bilagsoversigt	119

1 – Introduktion til afhandlingen

Dette afsnit er en introduktion til afhandlingen som helhed. De underliggende motivationsfaktorer for emnevalg, problemformulering og problemstilling er samlet i dette afsnit. I forlængelse heraf er den benyttede metode præsenteret sammen med afhandlingens struktur og afgrænsning.

1.1 – Indledning

I år 2009 gennemførte Royal Unibrew A/S (herefter Royal Unibrew A/S) en større kapitalforhøjelse med henblik på at sikre strukturel og finansiell fleksibilitet samt fremadrettet konkurrencekraft (Royal Unibrew A/S, 2009). Denne kapitalforhøjelse blev gennemført kort efter den økonomiske krise, hvor Royal Unibrews aktiekurs lukkede i 5,2,- kroner per aktie den 31. marts 2009 (Nasdaq, 2018). Aktiekursen lå i omegnen af 70-80,- kroner per aktie blot et år forinden. Selskabet stod dermed overfor en udfordring.

Siden da har Royal Unibrew udviklet sig til at være en af Danmarks førende leverandører og producenter af øl og læskedrikke med en række stærke brands. Royal Unibrew er repræsenteret nationalt såvel som internationalt (Royal Unibrew A/S, 2018). Hovedmarkedernes afsætning har været præget af svagt stigende og neutral vækst, hvilket udfordrer bryggeribranchen herunder Royal Unibrew (Royal Unibrew A/S, 2017, s. 4-30). Den konsoliderede branche med større aktører medvirker til en yderst intens konkurrence, hvilket kan vanskeliggøre vækstmuligheder. En værdiansættelse af et bryggeri som Royal Unibrew påvirkes antageligvis af væsentlige forhold såsom kontinuerlig udvikling af produkter, ændrede samfundstendenser, konkurrencesituation og livsstil, der påvirker branchens såvel som selskabets vækstmuligheder.

1.2 – Motivation

Motivationen bag denne afhandling har grund i en fælles akademisk interesse for finansielle analyser og fagområder. Bryggeribranchen er præget af større globale aktører, og det danske marked domineres fortsat af Carlsberg A/S (herefter Carlsberg) (Passport, 2018). Dette bundet ud i en interesse for at undersøge, hvordan Danmarks andenstørste aktør, Royal Unibrew, har udviklet sig de seneste år, og hvilken markedsværdi Royal Unibrew har, samt hvordan denne præges af væsentlige forhold. Igennem afhandlingen ønsker vi at undersøge den finansielle situation for Royal Unibrew i et udfordrende marked med hård konkurrence og stor tendens til konsolidering. Disse motivationsfaktorer har ledt afhandlingen hen på den nedenstående problemstilling.

1.3 – Problemstilling

Værdiansættelsers primære formål er at estimere markedsværdien af et selskab. Estimeringen af markedsværdien bygger på væsentlige forudsætninger, der har betydning for markedsværdien, og derfor er værdiansættelser ikke foruden udfordringer. Afhandlingen undersøger i forlængelse af heraf væsentlige faktorer, der påvirker værdiansættelsen af Royal Unibrew. Afhandlingen vil besvare følgende underspørgsmål:

- Hvordan har væsentlige faktorer indflydelse på værdiansættelsen af selskabet?
- Hvordan kan der opstå eventuelle forskelle i estimerede markedsværdier ved brug af forskellige værdiansættelsesmetoder?

1.4 – Problemformulering

Med udgangspunkt i ovenstående problemstilling ønsker vi at besvare problemformuleringen som følger: *"Hvilken markedsværdi forekommer ved en værdiansættelse af Royal Unibrew A/S med udgangspunkt i en DCF-model den 31. december 2017?"*

1.5 – Metode

Formålet med nedenstående afsnit er at anskueliggøre afhandlingens videnskabsteoretiske tilgang.

Denne afhandling er udformet som et single-casestudie af markedsværdien af Royal Unibrew. Et casestudie er karakteriseret som bestående af få observationsenheder og mange variabler (Andersen, 2003, s. 151). Hovedobservationsenheden i afhandlingen er Royal Unibrew, da denne er fokus i problemformuleringen, mens Carlsberg, Heineken, Anadolu Efes (herefter Anadolu) og Olvi Oyj (herefter Olvi) samtidig er observationsenheder, der indgår i analysen som sammenligningsgrundlag.

Da afhandlingen er et studie af, hvordan virkeligheden for Royal Unibrew har set ud før, under og efter den fastsatte dato for værdiansættelsen, og at værdiansættelsen foretages på baggrund af de seneste årsregnskaber, kan den betegnes som et fænomenafslørende casestudie (Andersen I., 2003, s. 163).

Den metodiske indfaldsvinkel for det foranstående casestudie karakteriseres ved hermeneutikken. Denne metode anskuer realiteten gennem objektive beregninger, og metoden tager ikke hensyn til subjektive vurderinger af fremtiden. Dette betyder, at afhandlingen primært baseres på teorier, der

benyttes til at afdække væsentlige forhold af Royal Unibrew og omverdenen. Der er en vis påvirkning af subjektivitet i forhold til antagelser og vurderinger. Påvirkningen af disse subjektive anførelser kommer til udtryk i eksempelvis budgettet og værdiansættelsen, hvor antagelserne kan klassificeres som subjektive, da der ikke foreligger noget objektivt grundlag for fremtiden. Dette betyder at dele af afhandlingen ikke kan anses som den komplette sandhed, og derfor kan diskuteres og kritiseres.

Afhandlingen tager afsæt i den deduktive fremgangsmåde i forbindelse med produktion af viden (Andersen I. , 2003, s. 39). Metoden er baseret på bevisførelse, og den respektive hændelse analyseres ud fra den på forhånd valgte teori. Afhandlingens formål er at løse den specifikke problemstilling gennem empiriske undersøgelser.

Casestudiet af Royal Unibrew baserer sig på kvalitative og kvantitative data. De kvalitative data karakteriseres som data, der er forstående og forklarende fremfor kvantificerbar ved hjælp af statistik og matematiske formler. Afhandlingens kvalitative data defineres som informationer, der er tilegnet gennem diverse markedsrapporter, årsrapporter, branchebeskrivelser og lovgivningsmæssige forhold. Afhandlingens kvantitative data defineres som årsrapporternes regnskabsmæssige data, statistikker, markedsvækst og bruttonationalproduktet.

Det udarbejdede undersøgelsesdesign vil hovedsageligt bestå af sekundære kilder i form af data og information fra årsrapporter fra Royal Unibrew og peers, data fra Bloomberg, artikler, markedsrapporter, statistikker samt andet relevant materiale. De sekundære kilder anvendes i kombination med udvalgte teorier og empiri til at underbygge analysen af den sekundære data.

1.6 – Kildekritik

I denne afhandling er ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang” af Ole Sørensen benyttet som hovedlitteratur. Baggrunden for valget af denne bog er dens detaljerede og praktiske tilgang til behandling af en værdiansættelse. Afhandlingen har suppleret med andet faglitteratur og videnskabelige artikler. Afhandlingen anvender datamateriale samt statistikker fra Thomson, Reuters, Passport, Bloomberg og selskabernes årsrapporter fra år 2013 frem til år 2017. I forbindelse med udvælgelse af kilder har afhandlingen fokuseret at udvælge de kilder, som kan tilskrives en høj validitet og reliabilitet. Dette er gjort for at sikre afhandlingen validitet.

I forbindelse med at sikre afhandlingens validitet analyseres data for at sikre overensstemmelse mellem teoretiske begreber og empiriske variable, også kaldet definitionsvaliditet (Andersen I. , 2003, s. 80). Det er nødvendigt at vurdere, hvorvidt data for begreberne er valide, altså gyldige og relevante. Dataenes gyldighed og relevans er et udtryk for, hvor relevant den anvendte begrebsramme er for afhandlingens problemformulering (Andersen I. , 2003, s. 80). Ud over validiteten af dataindsamlingen er reliabiliteten et udtryk for, hvor præcis dataindsamlingen vurderes, og hvorvidt afhandlingens resultater påvirkes af tilfældigheder (Andersen I. , 2003, s. 81). Denne betragtning vigtig, da afhandlingens konklusion er afhængig af, hvorvidt data er korrekt. Den primære data er indsamlet gennem årsrapporter samt offentlige statistikker, hvorfor der argumenteres for et højt niveau af reliabilitet, da rapporteringen af årets resultat er underlagt regelsættet kaldet IFRS (International Financial Reporting Standards). Det empiriske materiale består primært af videnskabelige artikler og lærebøger, der sikrer afhandlingen pålidelighed.

1.7 – Afhandlingens struktur

Afhandlingen vil først præsentere det teoretiske grundlag, som den analytiske del er baseret på. Afhandlingen undersøger, hvilken markedsværdi der forekommer ved en værdiansættelse af Royal Unibrew A/S på baggrund af en DCF-model. Denne undersøgelse suppleres af to forskellige værdiansættelser ved hjælp af multipler, der tager udgangspunkt i udvalgte peers. DCF-modellens usikkerhed imødekommes ved følsomheds- og scenarieanalyser. Slutteligt ønsker afhandlingen at bidrage med en diskussion af, hvilke fordele og begrænsninger de anvendte såvel som alternative teorier har i forbindelse med en værdiansættelse.

1.8 – Afgrænsning

Afhandlingen fokuserer på at værdiansætte Royal Unibrew på baggrund af DCF-modellen samt udvalgte multipler, som udarbejdes på baggrund af en strategisk analyse og en rentabilitetsanalyse. I løbet af specialeprocessen har det været nødvendigt at afgrænse sig fra teorier, data samt andre relevante elementer. Nedenstående afsnit vil beskæftige sig med, hvad afhandlingen ikke anvender, men som det kunne være relevant at inddrage i afhandlingen.

Afhandlingen har indsnævret det produktmæssige omfang i forbindelse med værdiansættelsen af Royal Unibrew. Værdiansættelsen tager afsæt i selskabets kerneforretning, som er produktion og

distribution af øl, sodavand og cider. Det betyder samtidig, at værdiansættelsen ikke fokuserer på snacks og shots, da disse produktkategorier vurderes som ikke værende væsentlige.

Ydermere fokuserer afhandlingen på et geografisk afgrænset område. Afhandlingen fokuserer udelukkende på Royal Unibrews hovedmarkeder, som er Danmark, Finland, Baltikum samt et mindre fokus på det italienske marked. Afhandlingen fokuserer ikke på det amerikanske marked, hvor Royal Unibrew eksporterer en stor del af deres maldrikke til, hvorfor dette forretningsområde ikke analyseres yderligere.

I forbindelse med værdikædeanalysen påpeges det, at modellen tilpasses Royal Unibrew. Dette indebærer, at analyseafsnittet vil afvige fra teoriafsnittet. Afhandlingen begrænser sig fra, at værdikædeanalysen analyserer indgående logistik, fordi afhandlingens forfattere ikke har internt kendskab hertil, og at ekstern information til analyse af dette forhold er begrænset. Værdikædeanalysen fokuserer derimod på sortimentsudvikling. Afslutningsvis afgrænser afsnittet sig også fra at analysere virksomhedens infrastruktur, da dette allerede afdækkes i virksomhedsbeskrivelsen.

Ovenstående har primært været afgrænsninger i forhold til den strategiske analyse, men afhandlingen afgrænser sig samtidig fra en række forskellige forhold i forhold til regnskabsdelen. Dette drejer sig om, at bryggeribranchen og Royal Unibrew har tendenser til akkvisitioner for at ekspandere, udbygge eller udvikle markedspositioner. Dette illustreres med Royal Unibrews seneste opkøb af finske Hartwall samt italienske Terme di Crodo. Selvom disse højst sandsynligt ikke er deres sidste opkøb, afgrænser afhandlingen sig fra at inddrage fremtidige opkøb. Det skyldes, at der ikke kendes til størrelsen og tidspunktet for fremadrettede akkvisitioner. Afhandlingen tager udgangspunkt i en stand-alone værdiansættelse per den 31. december 2017 af Royal Unibrew.

Regnskabsmæssigt har afhandlingen afgrænset sig fra behandling af leasing i forhold til resultatopgørelse og balanceopgørelse. Dette begrundes med, at niveauet og størrelsen af leasingaftaler i Royal Unibrew ikke er af nogen væsentlig betydning. Overordnet set udgør leasingaftaler en ubetydelig del af den samlede balancemasse, hvorfor reformuleringerne ikke foretager nogen reklassificering.

I forbindelse med at afdække markedsrisikopræmien afgrænser afhandlingen sig fra at inddrage ex-post perspektivet. Dette perspektiv tager udgangspunkt i fortidens markedsrisikopræmier, og selvom Aswath Damodaran løbende har foretaget undersøgelser heraf, kan det diskuteres, hvorvidt markedsrisikopræmien for 50 eller 100 år siden er retvisende billede for en øjeblikkelig værdiansættelse. Afhandlingen vægter undersøgelser fra praktiserende investorer, analytikere og professorer, hvorfor ex-ante perspektivet i stedet anvendes, og afhandlingen afgrænser sig fra ex-post perspektivet.

Eftersom afhandlingen udarbejdes med primært fokus på DCF-modellen antages kapitalomkostningen, WACC, at være konstant igennem hele budget- og terminalperioden. Dette er selvsagt en vanskelig antagelse at fastholde i virkeligheden, hvorfor afhandlingen afgrænser sig fra at rebalancere den anvendte kapitalomkostning. Dette kunne være interessant at arbejde med, men det vil kræve et langt større datagrundlag og -indsigt i forhold til Royal Unibrews fremadrettede kapitalstruktur.

2 – Virksomhedsprofil af Royal Unibrew

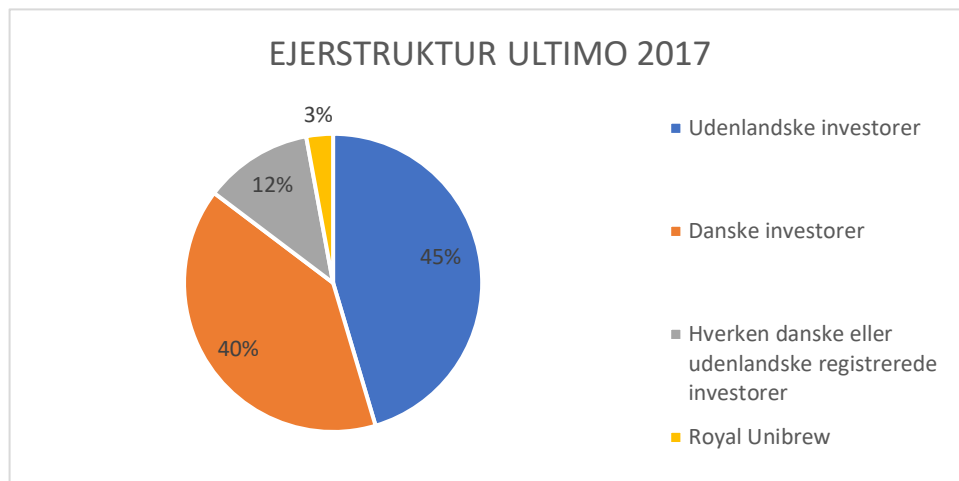
Royal Unibrew er Danmarks næststørste bryggerivirksomhed. Royal Unibrew producerer, markedsfører, distribuerer og sælger alkoholiske- og ikke-alkoholiske drikke herunder øl, maldrikke, cider, ready-to-drink drikke (RTD), sodavand, juice og vand (MarketLine, 2018, s. 3).

2.1 – Historie og udvikling

Royal Unibrew blev stiftet i år 1989 under det daværende navn Bryggerierne Faxe Jyske A/S, da Jyske Bryggerier og Faxe Bryggerierne fusionerede. Faxe Jyske A/S blev i år 1992 til Bryggerigruppen A/S. Bryggerigruppen A/S blev i år 1998 noteret på Københavns fondsbørs, hvilket gav kapitaltilførsel og mulighed for akkvisitiv vækst. Det resulterede i, at selskabet opkøbte en række litauiske bryggerier i form af AB Vilnius Tauras i år 1999 og Kalnapilis Brewery i år 2001. Bryggerigruppen A/S opkøbte det danske Albani Bryggerierne i år 2000. Akkvisitionen tilføjede datterselskaber såsom Maribo, Albani Sverige og Dansk Coladrik. Ekspansionen fortsatte igennem akkvisitiv vækst i Letland, hvor Lacplesas Alus A/S og Cido Partikas Grupa blev opkøbt. Den internationale ekspansion som Bryggerierne A/S havde påbegyndt, skabte behov for et mere internationalt udtryk, hvorfor Bryggerierne A/S i år 2005 blev til Royal Unibrew A/S. Royal Unibrew har fortsat den strategiske ekspansion i blandt andet Polen, Letland, Finland, Estland, Litauen, Italien og Danmark igennem de seneste tretten år. I år 2013 opkøbte Royal Unibrew finske Hartwall, som styrken den finske markedsposition samtidig med, at akkvisitionen tillader Royal Unibrew at producere, distribuere og sælge Heinenken og PepsiCo i Finland (MarketLine, 2018, s. 5-9).

2.2 – Ejerforhold og ledelsen

Royal Unibrew er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen, hvor selskabet indgår i LargeCap indekset. Royal Unibrew havde ca. 17.000 registrerede aktionærer i ultimo 2017, som tilsammen udgjorde 88% af den samlede aktiekapital på 105.400.000,- danske kroner. Den samlede opdeling af aktionærer ses i figur 1, hvor Royal Unibrew oplyser om, at den eneste enkeltinvestor, der udgør mere end 5% af den samlede aktiekapital, er Chr. Augustinus Fabrikker A/S, der har 15% af den samlede aktiekapital (Royal Unibrew A/S, 2017, s. 34-35).



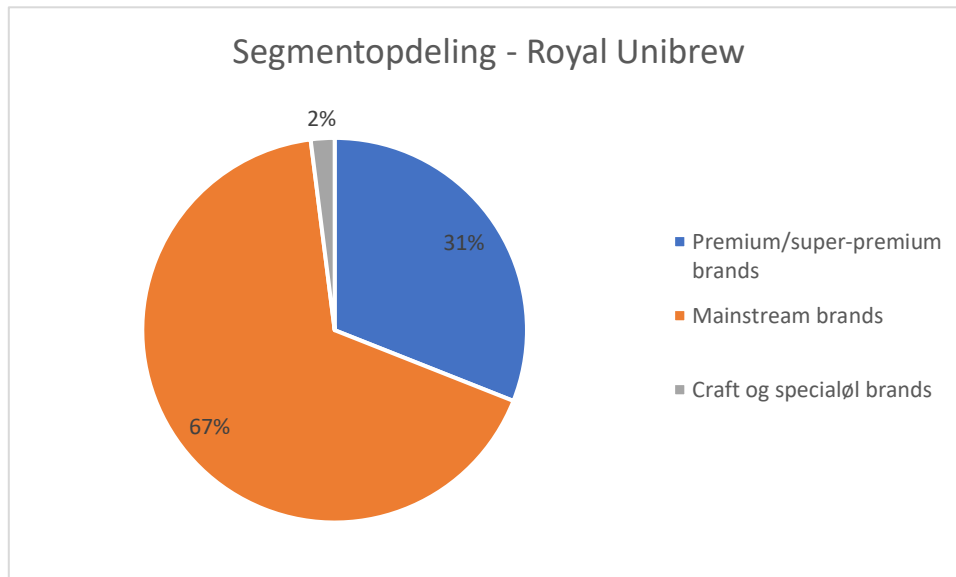
Figur 1 Ejerstruktur ultimo 2017 for Royal Unibrew A/S. Kilde: (Royal Unibrew A/S, 2017, s. 35)

Royal Unibrew følger en stringent ledelsesmodel, hvor bestyrelsen og direktionen er adskilt. Bestyrelsen består af eksterne erhvervsfolk samt medarbejdervalgte repræsentanter. De eksterne bestyrelsesmedlemmer er valgt af aktionærerne på generalforsamling. I år 2017 skete der en række ændringer i direktionen og bestyrelsen. Den daværende administrerende direktør siden år 2008, Henrik Brandt, opsagde sin stilling, hvorefter Jesper B. Jørgensen overtog posten. Jesper B. Jørgensen blev kort efter erstattet af driftsdirektøren, Hans Savonije, som nu, sammen med økonomidirektør, Lars Jensen, udgør direktionen i Royal Unibrew. Den tidligere næstformand, Walther Thygesen, indtræder som formand, og Jais Valeur indtræder som næstformand. Lars Vestergaard, Floris van Woerkom og Christian Sagild er nye i bestyrelsen fra seneste generalforsamling (Royal Unibrew, 2018).

2.3 – Segmenter, produkter og markeder

Royal Unibrew betragtes som en regional aktør indenfor produktion, distribution og salg af øl, malt- og læskedrikke. Royal Unibrew opererer primært i Vesteuropa i Danmark, Italien, Finland samt Baltikum. Ydermere opererer Royal Unibrew i andre europæiske storbyer, Nordamerika samt Afrika. Størrelsesmæssigt udgør Vesteuropa 40% af nettoomsætningen, Baltikum udgør 52% af nettoomsætningen samt maldrikke og eksport udgør 8% af nettoomsætningen. Fordelingen ser anderledes ud, hvis EBIT per segment betragtes. EBIT i de respektive områder er henholdsvis 51% i Vesteuropa, 39% i Baltikum og 10% på maldrikke og eksport (Royal Unibrew, 2018, s. 4).

Royal Unibrew segmenterer deres produktportefølje i forhold til øl i super premium/premium, mainstream samt craft og specialøl. Segmentopdelingen i Royal Unibrew er illustreret i figur 2 baseret på nettoomsætning for år 2017 (Royal Unibrew, 2018, s. 4).



Figur 2 Brandopdeling for Royal Unibrew A/S, år 2017. Kilde: (Royal Unibrew A/S, 2017, s. 4)

Super-premium og premium segmenterne består af en række forskellige specialprodukter. Det omfatter specialøl fra lokale mikrobryggerier, eksklusive øl eller øl med et stærkt brand. Mainstreamsegmentet udgør hovedparten af den samlede volumen. Segmentet består typisk af lokale brands eller flere forskellige pilsnertyper fra samme bryggeri. Craft og specialøl segmentet består af såkaldte mikrobryg eller håndværksøl.

Royal Unibrew segmenterer deres produktportefølje i forhold til læskedrikke i globale brands, lokale brands og private label brands. Langt hovedparten af volumen udgøres af globale brands, hvor lokale og private label brands udgør en mindre markedsandel (Royal Unibrew, 2009, s. 46).

2.3.1 – Markeder

Første del af afsnittet afdækker Vesteuropa. Dette omhandler Danmark og Italien. Vesteuropa udgjorde i år 2017 40% af den samlede volumen, og de ovennævnte lande betragtes derfor som værende essentielle markeder for Royal Unibrew. Samlet set omsatte Vesteuropa for 2.829 mio. danske kroner i år 2017, og markedet havde en EBIT-margin på 19,9% (Royal Unibrew, 2017, s. 11). Anden del af afsnittet afdækker det baltiske øhav. Dette omhandler Finland, Litauen, Letland og

Estland. Disse markeder udgjorde i år 2017 52% af den samlede volumen, og de må betragtes som værende essentielle markeder for Royal Unibrew. Det baltiske øhav omsatte for 3.076 mio. danske kroner i år 2017, og markedet havde en EBIT-margin på 14,0% (Royal Unibrew, 2017, s. 11).

2.3.2 – Danmark

Den totale salgsvolumen indenfor alkoholiske drikke oplevede i år 2017 et fald. Royal Unibrew udgør sammen med Carlsberg over 50% af det danske marked. De resterende markedsandele udgøres af mindre aktører med under 5% markedsandele (Passport, 2018, s. 1-2). Det forventes, at der sker et skift i ølforbruget i de kommende år grundet øget fokus på sundhed. Det kommer til at gavne craft og specialøl, og indenfor dette område er Royal Unibrew repræsenteret med blandt andre brands som Kissmeyer, Anarkist og Schøitz. Brands som Albani, Ceres og Thor karakteriseres som værende lokale mainstream brands, hvor Royal karakteriseres som et nationalt mainstreambrand. Ydermere licensproducerer Royal Unibrew Heineken til det danske marked (Royal Unibrew A/S, 2009, s. 54-56). Der kan drages paralleller til det danske læskedrikmarked, hvor Carlsberg og Royal Unibrew dominerer markedet med henholdsvis 21,3% og 19,5% af markedet. De resterende markedsandele udgøres af Coop Danmark A/S, Rynkeby Foods A/S samt mindre aktører (Passport, 2018, s. 1-2). De licensproducerede produkter fra PepsiCo karakteriseres som globale brands på markedet, og de udgør samlet set ca. 10,5% af off-trade markedet for læskedrikke. Royal Unibrews egne brands som Faxe Kondi og Nikoline karakteriseres som stærke nationale brands med 4,6% af off-trade markedet for læskedrikke (Passport, 2018).

2.3.3 – Italien

Italien har et lavt ølforbrug per indbygger sammenlignet med andre europæiske lande, og markedet forventer en minimal stigning i ølforbruget de kommende år. Royal Unibrew har et skærpet fokus på super-premium og premium segmentet i Italien med særligt Ceres Strong Ale og Ceres Old 9 (Royal Unibrew, 2018, s. 11-19). Royal Unibrews distribution i Italien er karakteriseret ved en høj tilgængelighed blandt on-trade segmentet, hvor Ceres Strong Ale har en distributionsgrad på 75% (Royal Unibrew, 2009). Et ændret forbrugsmønster kan udfordre Royal Unibrew, da afsætningen flytter fra on-trade til off-trade segmentet (Royal Unibrew A/S, 2018, s. 11).

2.3.4 – Finland

Royal Unibrew besidder en solid markedsposition efter opkøbet af den finske bryggerikoncern Hartwall i år 2013 (Royal Unibrew, 2013). Hartwall har en markedsandel på 20,9% af den samlede volumen, og er Finlands næststørste bryggeri. De vigtigste brands er Karjala og Lapin Kulta med 8,3% og 6,8% andel af den samlede volumen (Passport, 2018). Det finske marked for alkoholiske drikke har igennem en lang årrække oplevet negativ vækst, hvilket forventes at være kendetegnet for de kommende år. Det skyldes især import fra Estland, hvor enhedspriserne på alkoholiske drikke er markant lavere. Distributionen af alkoholiske drikke har været domineret af Alko-monopolet, men den ændrede lov vil medvirke til en ændret produktsammensætning (Royal Unibrew, 2018, s. 11). Selvsamme karakteristika gør sig gældende på læskedrikmarkedet, hvor der er faldende salgsvolumen, negativ markedsvækst og ændret markedsefterspørgsel. Hartwall udgør med 16,5% markedsandele en betydelig aktør på det finske marked. De betydelige brands indenfor læskedrikke er Hartwall Jaffa, Hartwall Upcider, Hartwall Limonadi, Hartwall Novelle og de licenserede brands som Pepsi og Pepsi Max (Passport, 2018).

2.3.5 – Litauen

Royal Unibrew er blandt de tre førende selskaber på ølmarkedet, hvor datterselskabet Kalnapilio-Tauro Grupe UAB udgør 12,1% af den samlede salgsvolumen. Datterselskabet råder over Kalnapilis og Taurus, der anses for værende stærke nationale mainstream brands på det litauiske marked. Off-trade segmentet udgør over 90% af den samlede volumen (Passport, 2018). Royal Unibrew er repræsenteret indenfor craft øl med Vilksmerges og indenfor international brands med Faxe og Heineken (Royal Unibrew, 2018, s. 30). Royal Unibrew udgør en mindre aktør på læskedrikmarkedet, hvor Kalnapilio-Tauro Grupe UAB har 4,8% markedsandele, og Cido Grupa SIA har 2,7%, hvor Cido brandet har en stærk position indenfor juice (Passport, 2018).

2.3.6 – Letland

I Letland er Royal Unibrew blandt de tre førende selskaber på ølmarkedet med datterselskabet Cido Grupa SIA, som besidder 13,3% af den samlede volumen. De vigtigste brands på ølmarkedet er henholdsvis Lacplesis, Livu Pilzenes og Livu Rubinis. De nævnte brands kendetegnes som værende mainstream (Passport, 2018). På læskedrikmarkedet har Royal Unibrew en stærk markedsleder position, hvor datterselskabet Cido Grupa SIA har 24,8% markedsandele. Mangali og Cido er koncernens stærkeste brands på det lettiske marked (Passport, 2018).

2.3.7 – Estland

Royal Unibrews markedsposition er ikke fremtrædende på det estiske marked, og det skyldes, at de to største aktører har over 60% af det samlede markedet, hvor A Le Coq AS ejes af det finske bryggeri Olvi og Saku Õlletehase AS ejes af Carlsberg (Passport, 2018). De væsentligste brands på det estiske marked er Meistriti Gildi, Faxe og Heineken (Royal Unibrew, 2018, s. 30). Læskedrikmarkedet er ikke anderledes fra ølmarkedet, hvor A Le Coq AS og Coca-Cola HBC Eesti AS udgør lidt under 40% af det samlede marked. Royal Unibrew har med deres datterselskaber Cido Partikas Grupa SIA og PepsiCo Estonia AS omtrent 3% af det samlede læskedrikmarked. De væsentligste brands indenfor læskedrikmarkedet er derfor Cido og Pepsi (Passport, 2018).

2.4 – Regnskabs- og nøgletal

Royal Unibrew omsatte for 6.384 mio. danske kroner i år 2017 mod 6.340 mio. danske kroner. EBITDA var i samme periode 1.362 mio. danske kroner i år 2017 og 1.306 mio. danske kroner i år 2016. Dette svarer til en EBITDA-margin på 21,3% svarende til en forbedring på 0,7 procentpoint. Årets resultat var i år 2017 på 831 mio. danske kroner mod 784 mio. danske kroner i år 2016. Royal Unibrew formåede at skabe en egenkapitalforrentning på 29% i år 2017 svarende til en forbedring på 2 procentpoint sammenlignet med forrige år. Royal Unibrew beskæftiger omtrent 2.300 medarbejdere, og selskabet har afdelinger i de førnævnte lande, hvor produktionen foregår. I bilag 1 illustreres en komplet oversigt over koncernstrukturen.

3 – Udvalgelse af peers

Dette afsnit præsenterer og argumenterer først en række forskellige krav, peers skal opfylde for at mindske usikkerheden omkring de udarbejdede værdiansættelser af Royal Unibrew. Afslutningsvis præsenterer de udvalgte peers, der anvendes i forbindelse med værdiansættelsen.

Grundlæggende skal der være overensstemmelse mellem Royal Unibrew og peers i forhold til, at de udvalgte peers skal have samme regnskabsprincipper på væsentlige områder, samme rentabilitet, samme forventede vækst i omsætning og indtjening samt samme risikoprofil (Petersen & Plenborg, 2004).

Afhandlingen tager udgangspunkt i en peergruppe bestående af fire aktører fra bryggeribranchen, som er Carlsberg, Heineken, Anadolu og Olvi. Det skyldes, at samtlige udvalgte peers udarbejder årsrapporter i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS), hvorfor årsrapporterne på tværs af Royal Unibrew og peers er sammenlignelige. Den foranstående rentabilitetsanalyse afspejler, at rentabilitetskravet brydes. Det er vanskeligt at have identisk rentabilitet i fem forskellige virksomheder, da denne styres af selskabsspecifikke forhold. Det samme gør sig gældende risikomæssigt, da dette forhold afhænger af den finansielle gearing samt selskabsspecifikke forhold, der varierer fra selskab til selskab. Forudsætningen om samme forventet vækst i omsætning og indtjening tager udgangspunkt i, at væksten i bryggeribranchen afhænger af makroøkonomiske forhold, men da aktørerne tilpasser sig forskelligt, vil der opstå afvigelser i forhold til opnået vækst i nettoomsætning og indtjening. Aktørerne påvirkes af de samme underliggende makroøkonomiske faktorer, hvorfor dette princip ikke bryder med vækstkravet i forhold til de udvalgte peers.

Carlsberg er Danmarks største bryggeri og på verdensplan en global aktør. Selskabet producerer og distribuerer stærke brands som Tuborg, Carlsberg og Coca-Cola. Selskabet har stærke positioner i Vest-, og Østeuropa samt Asien, hvorimod resten af verden serviceres gennem eksport og licensaftaler. I år 2017 beskæftigede Carlsberg lidt over 41.000 ansatte, omsatte for næsten 62 milliarder danske kroner og havde en EBITDA på 8,9 milliarder danske kroner (Carlsberg A/S, 2018). Carlsberg havde ved udgangen af år 2017 en markedsværdi på næsten 114 milliarder danske kroner (Carlsberg Danmark A/S, 2017, s. 14).

Heineken er Europas største bryggeri og verdens andenstørste bryggeri i verden. Heineken opererer på mere end 70 markeder med mere end 250 forskellige brands (Heineken, 2017). I år 2017 beskæftigede Heineken omtrent 80.500 ansatte, omsatte for næsten 22 milliarder euros samt en EBITDA på 5,0 milliarder euros (Heineken, s. 12-20). Heineken havde ved udgangen af år 2017 en markedsværdi i omegnen af 50 milliarder euros (Heineken, s. 5).

Anadolu er Tyrkiets største bryggeri, og globalt distribuerer Anadolu til over 70 lande. Anadolu beskæftigede i år 2017 omtrent 14.000 medarbejdere, omsatte for næsten 13 milliarder tyrkiske lira og havde en EBITDA på 1,3 milliarder tyrkiske lira. Anadolu havde en markedsværdi på lidt over 14 millioner tyrkiske lira (Anadolu Efes).

Olvi er et Finlands tredjestørste bryggeri, og bryggeriets hovedmarkeder er Finland, Hviderusland og Baltikum. I år 2017 beskæftigede Olvi 1.783 ansatte, omsatte for 345,2 millioner euros samt en EBITDA på 44,8 millioner euros. Olvi havde ved udgangen af år 2017 omtrent en markedsværdi på 500 millioner euros (Olvi Oyj).

4 – Teori til den strategiske analyse

Afsnittet har til formål at afdække de væsentligste teorier, som anvendes i forbindelse med den strategiske analyse. Afsnittet redegør for PEST-modellen, Porters Five Forces samt værdikæden. Afsnittet giver en forståelse af de forskellige teorier, der bidrager til den samlede analyse.

4.1 – Redegørelse af PEST-modellen

PEST-analysen er en omverdensanalyse, der omfatter en analyse af en virksomheds eksterne forhold. Analysens formål er at identificere væsentlige nøgelfaktorer i virksomhedens eksterne forhold (Sørensen, 2012, s. 66-67). De væsentlige forhold som PEST omfatter redegøres nedenfor.

4.1.1 – Politiske og lovgivningsmæssige forhold

De politiske faktorer omfatter både politiske og lovgivningsmæssige forhold på det enkelte marked. Det er relevant at analysere forhold, der påvirker selskabet. Det omhandler handelsbarrierer, skattemæssige forhold, eksportmæssige og erhvervsmæssige forhold. Samtidig analyseres de lovgivningsmæssige forhold, der skal overholdes af branchens aktør. Det omhandler forskellige politikker der påvirker det makroøkonomiske miljø (Petersen & Plenborg, 2012, s. 188-189).

4.1.2 – Samfundsøkonomiske og demografiske forhold

Dette forhold analyserer væsentlige samfundsøkonomiske og demografiske forhold relateret til selskabets eksterne miljø. Dette omhandler centrale makroøkonomiske forhold som BNP-vækst, arbejdsløshed og råvarepriser (Petersen & Plenborg, 2012, s. 188-189). Ydermere er det relevant at inddrage væksten i indbyggertal på de respektive markeder. De samfundsøkonomiske og demografiske forhold har signifikant betydning for et selskab, da disse er centrale værdidrivere for en virksomheds vækst.

4.1.3 – Sociale og kulturelle forhold

De sociale og kulturelle forhold vedrører forhold, der koncentrerer sig om levestandard, forbrugsvaner og livsstil. Disse forhold er særdeles vigtige for en virksomhed, da ændrede livsstil eller forbrugsvaner kan medføre, at virksomheden skal tilpasse sig de ændrede sociale og kulturelle forhold.

4.1.4 – Teknologiske og miljømæssige forhold

Dette forhold vedrører teknologiske og miljømæssige forhold, der omfatter den teknologiske udvikling på det pågældende marked samt eksterne miljømæssige forhold, der påvirker det pågældende selskab. Den teknologiske udvikling kan medvirke til øget omkostningseffektivitet for selskabet. Samtidig afspejler de miljømæssige forhold i, hvilken grad selskabet efterlever væsentlige miljømæssige faktorer.

4.2 – Redegørelse af Porters Five Forces

Porters Five Forces beskriver i hvilken grad en defineret branche anses for at være attraktiv og konkurrenceintensiv ud fra en række forskellige elementer (Porter, 2008, s. 79-80). Afsnittene har til hensigt at redegøre for væsentlige elementer, der analyseres i afsnit 7.2. Modellen anvendes til at fremhæve hvilke markeds kræfter der danner grundlag for branchens attraktivitet og konkurrenceintensitet.

Teorien tager udgangspunkt i en forhåndsdefineret branche, da det er essentielt at fastlægge rammerne for at vurdere konkurrencesituationen i den pågældende branche. Udgangspunktet er, at definitionen tager afsæt i to forskellige dimensioner. Branchedefinitionen tager udgangspunkt i omfanget af produkter sammen med den geografiske afgrænsning i forhold til analysen af Porters Five Forces (Porter, 2008, s. 79-80).

Branchens attraktivitet og konkurrenceintensitet bestemmes ifølge Porter af fem forskellige kræfter, som er leverandørernes forhandlingskraft, kundernes forhandlingskraft, truslen fra potentielle indtrængere og truslen fra substituerende produkter samt konkurrencen i branchen.

4.2.1 – Leverandørernes forhandlingskraft

Leverandørernes forhandlingskraft påvirker konkurrencesituationen i branchen. Leverandørernes forhandlingskraft udgøres af de enkelte leverandørers betydning, størrelse, antallet af substitutionsmuligheder, råvaremangel og integration af leverandør. Disse parametre er med til at afgøre, hvor stor en forhandlingsstyrke leverandørerne samlet set har (Porter, 2008, s. 82-83). Såfremt leverandørerne har overtaget, vil det medføre en svær forhandlingssituation, og det vil alt andet lige mindske branchens attraktivitet. En lav forhandlingsstyrke blandt leverandører gør den pågældende branche attraktiv, fordi profitabilitetsfordelen må antages at ligge hos branchens aktører. (Porter,

2008, s. 82-83). I forhold til leverandørernes forhandlingsstyrke vil denne være afhængig af, hvorvidt leverandørerne afhænger af branchen eller branchen afhænger af leverandørerne. Svaret vil tage udgangspunkt i, hvorvidt leverandørerne er en diversificeret eller koncentreret forretning, om aktørerne kan skifte frit mellem leverandører samt antallet af substitutionsmuligheder (Porter, 2008, s. 82-83).

4.2.2 – Kundernes forhandlingskraft

Kundernes forhandlingsstyrke er medvirkende til, hvorvidt branchen betragtes som attraktiv og konkurrenceintensiv. Findes der få men meget attraktive kunder, vil kundernes forhandlingsstyrke være stor, og kunderne vil ende med en stor del af gevinsten. Det vil med andre ord betyde, at branchen ikke umiddelbart er attraktiv at være i. Er mellemleddets kunder meget loyale, står kunden stærk i en forhandlingssituation. Ydermere har branchens produkt en afgørende betydning for, hvorvidt kundernes forhandlingsstyrke er lav, middel eller høj, da et homogent produkt let kan substitueres af kunden. Kunden vil have en tendens til at opveje de enkelte aktører op mod hinanden, og hvorvidt en kundes substitutionsomkostninger er høje eller lave har betydning for kundernes forhandlingsstyrke (Porter, 2008, s. 83-84). Et andet yderst relevant element er kundernes prisfølsomhed. Kundernes prisfølsomhed kan både betragtes i forhold til slutforbrugeren men også overfor mellemleddets. Samtidig er der større sandsynlighed for, at de enkelte aktører forsøger at finde alternativer, hvis produktet udgør en stor andel i forhold til omkostningsstruktur ved mellemleddets eller rådgivelsesbeløbet ved slutforbrugeren. Desto større andel som produktet udgør, desto mere prisfølsomme er henholdsvis mellemleddets og slutforbrugeren. Prisfølsomheden afhænger ligeledes i høj grad af, hvorvidt mellemleddets eller slutforbrugeren er under økonomisk pres, er prisfølsomheden givetvis større (Porter, 2008, s. 84).

4.2.3 – Truslen fra potentielle indtrængere

Truslen fra potentielle indtrængere afhænger af, hvorvidt etablering i branchen er nem, og truslen bestemmes af branchens indgangsbarrierer, der blandt andet består af stordriftsfordele, kapitalkrav, patenter, produktdifferentiering, adgang til distributionskanaler, kunders substitutionsomkostninger og lovgivning. Indgangsbarrieren har betydning for, hvor dynamisk branchen generelt udvikler sig. Lave indgangsbarrierer har tendens til at presse nuværende markedsaktører til at bekymre sig om nyetablerede virksomheder og derigennem øge konkurrenceintensiteten og presse profitabilitet af markedet. En høj indgangsbarriere for branchen medfører, at der er mindre fokus på nyetablerede

markedsaktører, men derimod et større fokus mod de fire andre elementer i modellen, der vil påvirke profitabiliteten i markedet (Porter, 2008, s. 80-81).

4.2.4 – Truslen fra substituerende produkter

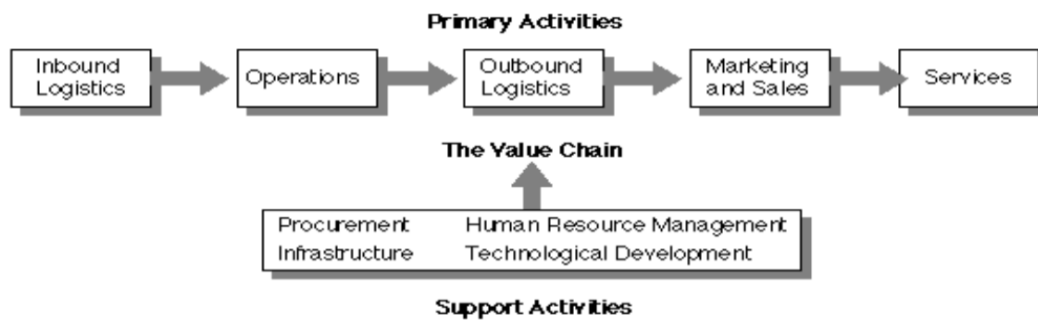
Det fjerde element er truslen fra substituerende produkter, som påvirker branchens attraktivitet og konkurrenceniveau. Substituerende produkter er produkter, der har samme eller lignende behovsopfyldelse som det sammenlignende produkt. Substituerende produkterne har samtidig indflydelse på kundernes forhandlingsstyrke, hvorfor dette er et centralt element i modellen. Truslen fra substituerende produkter vurderes ud fra blandet andet antallet af substitutionsmuligheder, tilgængeligheden heraf, skifteomkostninger imellem og kundeloyalitet. Er substitutionsmulighederne indlysende, tilgængelige, og der er begrænset kundeloyalitet samt skifteomkostninger, vil branchen være mindre attraktiv (Porter, 2008, s. 84-85). I analysen af truslen fra substituerende produkter vil det være essentielt at definere og vurdere substituerende produkter i forhold til branchen.

4.2.5 – Rivaliseringen i branchen

Ovenstående redegør for eksterne faktorer, og det afsluttende element i Porters Five Forces modellen er rivaliseringen iblandt eksisterende konkurrenter. Rivalisering iblandt eksisterende virksomheder kommer til udtryk på forskellig vis. Det kan være i form priskrig, nye produktlanceringer, reklamekampagner eller serviceforbedringer. En høj rivalisering medfører en begrænset attraktivitet overfor nye indtrængere, og profitpotentiallet afhænger i høj grad af, hvor intensiv konkurrencen er blandt eksisterende aktører. Rivaliseringen i branchen vurderes på baggrund af en række faktorer herunder branchevækst, konkurrenters størrelse og magt samt ovenstående markeds kræfter (Porter, 2008, s. 85-86).

4.3 – Redegørelse af Porters værdikæde

Ifølge Porter har enhver organisation en række sammenkædede aktiviteter, der skaber kundeværdi. Formålet med at anvende Porters værdikæde i afhandlingen er at få identificeret Royal Unibrews kernekompetencer, der skaber kundeværdi (Petersen & Plenborg, 2012, s. 191). Værdikæden består af fem primære aktiviteter samt fire støtteaktiviteter. Disse aktiviteter skaber tilsammen kundeværdi, og herudfra kan det analyseres, hvor virksomhedens konkurrencemæssige fordel og kernekompetencer ligger (Sørensen, 2012, s. 84).



Figur 3 Michael Porters værdikæde. Kilde: (Porter, *Competitive Advantage*, 1985, s. 11-15)

De primære aktiviteter omhandler alt fra indgående logistik til service efter salg jævnfør figur 3. Heri skaber selskabet kundeværdi, hvorimod støtteaktiviteterne underbygger og muliggør skabelsen af kundeværdi.

Indgående logistik vedrører virksomhedens aktiviteter, der har med bestilling af råvarer at gøre. Dette omfatter selve bestillingen, bestilling af ekstern transport, modtagelse af råvarerne på fabrikken, kontrol af råvarer ved ankomst samt intern lagerstyring. Produktion består af aktiviteter, der transformerer det pågældende input fra den tidligere indgående logistik til det endelige produkt. Dette omhandler bearbejdning, indpakning, antal færdigvarer og serie størrelser. Udgående logistik er logistikken omkring de færdigproducerede varer. Dette er pakning, lagring, ekspedition samt distribution af færdigvarer. Marketing og salg er den overordnede planlægning af salg, prissætning samt markedsføringsaktiviteter såsom annonceringer og reklamefremstød. Service efter salg er de aktiviteter, der vedligeholder værdien af produktet, såsom instruktion, kundeservice, reklamationer og garantiordninger (Porter, *Competitive Advantage*, 1985, s. 11-15).

Støtteaktiviteterne har ikke nogen indflydelse på selve produktet, men aktiviteterne understøtter de primære aktiviteter. Støtteaktiviteterne anses som et serviceorgan for de primære aktiviteter, da de er medvirkende til, at de primære aktiviteter skaber kundeværdi. Støtteaktiviteterne beskrives som infrastruktur, menneskelige ressourcer, produkt- og teknologiudvikling samt indkøb.

Infrastrukturen er aktiviteter, der skaber støtte til de øvrige aktiviteter i værdikæden. Virksomhedens infrastruktur beskrives som organisationsstrukturen, ledelse, samt interne systemer til planlægning og økonomi. Ledelsen af personelle ressourcer har til formål at rekruttere den nødvendige og mest kompetente arbejdskraft, uddanne og udvikle eksisterende arbejdskraft samt fastholde den eksisterende arbejdskraft. Teknologisk udvikling beskrives som forskning og udviklingen af nye

produkter samt i ny teknologi til produktion, design og proces. Indkøb indeholder indkøb og anskaffelse af råvarer og inputs til produktionen, inventar, kontorartikler, bygninger samt bidrager med serviceydelser til produktionslokaler. Det er denne funktion, der sikrer rabataftaler med faste leverandører samt royaltyaftaler ved særlige samarbejdspartnere (Porter, 1985, s. 11-15).

5 – Teori til regnskabsanalysen

Afsnittet har til formål at redegøre for regnskabsmæssige teorier i forbindelse med regnskabsanalysen. Afsnittet afdækker regnskabskvalitet, reformuleringer, rentabilitet samt benchmarkanalyse.

5.1 – Redegørelse af regnskabskvalitet

En analyse af regnskabskvalitet har til formål at vurdere, hvorvidt virksomhedens regnskabsføring afspejler de forretningsmæssige aktiviteter. Såfremt regnskabet ikke afspejler et retvisende billede af det enkelte års overskud, vil der opstå fejl i de forventede fremtidsudsigter. Nedenstående faser anvendes til at vurdere regnskabskvaliteten.

Fase 1) Identificer centrale regnskabsprincipper

Denne fase handler at identificere og vurdere den anvendte regnskabspraksis samt, hvorvidt ledelsens skøn og vurderinger måler kritiske succesfaktorer og risici (Sørensen, 2012, s. 132). Skal ledelsen opnå bestemte mål, kan regnskabsprincippet afgøre, hvorvidt regnskabet afspejler et retvisende billede.

Fase 2) Vurder den regnskabsmæssige fleksibilitet

Valg af regnskabsprincip og dets fleksibilitet kan begrænses af regnskabsstandarder. Sådanne begrænsninger kan medføre, at selskabet bliver mindre informativ i forhold til succesfaktorer, og selskabets resultater kan dermed være vanskelige at gennemskue (Sørensen, 2012, s. 133).

Fase 3) Vurdering af den anvendte regnskabspraksis

Ovenstående regnskabsmæssige fleksibilitet kan enten anvendes til at oplyse om virksomhedens økonomiske situation eller sløre denne på grund af regnskabspraksissens fleksibilitet (Sørensen, 2012, s. 134).

Fase 4) Vurdering af kvaliteten af oplysningerne

Denne fase handler om vurdering af kvaliteten af regnskabets oplysninger. Dette handler om, hvorvidt selskaber bidrager med tilstrækkelig information til at forstå selskabets reelle økonomiske forhold. Der er fastsat et minimum af oplysninger, men selskabet har herudover et betydeligt spillerum (Sørensen, 2012, s. 135)

Fase 5) Identifikation af røde flag

Fase fem inkluderer såkaldte røde flag. Disse røde flag kan tyde på dårlig regnskabskvalitet, og røde flag kan identificeres ved uforklarlige ændringer i regnskabspraksis, uforklarlige transaktioner der øger overskuddet, usædvanlige stigninger i tilgodehavender, usædvanlige stigninger i varelagre, uventede store nedskrivninger, store justeringer i periodens slutning og forbehold i revisionspåtegningen eller revisorskifte. Disse røde flag er ikke udtømmende, hvorfor en yderligere vurdering er nødvendig (Sørensen, 2012, s. 136-137).

Fase 6) Korrigér for regnskabsmæssig støj

Såfremt analysen af regnskabskvalitet indikerer, at de rapporterede regnskabstal er misvisende, bør disse korrigeres for den identificeret støj. Regnskabets noter bidrager med informationer, der kan anvendes til korrektionen (Sørensen, 2012, s. 137-138).

Hvis ledelsen har incitament til at forbedre eller forringe det rapporterede overskud, vil dette typisk ske gennem en overvurdering af aktiverne. Det er nødvendigt at bedømme, hvorvidt ledelsen over- eller undervurderer aktiver og forpligtelser samt eventuelt korrektion heraf. Der forekommer oftest over- og undervurderinger ved operationel leasing, afskrivning af og amortisering af langfristede aktiver, ikke-indregnede immaterielle aktiver, aktivering af låneomkostninger samt hensatte forpligtelser.

I en analyse af regnskabskvaliteten er det vigtigt at erkende, at korrektionerne kun vil være tilnærmelsesvis og aldrig helt korrekte, da størstedelen af den tilgængelige information ikke er tilstrækkelig for at foretage præcise korrektioner for den eksterne analytikere (Sørensen, 2012, s. 138-152).

5.2 – Redegørelse af resultat- og balancereformulering

Ovenstående afsnit afspejler, at en analytiker er nødt til at foretage korrektioner i virksomhedens rapporterede regnskabstal, hvis disse indikerer regnskabsmæssig støj. Regnskabsposterne i de officielle resultatopgørelser og balancer skal klassificeres som henholdsvis drift eller finansiering. Dette er de reformulerede finansielle opgørelser, der er med til at øge fokus på driftsaktiviteten som den primære værdiskabende aktivitet (Sørensen, 2012, s. 157).

5.2.1 – Reformulering af resultatopgørelse

En reformuleret resultatopgørelse sporer kilderne til virksomhedens samlede overskud. Dette gøres ved at opdele i driftoverskud og netto finansielle omkostninger. Disse komponenter indgår i nøgletallene til beregning af rentabiliteten, hvorfor en reformulering af resultatopgørelsen er nødvendig. Virksomhedens totale overskud består både af nettooverskuddet samt anden totalindkomst, der dækker over posteringer, der posteres direkte på egenkapitalen i stedet for på resultatopgørelsen. Dette fænomen kaldes for dirty-surplus accounting, da overskuddet på resultatopgørelsen ikke kan anses som værende fuldstændigt (Sørensen, 2012, s. 170). Reformuleringens opgave er at inddrage posterne fra anden totalindkomst ind i den reformulerede resultatopgørelse. Dette medfører, at resultatopgørelsen betragtes som fuldstændig tilsvarende clean-surplus accounting, og bundlinjer bliver dermed til totalindkomst til ordinære aktionærer.

Formålet er at anvende den nuværende rentabilitet til brug for skøn af virksomhedens fremtidige rentabilitet, og derfor skal fokus lægges på de indtægter og omkostninger, der er tilbagevendende. Ikke-tilbagevendende regnskabsposter bør derfor ekskluderes af den reformulerede resultatopgørelse. Dette kommer af ønsket om at budgettere virksomhedens permanente overskud. Såfremt ikke-tilbagevendende regnskabsposter medtages kan en værdiansættelse medføre misvisende og fejlagtige værdiansættelser (Sørensen, 2012, s. 171).

Ud over at reformulere resultatopgørelsen til analyse af rentabilitet og vækst består processen i at udskille usædvanlige overskudskomponenter. I den officielle resultatopgørelse rapporteres der kun et beløb for skatten, nemlig skat af årets resultat. Dette beløb skal fordeles ud på de forskellige overskud for at give det korrekte billede af resultatet efter skat. Det samlede driftoverskud opdeles i et permanent driftoverskud (NOPAT) samt usædvanlige driftsposter (Sørensen, 2012, s. 171).

5.2.2 – Reformulering af balance

Den oprindelige balance skelner mellem kort- og langfristede aktiver og forpligtelser. Denne klassifikation anvendes ikke i reformuleringen, da formålet er at identificere de pågældende kilder til rentabilitet. Dette gøres ved at skelne mellem driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter (Sørensen, 2012, s. 158-159).

Passiverne i den officielle balance er inddelt i egenkapital, langfristede forpligtelser og kortfristede forpligtelser, men den reformulerede balance inddeler disse i driftsforpligtelser, finansielle forpligtelser og egenkapital.

Driftsaktiver og driftsforpligtelser vedrører produktion og salg af varer og tjenester. Tommelfingerreglen er umiddelbart, at hvis den pågældende regnskabspost vedrører virksomhedens drift, skal regnskabsposten klassificeres som et driftsaktiv eller en driftsforpligtelse (Sørensen, 2012, s. 158-161).

Finansielle aktiver og finansielle forpligtelser er derimod poster, der dækker finansiering af driften. De finansielle forpligtelser er, når virksomheden pådrager sig en forpligtelse som følge af finansielle beslutninger. De finansielle aktiver består af de aktiver, der opbevarer den overskydende likviditet i virksomheden frem til, at midlerne skal investeres i driften. Finansielle aktiver og finansielle forpligtelser er afledt af virksomhedens finansieringsaktiviteter samt transaktionerne på kapitalmarkedet. Forskellen mellem de finansielle forpligtelser og finansielle aktiver udgør netto finansielle forpligtelser (Sørensen, 2012, s. 158-159).

5.3 – Redegørelse af teori til rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen afspejler, hvor virksomheden er nu, og den afdækker, hvad der driver den nuværende rentabilitet. De finansielle opgørelser fanger økonomiske faktorer, og opgørelserne måler den realiserede værdiskabelse for en given periode. Når værdidriverne skal identificeres, er det vigtigt at forstå de bagvedliggende faktorer. De enkelte værdidrivere identificeres ved hjælp af Dupont-modellen, som fremgår af bilag 2 (Sørensen, 2012, s. 209-211). Der henvises til bilag 3, som indeholder nøgletalsformler, som der anvendes til udregning af de enkelte nøgletal i forbindelse med analysen.

Dupont-modellen illustrerer, at egenkapitalens forrentning er afhængig af afkastet på drifts- og finansieringsaktiviteter. Egenkapitalforrentningen er et udtryk for, hvordan den indskudte kapital forrentes ved investering i det pågældende selskab. Udviklingen i egenkapitalforrentningen er afhængig af afkastningsgraden, som illustrerer, hvorvidt virksomheden er i stand til at generere overskud i forhold til den indskudte kapital. Desto bedre virksomheden udnytter sine ressourcer, desto højere er afkastningsgraden, hvilket samtidig øger egenkapitalforrentningen.

Egenkapitalforrentningen afhænger samtidig af den finansielle gearing, der illustrerer forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og egenkapital. Jo højere gearing, desto højere risiko har det pågældende selskab (Sørensen, 2012, s. 211-212). Afkastningsgraden og den finansielle gearing udgør det første niveau i Dupont-modellen.

Dernæst dekomponeres afkastningsgraden. Det skyldes, at afkastningsgraden påvirkes af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Overskudsgraden viser, hvor stor en andel af nettoomsætningen, der bliver til overskud. Nøgletallet illustrerer samtidig, hvorvidt virksomheden er i stand til at tilpasse omkostningerne i forhold til nettoomsætningen. Aktivernes omsætningshastighed viser virksomhedens evne til at skabe omsætning på baggrund af den investerede kapital. Nøgletallet er med andre ord nettoomsætningen per investeret krone. Nøgletallet belyser virksomhedens kapitaltilpasningsevne, som illustrerer, hvorvidt virksomheden formår at tilpasse den investerede kapital i forhold til ændringer i nettoomsætningen (Sørensen, 2012, s. 216-220).

Det afsluttende niveau dekomponerer overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Overskudsgraden dekomponeres ved hjælp af en såkaldt common-size analyse. Common-size-analysen eliminerer størrelseseffekten, og udtrykker de enkelte poster i forhold til nettoomsætningen. Tallene i common-size-modellen indikerer andelen af hver salgskrone, som den enkelte post udgør (Sørensen, 2012, s. 195-196). Aktivernes omsætningshastighed illustrerer, hvorvidt selskabet investerer betydelige ressourcer i nettodriftsaktiver. Det er således muligt at vurdere effektiviteten af virksomhedens kapitaltilpasning ved hjælp af at analysere kapitalstyringen i henhold til væsentlige forhold indenfor arbejdskapitalen samt anlægskapitalen (Sørensen, 2012, s. 220-225).

5.4 – Redegørelse af teori til benchmarkanalyse

Benchmarkanalysen er et relevant sammenligningsgrundlag for at vurdere den pågældende virksomheds performance separat og i forhold til peers. En benchmarkanalyse dannes ud fra reference til andre virksomheder, som med udgangspunkt i samme industri kaldes en tværsnitsanalyse eller til virksomhedens egen fortid kaldes en tidsserieanalyse. Tværsnitsanalyser udarbejdes ved common-size analyser, hvorimod en tidsserieanalyse udarbejdes ud fra en trendanalyse (Sørensen, 2012, s. 195-197).

5.4.1 – Common-size analyse

I denne analyse standardiseres de enkelte poster for at eliminere størrelseseffekten på tværs af peers. De enkelte poster udtrykkes i forhold til en given størrelse, og denne standardisering vil afsløre relevante kendetegn ved virksomheden.

Resultatopgørelsens common-size analyse udtrykker de forskellige driftsposter i forhold til nettoomsætningen, hvilket betyder, at tallene indikerer, hvor stor en andel af hver salgskrone den enkelte post udgør. Modellen benyttes til at sammenligne den pågældende virksomhed med peers (Ole Sørensen s. 195). Balancens common-size analyse standardiserer balanceposterne i forhold til den overordnede balancepost såsom arbejdskapital, anlægskapital og kortfristede driftsaktiver. Analysen udvælger relevante balanceposter i forhold til det pågældende selskab (Sørensen, 2012, s. 195-196).

5.4.2 – Trendanalyse

Trendanalysen danner et billede af den historiske udvikling i de forskellige regnskabsposter i forhold til et basisår. Analysen indekserer og illustrerer, hvorvidt virksomheden har investeret i nettodriftsaktiver, og hvordan gældssætningen har udviklet sig (Sørensen, 2012, s. 197).

6 – Redegørelse af budgettering

Budgetteringen handler om at skønne over den fremtidige værdiskabelse, som selskabet forventes at generere. Budgetteringen tager udgangspunkt i de analyserede værdidrivere for selskabet. Budgetteringen fokuserer på sammendragne opgørelser fremfor at budgettere af samtlige regnskabsposter. Disse proforma-opgørelser medfører et øget fokus på få forudsætninger vedrørende selskabets fremtid, der tager udgangspunkt i ovenstående teori og analyserne heraf (Sørensen, 2012, s. 249).

Budgetteringen består af en såkaldt budget- og terminalperiode. Ved fastlæggelse af budgetperioden er der fire betingelser, som skal opfyldes før denne afsluttes, og terminalperioden kan begynde. Terminalperioden begynder, når proforma-opgørelserne vokser med samme vækstrate som salget. Samtlige parametre opnår et såkaldt steady-state niveau, og det betyder, at nedenstående betingelser skal opfyldes før terminalperioden begynder (Sørensen, 2012, s. 250-251):

1. Væksten i salget må falde til en konstant vækstrate
2. Overskudsgraden må forblive konstant – det sikrer sammen med betingelse et, at driftsomkostningerne vokser i samme niveau som salget
3. Den samlede omsætningshastighed må forblive konstant – det sikrer sammen med betingelse et, at netto driftsaktiver vokser med i samme niveau som salget
4. Finansiell gearing må forblive konstant – det sikrer sammen med betingelse et, at netto finansielle forpligtelser vokser i samme niveau som salget

Budgettet budgetterer drifts- og finansieringsaktiviteten. Driftsaktiviteten fokuserer på at budgettere omsætningsvækst, EBITDA-marginen, fremtidige investeringer, anlægskapital, arbejdskapital, afskrivninger og skattesats.

Omsætningsvæksten budgetterer det fremtidige salg. Dette drejer sig om at identificere væsentlige forhold, der driver omsætningsvæksten i branchen. Omsætningsvæksten kan drives af makroøkonomiske såvel som selskabsspecifikke faktorer (Sørensen, 2012, s. 255-257).

EBITDA-marginen handler indirekte om at budgettere det fremtidige omkostningsforhold i forhold til nettoomsætningen. EBITDA-marginen tager hensyn til den fremtidige kapacitetsudnyttelse samt teknologiske udvikling. Budgetteringen af EBITDA-marginen skal ses i sammenhængen med

budgetteringen af afskrivninger, som tager udgangspunkt i materielle aktiver fremfor nettoomsætningen, hvilket medfører, at afskrivningerne kun vokser i takt med investeringer i materielle aktiver (Sørensen, 2012, s. 258-259).

Budgetteringen af fremtidige investeringer og anlægskapitalens elementer handler om, hvorvidt det forventes, at det pågældende selskab foretager yderligere investeringer. Dette skal ses i sammenhæng med, hvorvidt det forventes, at selskabet har kapacitetsbegrænsning, hvor investeringer i produktionsanlæg eller produktionssteder er nødvendige for at imødekomme den budgetterede omsætningsvækst.

Budgetteringen af nettoarbejdskapital handler om, hvorvidt det pågældende selskabs forhandlingssituation overfor kunder og leverandører ændres i løbet af budget- og terminalperioden. Det skyldes, at nettoarbejdskapitalens væsentligste poster oftest er tilgodehavender fra salg samt leverandørgæld (Sørensen, 2012, s. 257-258).

Det afsluttende element for budgetteringen af driftsaktiviteten er den fremtidige skattesats. Der tages som regel udgangspunkt i den pågældende selskabsskatteprocent for det analyserende selskab (Sørensen, 2012, s. 258-259).

Budgettering af finansieringsaktiviteten fokuserer på at budgettere den finansielle gearing, netto finansielle forpligtelser samt nettolånerenten. Den finansielle gearing budgetteres for at udregne netto finansielle forpligtelser ved hjælp af nedenstående relation:

$$NFF_t = \left(1 - \frac{1}{FGEAR_t}\right) * NDA_t$$

Den finansielle gearing afspejler det fremtidige forhold mellem gæld og egenkapital. Fastlæggelse af denne vil afspejle, hvorvidt budgettet antager markante ændringer i den fremtidige kapitalstruktur for selskabet (Sørensen, 2012, s. 259-260). Netto finansielle forpligtelser budgetteres på baggrund af ovenstående relation, og fastlægger hvor stor en andel af de samlede nettodriftsaktiver, der forventes at blive finansieret med netto finansielle forpligtelser (Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2012, s. 259-260).

Nettolånerenten er nødvendig for at beregne netto finansielle omkostninger. Nettolånerenten tager udgangspunkt i den risikofrie rente tillagt et kreditspread. Det skyldes, at den historiske nettolånerente

ikke kan anvendes som et approksimativt estimat for den fremtidige nettolånerente (Sørensen, 2012, s. 260-261).

7 – Redegørelse af værdiansættelse

Værdiansættelser kan baseres på en række forskellige metoder, hvoraf Plenborg opdeler værdiansættelsesmodeller i fire forskellige kategorier. Det drejer sig om kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, relative værdiansættelsesmodeller, substansværdimodeller og realoptionsmodeller. I praksis er det primært kapitalværdibaserede modeller, særligt Discounted Cash Flow modellen (DCF), der anvendes. I forbindelse med afhandlingens værdiansættelse anvendes denne metode samt to multipler i form af EV/EBITDA og P/E. Dette afsnit koncentrerer sig derfor om at redegøre for netop disse metoder (Peterser & Plenborg, 2012 , s. 208-211).

7.1 – Redegørelse af DCF-modellen

I DCF-modellen værdiansættes et selskab ud fra de frie cashflow, der tilbagediskonteres med en estimeret kapitalomkostning, kaldet WACC. De tilbagediskonterede cashflows er interessante for långivere og investorerne, da disse giver en indikation af, hvorvidt virksomheden er i stand til at genere afkast til långivere og investorer. DCF-modellen bliver betragtet som en tottrinsmodel, fordi modellen først beregner værdien af budgetperioden ud fra en fastlagt periode, og dernæst beregnes værdien af terminalperioden, som har afgørende betydning for den endelige værdiansættelse af virksomheden. Modellen estimerer virksomhedens samlede markedsværdi, hvorfra netto finansielle forpligtelser fratrækkes for at få en estimeret markedsværdi af egenkapitalen (Peterser & Plenborg, 2012 , s. 216-217).

I forbindelse med tilbagediskonteringen anvendes en såkaldt WACC, der beskrives nedenfor. Kort sagt er WACC et udtryk for, hvilket afkastkrav investorer og långivere forventer ved investering, når der tages hensyn til gæld og egenkapital. Den gennemsnitlig vægtede kapitalomkostning udregnes på følgende måde i værdiansættelsen (Peterser & Plenborg, 2012 , s. 246-265):

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

NFF = Netto finansielle forpligtelser

E = Egenkapital

r_d = Långivers afkastkrav før skat

r_e = Ejernes afkastkrav

t = Selskabets skattesats

WACC-udregningen består af en række forskellige nøgletal herunder afkastkrav i forhold til ejerne og långiverne, risikofri rente, markedsrisikopræmie, andelen af gæld og egenkapital samt skattesats. Ejernes afkastkrav udregnes på følgende:

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

β_e = Egenkapitalens systematiske risiko

r_m = Forventet afkastkrav på markedsporteføljen

Långivers afkastkrav udregnes på følgende måde:

$$r_d = (r_f + r_s)$$

r_f = Risikofri rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

$(r_m - r_f)$ = Forventet markedsrisikopræmie

Den risikofrie rente findes ved at tage udgangspunkt i en statsobligation i det pågældende land. Længden på statsobligationen afhænger af budgetperiodens længde. Det anbefales, at der anvendes obligationer, der er benævnt i samme valuta, som de budgetterede cashflows, således der er overensstemmelse mellem inflation, cash flow og diskonteringsfaktorer.

Et andet relevant element er markedsrisikopræmien, som er forskellen mellem markedets forventede afkast og den risikofrie rente. Markedsrisikopræmien fastlægges ud fra et ex-ante perspektiv, som tager afsæt i praktiserende investorers, analytikeres og professorers perspektiver i forhold til markedsrisikopræmien. Ex-ante analysen tager afsæt i ”Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey” skrevet af Pablo Fernandez, Vitaly Pershin og Isabel F. Acin samt PwC’ rapport fra år 2016, som afdækker markedsrisikopræmien.

Beta-værdien er et udtryk for, hvor stor en risiko der er behæftet ved den enkelte investering i forhold til markedsporteføljen (Peterser & Plenborg, 2012 , s. 251-253). Dette er illustreret nedenfor:

$\beta = 0$ Risikofri investering

$\beta < 1$ Risikoen ved investeringen er mindre end markedsporteføljens risiko

$\beta = 1$ Risikoen ved investeringen er den samme som markedsporteføljens risiko

$\beta > 1$ Risikoen ved investeringen er større end markedsporteføljens risiko

Estimeringen af beta tager afsæt i branchebeta i forhold til udvalgte peers, hvor udvalgte kilders betaer relevans i forhold til en fastsat egenkapital- og gældsandel. Branchebeta relevans ved hjælp af Hamada's ligning (Paulo, 2010):

$$\beta_L = \beta_U * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E}\right)$$

Ydermere aflæses selskabsspecifikke betaer fra finansielle databaser, og afslutningsvis foretages en risikoanalyse af det pågældende selskab. Risikoanalysens elementer redegøres for nedenfor, da dette kan betragtes som en separat analyse, men den inddrages i analysen, som en del af betaestimeringen (Petersen & Plenborg, 2012, s. 255-262).

7.1.1 – Redegørelse af risikoanalyse

Generelt er egenkapitalens systematiske risiko et udtryk for, hvilken risiko der er forbundet med det pågældende selskab. Egenkapitalens systematiske risiko opdeles i driftsmæssig og finansiell risiko. Nedenfor redegøres de to forskellige typer af risiko (Petersen & Plenborg, 2005, s. 226-227).

En samlet virksomhedsprofil bidrager med et nuanceret billede af, hvilken risikoprofil det pågældende selskab har. Der skelnes mellem, hvorvidt virksomheden har mulighed for at påvirke og kontrollere den pågældende risiko. Risici, hvor virksomheden kan forventes selv at påvirke og kontrollere er mere interessante og attraktive end risici, hvor virksomheden ikke har kontrolmuligheder (Petersen & Plenborg, 2005, s. 226-227).

7.1.1.1 – Driftsmæssig risiko

I forhold til driftsmæssig risiko fokuseres der på forhold, der påvirker indtjeningsstabiliteten. Risikofaktorerne opdeles i tre kategorier herunder eksterne, strategiske og operationelle risici.

Eksterne risici dækker over omverdens forhold, der har mulighed for at påvirke virksomhedens driftsmæssige indtjening. Sådanne forhold beskrives ud fra PEST-analysen, men det vil oftest være forhold såsom råvarepriser, BNP-vækst, konjunktur, politisk stabilitet og lovgivning. Disse forhold har virksomheder relativ begrænset kontrol over og indflydelse på. Analysen bliver tilpasset ud fra, hvilke forhold der vurderes essentielle for den udvalgte virksomhed (Petersen & Plenborg, 2005, s. 227-228).

Strategiske risici er forhold, der vedrører branchemæssige forhold. Det kan være konkurrenceintensiteten i branchen, afhængighed af leverandører, afhængighed af kunder, markedsvækst, teknologiske fornyelser, mulighed for tilpasning af produktets pris og eventuelle nye tiltag i branchen. PESTs og Porters Five Forces' resultater vil i høj grad være relevant at inddrage i analysen heraf. Ændringer i nævnte forhold til fordel for selskabet kan påvirke selskabets indtjening i positiv retning. Aktørerne har en vis kontrol og indflydelse i forhold til de strategiske risici, hvorfor selskabet kan drage fordel heraf (Petersen & Plenborg, 2005, s. 229-230).

Operationelle risici er risici, som virksomheden har mulighed for at påvirke til gavn for stabiliteten i den driftsmæssige indtjening. De operationelle risici er virksomhedsbestemte, og de varierer afhængig af virksomheden. Det er relevant at udvælge enkelte af nedenstående operationelle risici:

- Kundetilfredshed
- Succesraten i produktudvikling
- Produktkvalitet og -fornyelse
- Brand name opbygning/nedbrydning
- Udnyttelse af produktionsapparatet og effektiviteten heraf
- Valg af omkostningsstruktur
- Kvaliteten af ledelse/ansatte
- Virksomhedslivcyklus

Samlet set udgør ovenstående tre kategorier den driftsmæssige risiko. Det er vigtigt, at ledelsen vurderes på, hvorvidt de forholder sig tilstrækkeligt til de tre former for risici, og hvorvidt ledelsen er i stand til at tilpasse sig de aktuelle konjunkturforskel samt udnytte eventuelle markedsmæssige muligheder (Petersen & Plenborg, 2005, s. 230-232).

7.1.1.2 – Finansiell risiko

Finansiell risiko handler for en given virksomhed om at vurdere effekten af, at en del af virksomhedens aktiver er finansieret med fremmedkapital. Fremmedkapital medfører, at investorer kræver en form for kompensation i form af et højere afkastkrav grundet højere risiko. Der findes to forhold, der er relateret til finansiell risiko, og det drejer sig om finansiell gearing og lånekaraktistika (Petersen & Plenborg, 2005, s. 233-234).

Finansiell gearing illustrerer forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og egenkapital. Såfremt der udelukkende er tale om egenkapital, vil den finansielle risiko være nul. Optager et selskab gæld er der forskellige valgmuligheder på lånemarkedet. Det drejer sig blandt andet om forrentning, varighed, afdragsprofil samt lånets valuta. Afhængig af virksomhedens pågældende formål med lånet, vil lånekarakteristikaet være varierende. Hvis et lån er optaget i en fremmed valuta med henblik på at afdække fremtidige indtægter i samme valuta, er det en forholdsvis fornuftig disponering, der reducerer virksomhedens samlede risici på fornuftig vis (Petersen & Plenborg, 2005, s. 234-236).

Den driftsmæssige og finansielle risiko er med til at fastlægge egenkapitalens systematiske risiko, som anvendes i forbindelse med fastlæggelse af den gennemsnitlige kapitalomkostning, WACC.

Tabeloversigt af kvalitativ vurdering af risiko ift. beta			
Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,40 - 0,60
Lav	Neutral	Lav	0,60 - 0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85 - 1,15
Neutral	Lav	Lav	0,60 - 0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85 - 1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15 - 1,40
Høj	Lav	Neutral	0,85 - 1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15 - 1,40
Høj	Høj	Meget høj	1,40 →

Tabel 1 Kvalitativ vurdering af risiko ift. beta. Kilde: (Petersen & Plenborg, 2012, s. 262)

Det afsluttende element i WACC er långivers afkastkrav. Den ukendte faktor er r_s , som ikke er nævnt tidligere, og det afspejler et selskabsspecifikt risikotillæg. Det kan i praksis være vanskeligt at estimere et korrekt risikotillæg. I dette tilfælde tages udgangspunkt i en kreditvurdering af det pågældende selskab på baggrund af udregnede nøgletal, hvor en tilnærmede værdi af risikotillægget forekommer (Petersen & Plenborg, s. 244-248).

Der er dermed redegjort for elementerne i forbindelse med estimering af WACC, og kapitalomkostningen kan udregnes ved hjælp af den tidligere opstillede model. Det er således muligt

at tilbagediskontere de enkelte pengestrømme for at estimere markedsværdien ved hjælp af nedenstående model:

$$Enterprise\ value_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+t}}{WACC-g} * \frac{1}{(WACC)^n}$$

7.2 – Redegørelse af multipler

En multipel defineres som den relative tilgang til værdiansættelsen af en virksomhed. I praksis er denne tilgang meget populær, da dens lave niveau af kompleksitet samt hastigheden hvorved en værdiansættelse kan udføres på er kort. Afhandlingen fokuserer på EV/EBITDA og P/E multiplerne, hvorfor nedenstående afsnit fokuserer på disse to.

En multipelværdiansættelse udarbejdes på baggrund af den relative prissætning af de valgte peers. Der er to trin i værdiansættelsen, og det er, at prisen skal standardiseres ved at tage udgangspunkt i Enterprise Value (EV) og Earnings before interest, taxes, depreciations and amortisation (EBITDA). De relative værdiansættelsesmodeller kan inddeles i to sæt af multipler, hvor det ene sæt værdiansætter EV, og det andet sæt værdiansætter egenkapitalens markedsværdi. Ydermere illustrerer P/E multiplen den samlede kursværdi af virksomheden i forhold til indtjeningen efter skat og renter (Petersen & Plenborg, 2012, s. 228-229).

Afhandlingen tager afsæt i EV/EBITDA og P/E multiplerne. EV/EBITDA baseres på EV, mens P/E baseres på egenkapitalens markedsværdi. Når en multipel sammenlignes med peers findes den respektive multipel for hver af virksomhederne i peers. Herefter beregnes den gennemsnitlige multipel for peers, hvorfra den syntetiske multiple forekommer for EV/EBITDA og P/E. Ved at sammenholde det syntetiske gennemsnit og den respektive multipel for virksomheden fremgår det, hvorvidt virksomhedens værdi er overvurderet i forhold til markedet eller ej (Petersen & Plenborg, 2012, s. 226). Afhandlingen tager afsæt i multipler, der hentes fra Bloomberg, og nedenstående illustrerer, hvordan disse udregnes:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{ROIC - g}{WACC - g} * \frac{1}{ROIC} * (1 - t) * (1 - depreciation\ rate)$$
$$\frac{P}{E} = \frac{ROE - g}{r_e - g} * \frac{1}{ROE}$$

Såfremt selskabet er gældfri vil EV/EBITDA og P/E multipler være identiske (Petersen & Plenborg, 2012, s. 231).

8 – Strategisk analyse

Formålet med den strategisk analyse er at afdække de væsentligste forhold, der påvirker Royal Unibrew. Den strategiske analyse består af PEST-analysen, Porters Five Forces samt Porters værdikæde. Dette medvirker til en samlet analyse af selskabets interne såvel som eksterne forhold.

8.1 – PEST-analysen

I dette afsnit anvendes teorien om PEST med henblik på at belyse væsentlige makroøkonomiske faktorer på de respektive markeder.

8.1.1 – Politiske og lovgivningsmæssige forhold

Bryggeribranchen er underlagt en række forskellige politiske og lovgivningsmæssige forhold, der påvirker selskabets eksterne forhold. Afsnittet nedenfor analyserer disse væsentlige forhold.

I år 2018 lancerer sundhedsstyrelsen to kampagner for mindre indtag af alkohol. Den første er ”Hvid Januar”, hvilket er en kampagne for at droppe alkoholindtaget i januar. I oktober lanceres en lignende kampagne med samme formål (Sundhedsstyrelsen, 2017). Den overordnede hensigt er, at forbrugsvanerne skal ændres, da denne påvirker alkoholindtaget direkte.

De politiske tiltag i bryggeribranchen inddeles overordnet i fire kategorier som er afgifter, markedsrestriktioner, begrænsninger i markedsføring og aldersbegrænsninger. Afgifter på alkohol og læskedrikke er gældende for hele Europa. I juli, år 2013, blev afgiften på øl i Danmark sat ned til 56,02,- danske kroner per liter ren alkohol, og denne afgift er fastholdt frem til år 2018. Dette betyder, at afgiften for en almindelig pilsner med en alkoholprocent på 4,6% svarer til 86 ører (Bryggeriforeningen, 2018).

	Punktafgift pr liter	Punktafgift for en dåse øl	Moms	Samlet afgift i DKK
Danmark	2,69	0,8877	25%	3,36
Finland	11,54	3,8082	24%	14,31
Estland	3,29	1,0857	20%	3,95
Letland	1,51	0,4983	21%	1,83
Litauen	2,56	0,8448	21%	3,10
Italien	2,72	0,8976	22%	3,32

Tabel 1 Punktafgift på alkohol for år 2017. Kilde (Bryggeriforeningen, 2017a)

Tabel 2 illustrerer, at der er stor asymmetri i forhold til punktafgiften, hvor afgifterne er store selv ved grænselande. Dette resulterer i grænsehandel, hvor finnerne drager fordel af Estlands markant lavere afgift. Royal Unibrew opkøbte Hartwall i år 2013, hvorfor den finske afgift har fået større betydning grundet større markedsandele på det finske marked, og dermed vil en afgiftsnedsættelse påvirke Royal Unibrew positivt.

En anden væsentlig afgift for Royal Unibrew er emballageafgiften. Afgiften udregnes på baggrund af emballagens volumen i Danmark, hvilket fremgår af tabel 3. Denne afgift omhandler emballage, der er omfattet af obligatorisk pant såsom emballage til øl, læskedrikke og kildevand. Denne afgift påvirker Royal Unibrew i høj grad, da det påvirker prissætningen af deres produkter i Danmark (Bryggeriforeningen, 2018).

Volumen	Afgifter
Under 10 cl	5 øre
10-40 cl	10 øre
40-60 cl	16 øre
60-110 cl	32 øre
110-160 cl	48 øre
Over 160 cl	64 øre

Tabel 2 Emballageafgift. Kilde: Bryggeriforeningen 2017

Udover emballageafgiften skal virksomhederne i Danmark opkræve pant for forbruget af øl og læskedrikke. Det afgørende er flaskens mængdeindhold uafhængig af materialevalg. Panten er 1,- krone for mængdeindhold under 99 cl., og 3,- kroner for mængdeindhold over 99 cl. (Bryggeriforeningen, 2018). Branchen er præget af aldersbegrænsninger i forhold til konsumering og køb af alkoholiske drikke. I Danmark blev aldersbegrænsningen på køb af alkohol indført i år 1998, hvor unge under 15 år ikke er tilladt at købe alkoholiske drikke. Aldersbegrænsningen blev indført som et signal til unge og deres forældre om, at det ikke er forsvarligt at indtage alkoholiserede drikke i en tidlig alder (Room, 2002). I år 2008 vedtog Folketinget, at alkoholiske drikke med en alkoholvolumenprocent på 1,2% eller derover ikke må sælges til personer under 16 år (Nielsen, 2008).

World Health Organisation (herefter WHO) anbefaler, at aldersgrænsen for salg af alkoholiske drikke hæves til 18 år. Dette har medført, at Danmark hævede aldersgrænsen for køb af alkoholiske

drikkevarer med en alkoholvolumenprocent på 16,5% eller derover fra 16 år til 18 år i år 2011. (Haarder, 2010). Dette illustrerer, hvordan et offentligt pres kan medvirke til at ændre de lovgivningsmæssige rammer for bryggeribranchen.

Ydermere er der en omfattende lovgivning for markedsføring og annoncering af alkoholiske drikke. I år 2007 forpligtede europæiske bryggerier sig til ansvarlig markedsføring og annoncering ved hjælp af selvregulering. Dette medførte, at Danmark oprettede Alkoholreklamenævnet. Forbrugerombudsmanden var i samarbejde med Alkoholreklamenævnet med til at fastsætte de lovmæssige rammer for annoncering og markedsføring af alkohol. Dette omfatter, at alkohol ikke må markedsføres overfor børn og unge, hvor der opfordres til umådeholdent forbrug, og markedsføringen må ikke være provokerende eller give udtryk for at medvirke til succes (Bryggeriforeningen, 2018). I overensstemmelse med ovenstående lovgivningsmæssige rammer godkendes nye markedsføringstiltag af interne jurister (Unibrew, 2018, s. 59).

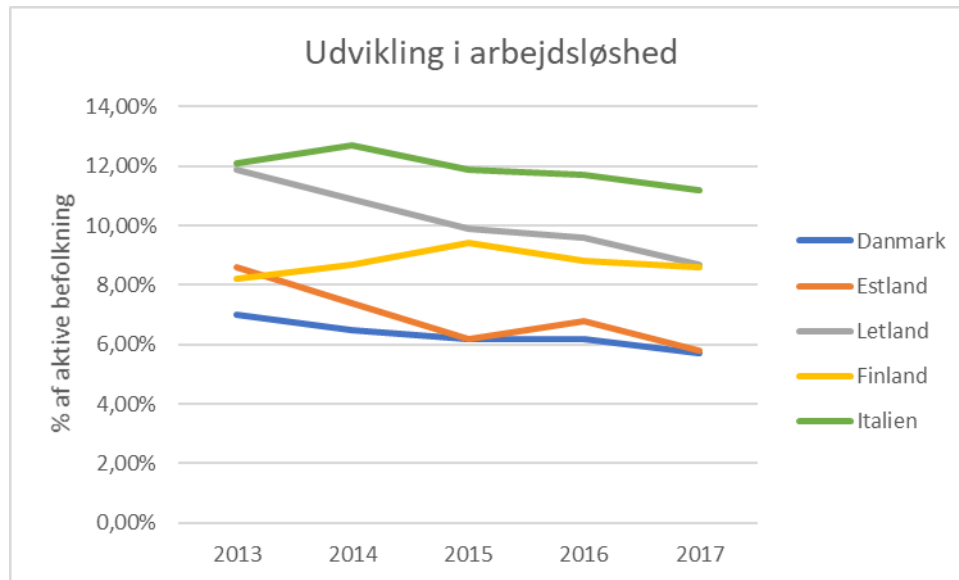
I år 2015 skete der ændringer i den finske markedsføringslovgivning for alkoholiske drikke. Den ændrede lovgivning forbyder producenterne at reklamere i det offentlige rum, og den forbyder samtidig markedsføring af hård spiritus (Ministry of Social Affairs and Health, 1994). Disse begrænsningerne for markedsføring kan betyde, at slutforbrugerne skifter fra premium brands over til discount brands, da slutforbrugerne i begrænset omfang eksponeres overfor premium brands. Dette påvirker Royal Unibrew i høj grad, da sådanne tiltag vanskeliggør lanceringen af nye produkter overfor slutforbrugerne, da markedsføringsmulighederne er begrænset.

8.1.2 – Samfundsøkonomiske og demografiske forhold

Generelt anses øl som et normalt gode, men priselasticiteten afhænger af produkttypen. Elasticiteten for crafted beer vil være højere end elasticiteten for mainstream brands (Tremblay, 2005).

Salget af øl og læskedrikke er præget af tilbageholdenhed, afgiftsreguleringer og lovmæssige ændringer i Baltikum, hvilket forventes at påvirke ølmarkedet negativt. Denne tilbageholdenhed skyldes nye stramninger på alkoholområdet samt afgiftsstigninger, der påvirker indtjeningen negativt (Royal Unibrew, 2018, s. 41).

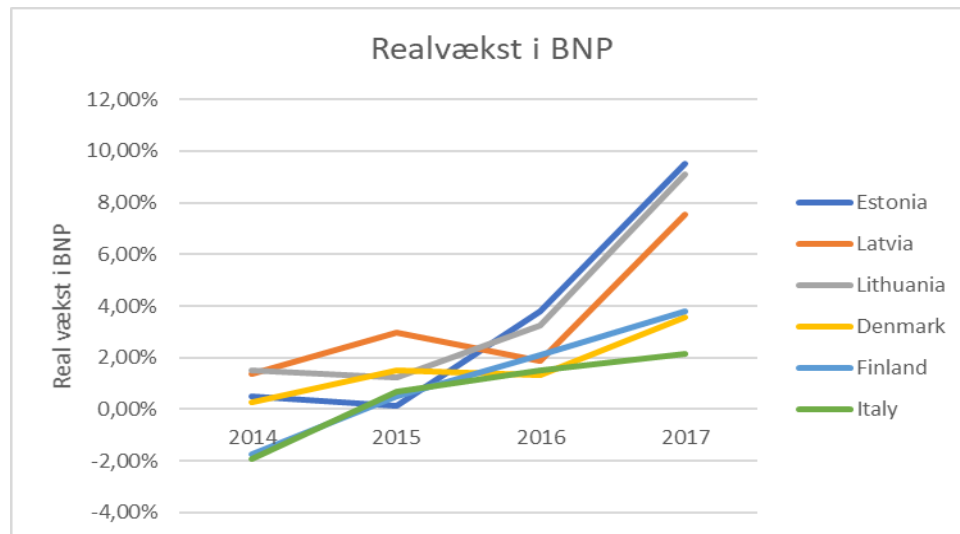
Salget af øl i Finland forventes at stagnere de kommende år med mindre realindkomsten stiger eller arbejdsløsheden falder. Falder arbejdsløsheden fremadrettet, påvirker det afsætningen for Royal Unibrews mainstream brands positivt (Royal Unibrew A/S, 2018, s. 11).



Figur 4 Udvikling i arbejdsløshed, som procentdel af aktive befolkning. Kilde: Statistik fra <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/statisticsevolution/index>

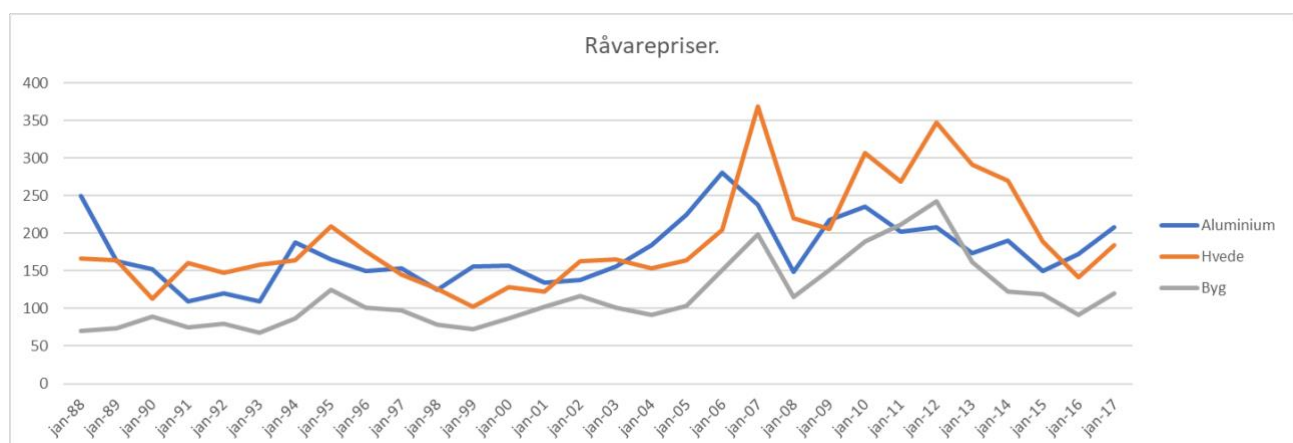
Figur 4 illustrerer udviklingen i den procentvise arbejdsløshed af den aktive befolkning fra år 2013 til år 2017. Den viser, at arbejdsløsheden er faldende på samtlige markederne. Det fremgår, at arbejdsløsheden på det italienske marked er markant højere end på resten af hovedmarkederne. Dette betyder, at ølsalget kan forventes at stige langsomt, i takt med at arbejdsløsheden falder.

Udviklingen i arbejdsløsheden kan sammenlignes med udviklingen i reelt bruttonationalprodukt (BNP) på hovedmarkederne. Det fremgår af figur 5, at der er en tydelig positiv vækst igennem analyseperioden, hvilket forventes at påvirke Royal Unibrew positivt.



Figur 5 Real vækst BNP. Kilde: Statistik fra <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/statisticsevolution/index>

Figur 6 illustrerer udviklingen i råvarepriser på aluminium, hvede og byg over en periode på 30 år. Selvom figur 7 afspejler en 30-årig periode, indikerer figuren, at råvarepriserne er volatile grundet klimaets indvirkning på udbud og efterspørgsel. Figuren illustrerer samtidig, at der et fornuftigt beslutningsgrundlag for at sikre en fremtidig råvarepris, hvis Royal Unibrew ønsker at mindske sådanne risici.

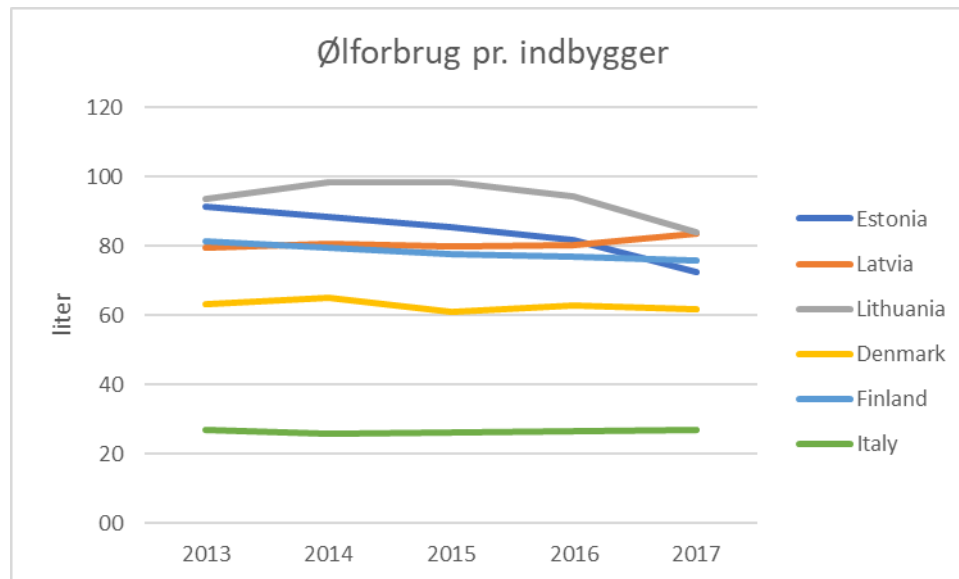


Figur 6 Udvikling i råvarepriser: Kilde: (IndexMundi, 2018)

8.1.3 – Sociale og kulturelle forhold

En essentiel faktor i forhold til sociale og kulturelle forhold er det stigende fokus på sund livsstil. En sundere livsstil blandt slutforbrugerne er Royal Unibrew nødt til at forholde sig til, hvilket gøres gennem produktudvikling. Sådanne ændringer blandt slutforbrugerne påvirker branchens aktører

markant. Aktørerne skal reagere proaktivt for at imødekomme stigende sundhedsp præferencer. Royal Unibrew har udviklet øllen Royal Free med 0,0% alkohol. Derudover er der lavet en sukkerfri version af Faxe Kondi, der sammen med Pepsi Max imødekommer slutforbrugernes præferencer.



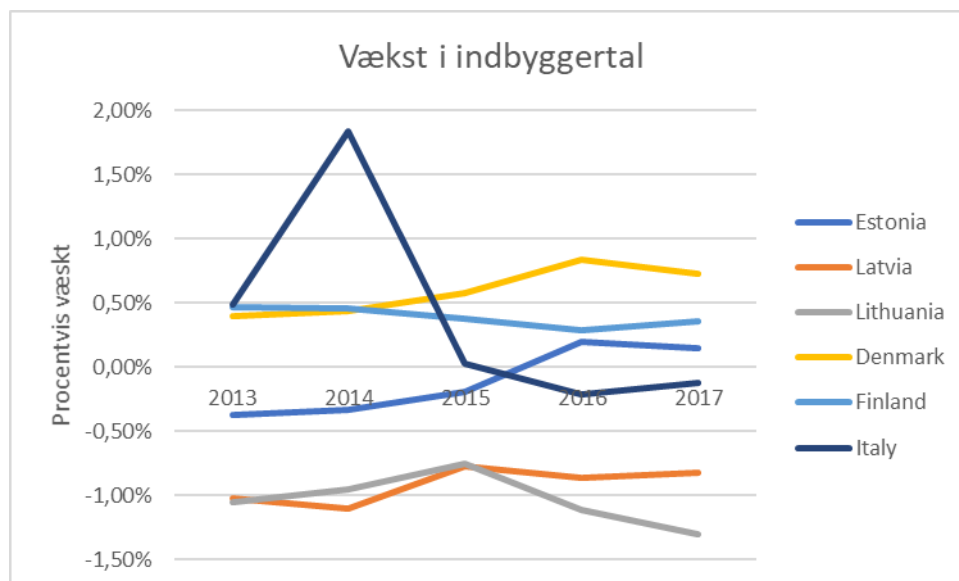
Figur 7 Ølforbrug pr. Indbygger. Kilde: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/statisticsevolution/index>

Figur 7 illustrer, at det generelle ølforbrug på hovedmarkederne er dalende, hvilket ses som en afledt reaktion på samfundet bevidsthed omkring sundhed.

Ydermere er slutforbrugerne i stigende grad blevet bevidste omkring forhold som økologi og dyrevelfærd. Danmark er det land i Europa, der bruger flest penge på økologiske varer (Pedersen, 2016). Carlsberg var firstmover indenfor mainstream økologiske pilsner med Tuborg Rå, der kom på markedet i år 2014, mens Royal Unibrew lancerede Royal Økologisk Pilsner i år 2015. Derudover imødekommer Royal Unibrew i dag de forbrugere, som måtte ønske en økologisk øl med større fokus på smag end på alkoholsprocent. Senere hen har bryggeriet lanceret Let Pilsner med en alkoholprocent på 2,3% mod de gængse 4,6%.

Afslutningsvis er det relevant at forholde sig til den demografiske fordeling på markedet. De fleste markeder har været præget af stigende indbyggertal jævnfør figur 8. Dette gør sig ikke gældende for Letland og Litauen, der har gennemgående negativ vækst, mens Italien har haft høj vækst frem til år 2015. Stigende befolkningstal, øger antallet af forbrugere. De lavere fødselsrater og den forlængede levealder danner en demografisk forskydning, der vil betyde, at den ældre generation vil udgøre en

væsentligt større del af befolkningen. Det skærpede fokus på sundhed samt den ældende population på det danske marked kan resultere i faldende omsætning hos bryggerierne, da færre og færre ældre drikker alkohol grundet øget helbredsfokus (Statens Serum Institut, 2015, s. 71). En fordel ved den demografiske forskydning kan være, at den ældre generation i gennemsnit har en højere residualindkomst, og derfor kan have råd til at være mere kræsne omkring hvilke øl de køber, og derfor kan foretrække at købe specialøl.



Figur 8 Vækst i indbyggertal. Kilde: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/statisticsevolution/index>

8.1.4 – Teknologiske og miljømæssige forhold

De teknologiske forhold kan medvirke til øget optimering og effektivisering af driften, og det kan være væsentligt at drage fordel heraf for at bibeholde en konkurrencedygtig og omkostningseffektiv produktion. Mange bryggerier har fokus på at nedsætte energiomkostninger, vandforbrug og spildvandsproduktion.

Royal Unibrew inddrager i høj grad den teknologiske udvikling, og selskabet har installeret flere robotter på bryggeriet i Faxe. En af robotterne har til opgave at sortere og vaske flasker. Normalt ville sådan en arbejdsopgave kræve 3-4 medarbejdere, men i forbindelse med robotten er en medarbejder nok (Svansø V. L., 2014). Royal Unibrew bruger samtidig ressourcer på at opkvalificere sine medarbejdere ved såkaldte rotationshold. Dette har medført, at alle produktionsmedarbejdere kan

håndtere enhver plads i organisationen, hvilket øger fleksibiliteten, og det er samtidig en omkostningsbesparende faktor (Svansø, 2014).

En anden væsentlig parameter er bryggeriernes omstillingsparathed, der medvirker til, at fusionerede enheder hurtigt og effektivt inkorporerer den nye kapacitet i forhold til eksisterende. Dette illustreres ved købet af Hartwall, hvor integreringen af selskabet skete hurtigere end forventet (Royal Unibrew A/S, 2014, s. 4-5). I forbindelse med opkøbet af Terme de Crodo fulgte et moderne produktionsanlæg med, der er i overensstemmelse med selskabets nuværende håndtering af dåser, glasflasker og PET-flasker. Den teknologiske udvikling er en væsentlig faktor i forhold til, at Royal Unibrew ønsker at udnytte driftskapaciteten bedre og inkorporerer tidligere opkøb i driften.

Ét væsentligt miljømæssigt forhold er Royal Unibrews tiltag om cirkulær økonomi. Royal Unibrew har fokus på, hvordan produkter og materialer opbevares i virksomheden, hvilket tillader Royal Unibrew at få fuldt udbytte af de cirkulære elementer (Unibrew, s. 50). Den danske regering har i år 2017 offentliggjort en vision for den danske omstilling til cirkulær økonomi. Det danske advisory board har et ønske om, at Danmark skal være frontløber i omstillingen fra lineær til cirkulær økonomi (Besenbacher, 2017, s. 6). Dette er i tråd med FN's målsætninger om øget bæredygtighed på verdensplan. (FN, 2016)

Miljømæssigt er samtidig en række politiske retningslinjer. Royal Unibrew bestræber sig på at være i front med hensyn til nye tiltag på klima- og miljøområdet. Det er et krav, at alle produktionsfaciliteter er certificeret efter ISO14001's miljøstandarder (Unibrew, 2018). Ydermere overholder Royal Unibrew en række miljømæssige forhold som spildvandsudledning, støj og affaldshåndtering. De overvåger deres miljørisici lokalt i produktionsfaciliteterne for at sikre, at standarderne overholdes. De nye tiltag resulterede i, at vand- og energiforbruget stagnerede i år 2017, og Royal Unibrew arbejder fortsat med at erstatte eksisterende energikilder med nye energieffektive LED-lyskilder (Unibrew, 2018, s. 55).

8.1.5 – Delkonklusion på PEST-analysen

PEST-analysen analyserer eksterne forhold, der har indflydelse på Royal Unibrew. Modellen konkluderer, at det særligt er afgiftsmæssige love, aldersbegrænsninger og markedsføringsrestriktioner, der påvirker Royal Unibrew politisk og lovgivningsmæssigt. Ydermere

konkluderer analysen, at de respektive markeder prognosticeres pæn BNP-vækst fremadrettet, hvorfor Royal Unibrew forventes at blive påvirket positivt heraf. Analysen sammenfatter, at demografiske forhold har betydning Royal Unibrew på længere sigt på grund af skævhed i særligt den danske demografi, dog forventes den ældre generation en højere residualindkomst, der kan påvirke markedet for specialøl positivt. Afslutningsvis konkluderer analysen, at Royal Unibrew konstant bestræber sig på at efterleve miljømæssige forhold igennem den teknologiske udvikling, der samtidig kan være en medvirkende faktor til koncernens fremadrettede og positive økonomiske udvikling.

Makroøkonomiske forhold	Værdidrivere	Påvirkning
Politiske og lovgivningsmæssige forhold	Kampagner mod alkoholforbrug Afgifter på alkohol Markedsføringsrestriktion Alderbegrænsninger	
Samfundsøkonomiske og demografiske forhold	Vækst i bruttonationalprodukt Råvareprisernes udvikling	
Sociale og kulturelle forhold	Ændrede livsstil blandt slutforbrugere Ændrede forbrugsvaner Vækst i indbyggertal	
Teknologiske og miljømæssige forhold	Genbrugsmaterialer Miljømæssig lovgivning Fordel af teknologiske udvikling	

Tabel 4 Opsummering af PEST-modellen. Kilde: Egen tilvirkning

8.2 – Porters Five Forces analysen

I dette afsnit anvendes teorien om Porters Five Forces med henblik på at belyse konkurrencesituationen i en defineret branche. Analysen rundes af med at vurdere den definerede branches attraktivitetsniveau og konkurrenceintensitet.

8.2.1 – Definition af branchen

Analysen tager udgangspunkt i den branche, som Royal Unibrew opererer i. Royal Unibrew opdeler deres salgsvolumen i tre forskellige segmenter; Vesteuropa, Det Baltiske Hav samt maldrikke og eksport. Salgsmæssigt bidrager Vesteuropa med 40%, Det Baltiske Hav bidrager med 52% og maldrikke og eksport står for 8% af volumen i år 2017 (Unibrew, s. 4). Dette indikerer, at Vesteuropa og Det Baltiske Hav er Royal Unibrews absolut største markeder (Unibrew, s. 19). Afhandlingen fokuserer på koncernens kerneforretning med salg af øl og ikke-alkoholiske drikke. Geografisk

analyserer brancheanalysen væsentlige forhold indenfor henholdsvis Danmark, Finland, Italien samt Estland, Letland og Litauen.

8.2.2 – Leverandørernes forhandlingskraft

Leverandørernes forhandlingskraft har væsentlig betydning for en branche, og nedenstående analyse tager udgangspunkt i leverandører, der bidrager med input til bryggeribranchen.

De primære råvarer til ølproduktion er byg, hvede, humle og gær. Herudover er der ciderproducenter, hvor det primære input er æbler. Et andet vigtigt input er beholdere i form af glas- og PET-flasker samt aluminiumsdåser. Samtlige af disse inputs er kendetegnet ved, at de i høj grad er standardiseret og markedsreguleret, hvor priserne er forholdsvis faste. Det skal pointeres, at substitutionsgraden af den enkelte råvare er forholdsvis lav, hvorfor bryggerierne er afhængige af deres råvareleverandører. Dette stiller bryggerierne i en svag forhandlingssituation, og det stiller leverandørerne i en stærk forhandlingssituation. Omvendt er råvarerne reguleret på et verdensmarked, hvor der er mange om budet, hvilket betyder, at bryggerierne har gunstige forhandlingsmuligheder i forhold til at sammenligne de enkelte leverandører og deres pågældende handelsvilkår. Dette giver umiddelbart en svagere forhandlingssituation for leverandørerne.

En anden parameter i leverandørernes forhandlingsstyrke er, hvorvidt branchens leverandører har mulighed for at afsætte de enkelte inputs til andre brancher eller om der er gensidig afhængighed imellem leverandør og aktør. Råvarernes karakter medfører, at leverandørerne ikke er afhængige af bryggeribranchen, hvilket medfører, at bryggerierne i højere grad er afhængige af leverandørerne, hvilket styrker leverandørernes forhandlingskraft.

Da råvarerne er reguleret på et verdensmarked, medfører dette, at priserne er reguleret af udbud og efterspørgsel. Det betyder, at prisen på hvede bestemmes af forskellige faktorer, herunder klimaet (Westcott & Hoffman, 1999). Klimaet har betydning for de enkelte leverandørers høst, hvorfor det er en afgørende faktor for prissætning af hvede. Et begrænset udbud medfører, at leverandørerne har mulighed for at kræve højere priser uden at efterspørgslen påvirkes. Dette styrker leverandørernes forhandlingsstyrke, da leverandørerne ikke skal være bekymrede for at få afsat deres høst, mens bryggerierne ikke har nogle substitutionsmuligheder. Omvendt har bryggerierne et stort antal leverandører at vælge mellem.

Der kan være risiko for begrænset udbud, da leverandørernes afgrøder kan ændres, afhængig af global efterspørgsel, hvilket styrker leverandørernes forhandlingsstyrke. Det formodes, at de større aktører i branchen herunder Royal Unibrew har et godt samarbejde med de enkelte underleverandører, men at der samtidig er forbundet en vis risiko for eventuelle svigt, og det kan resultere i mindre fordelagtige handelsaftaler med nye leverandører.

Overordnet analyseres leverandørernes forhandlingsstyrke til at være middel til høj. Leverandører sælger råvarer, der reguleres på et verdensmarked, hvorfor mulighederne for at stå stærkt i en forhandlingssituation svækkes. Den lave substitutionsgrad øger leverandørernes forhandlingsstyrke, da bryggeribranchen har svært ved at erstatte hvede, byg eller anden råvare i forbindelse med produktion af øl eller cider, men antallet af leverandører svækker leverandørernes forhandlingskraft. En anden afgørende faktor er bryggeribranchens afhængighed af de enkelte leverandører grundet manglende substitutter. Dette medfører, at leverandørerne står stærkere, da deres afgrøder kan afsættes til andre brancher. Der er tale om, at bryggeribranchen i højere grad er afhængig af leverandørerne. Det skyldes, at leverandørerne har mulighed for at afsætte de pågældende råvarer til andre markeder samt den lave substitutionsgrad af råvarerne.

8.2.3 – Kundernes forhandlingskraft

En analyse af kundernes forhandlingsstyrke vil afspejle det magtforhold, der gør sig gældende mellem branchen og kunderne (Petersen & Plenborg, 2012, s. 190). Kundernes forhandlingsstyrke opdeles ved to forskellige segmenter: Off-trade og on-trade. Off-trade segmentet indeholder distribution til supermarkeder, kiosker og det overordnede retail-marked, hvorimod on-trade segmentet er distribution til barer, restauranter og lignende.

Bryggerierne kunder er sjældent slutforbrugeren, men derimod off-trade og on-trade segmenterne. Der tegner sig klart billede af, at off-trade segmentet er vigtig for branchen. De essentielle markeder for Royal Unibrew er Danmark, Finland, Italien, Litauen, Letland og Estland (Unibrew, 2018). Gennemsnitligt distribueres der over 80% af den samlede volumen til off-trade segmentet, og dette illustrerer betydningen af, at dette segment er vigtigt. En nærmere opdeling fremgår af bilag 4 (Europe, Beer statistics, 2017, s. 12).

Historisk er fordelingen mellem off-trade og on-trade stabil, og der ses en tydelig forskel imellem det baltiske marked og det nord- og vesteuropæiske marked. Off-trade segmenter ligger stabilt på omkring 90% af distribution igennem analyseperioden for det baltiske marked, hvorfor segmentet vurderes at være betydningsfuld. Fordelingen på de nord- og vesteuropæiske markeder er mindre ulig, men domineres fortsat af off-trade segmentet. Det mest bemærkelsesværdige er det italienske marked, hvor 41% afsættes til on-trade segmentet, hvilket vurderes at være af væsentlig betydning. Det italienske marked har tilnærmelsesvist en historisk 60/40-fordeling med en afsætning til off-trade segmentet på 60% (Europe, 2017, s. 13).

Det danske off-trade marked består af Salling Group og Coop, som medvirker til høje indkøbsvolumer, hvilket presser branchens aktører til at tilbyde fordelagtige handelsvilkår eksempelvis kvantumsrabatter. Ydermere er mellemlæddenes kunder mangfoldige, hvorfor supermarkederne, kiosker og andre dagligvarebutikker er nødt til at udbyde et bredt sortiment af alkoholiske og ikke-alkoholiske drikke. I den forbindelse tilbød det danske marked i år 2016 flere premium øl (Passport, 2018). Det medfører en skærpet kamp om hyldeplads i supermarkederne, og dermed svækkes kundernes forhandlingsstyrke. De mange substitutionsmuligheder for kunderne medfører samtidig en øget forhandlingskraft.

Et afsluttende element er prisfølsomheden for kunderne og mellemlæddenes kunder. Kundernes prisfølsomhed kan illustreres ud fra en case, hvor hverken Coop eller Carlsberg blev enige om handelsbetingelser, hvorefter Coop boykottede Carlsberg (Hall, 2013). Denne episode illustrerer tydeligt, hvilken magtposition kunderne har overfor branchens aktører. Mellemlæddenes kunder har en vis prisfølsomhed, da det vurderes, at den gennemsnitlige slutbruger ikke vægter brandværdi som afgørende for køb af alkoholiske drikke.

On-trade segmentet kan være en god indgangsvinkel på markedet, fordi der er mulighed for personlig eksponering direkte overfor slutforbrugeren på barer, restauranter og andre lokale udskænkingssteder. On-trade er ideelt for mikrobryggerier eller specialøl. De mindre bryggerier har ikke samme mulighed prismæssigt i forhold til handelsaftaler, hvorfor der kan tilbydes kredit, leveringsfleksibilitet eller anden fordelagtig aftale for on-trade segmentet. Kunderne på on-trade segmentet er svækket i forhold til branchens større aktører, men umiddelbart er forhandlingsstyrken

øget i forhold til de mindre bryggerier. Det skyldes, at kunderne på on-trade segmentet omkostningsfrit har mulighed for at substituere.

Samlet set er kundernes forhandlingsstyrke på off-trade segmentet moderat til høj, da der er en intens konkurrence om hylde plads. Grundet de få men store aftagere på det danske marked øges kundernes forhandlingsstyrke på off-trade segmentet. On-trade segmentet er anderledes, da kundernes forhandlingsstyrke er svækket sammenlignet med off-trade segmentet grundet kundernes størrelse.

8.2.4 – Truslen fra potentielle indtrængere

Selvom ølmarkederne ikke har vist fremgang i de forgange år, er der stigende interesse for bryggeribranchen, hvilket eksemplificeres ved det stigende antal mikrobryggerier, der har etableret sig i den danske bryggeribranche (Bryggeriforeningen, 2018). Den samme tendens gør sig gældende på det finske marked (Naumov, 2017).

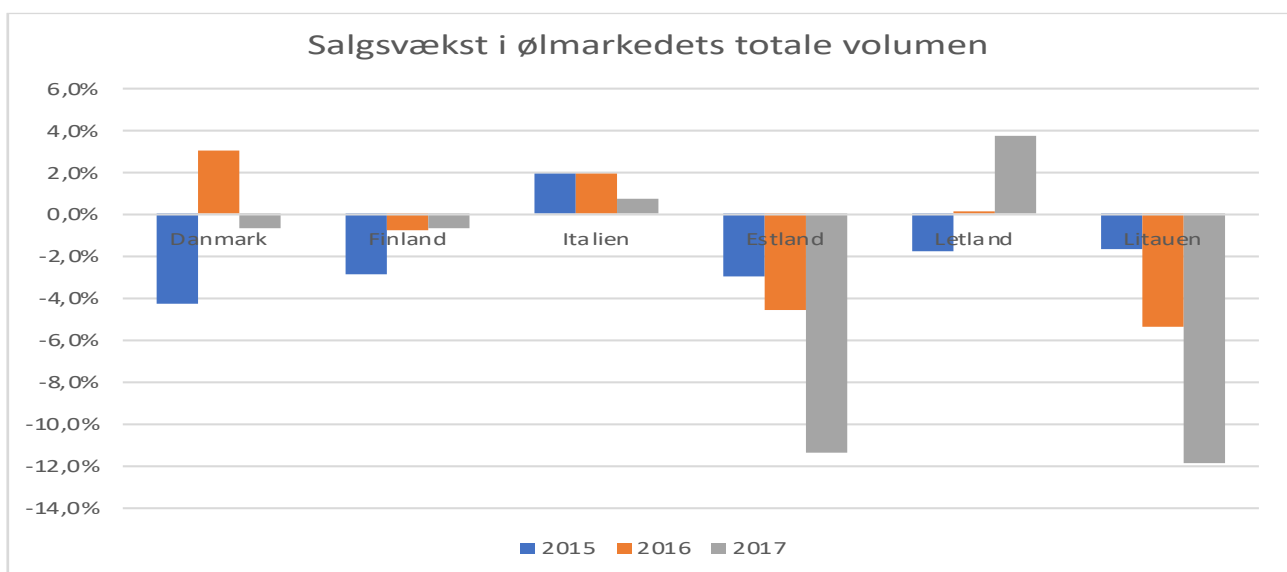
Prisfølsomheden har en betydelig rolle jævnfør afsnit 8.2.3. Listepriiserne giver en indikation af, at standardprodukters avance er lave i forhold til forbrugerpriserne, hvorfor aktørernes enhedsomkostninger skal være tilsvarende lave (Royal Unibrew, 2018). Stordriftsfordele vil medvirke til betydeligt lavere enhedsomkostninger, og dermed er potentielle indtrængere nødsaget til at differentiere sig på andre parametre for at konkurrere i bryggeribranchen. Dette kan mikrobryggerierne ofte drage fordel af ved nicheprodukter og specialøl, såfremt skalaen forbliver moderat, og dermed ikke udgør en trussel for de større aktører på markedet.

Selvom stordriftsfordele kan opnås på længere sigt eller gennem ekspansion, er der adskillige andre indgangsbarrierer at tage hensyn til. Stordriftsfordele opnås ofte gennem investering i produktionsanlæg samt distributionskanaler, hvilket er kapitaltungt. Adgang til distributionskanaler er et vigtigt element i bryggeribranchen, da den pågældende aktør ideelt skal ramme bredt og diversificeret med en portefølje af standardprodukter med henblik på at holde enhedsomkostningerne lave. Jævnfør PEST-analysen er der en række forskellige lovgivningsmæssige forhold, der skal overholdes for nuværende og potentielle aktører i bryggeribranchen.

Kundernes substitutionsomkostninger er en væsentlig del af branchens indgangsbarriere, fordi det kan presse potentielle indtrængere, da kunderne kan substituere det pågældende produkt med et

lignende produkt. Potentielle indtrængere er nødsaget til at levere et kvalitetsprodukt, da kunderne har mulighed for at substituere det nye produkt med et allerede etablerede produkt omkostningsfrit.

Det fremgår af analysen af kundernes forhandlingsstyrke, at det danske marked er konsolideret på off-trade segmentet af Salling Group og Coop. Dette gør sig også gældende på det finske marked, hvor Alko indtil fornyligt havde monopol på salg af alkoholiske drikke (Passport, 2018). Det medvirker til, at nyetablerede aktører på markedet står i en vanskelig forhandlingssituation overfor kunderne, og det mindsker truslen fra potentielle indtrængere.



Figur 9 Salgsvækst i ølmarkedets totale volumen. Kilde: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/search/geography>

Ud fra analysen af potentielle indtrængere vurderes truslen at være moderat. Det skyldes, at markedsvæksten er begrænset jævnfør figur 9 samt, at branchen i høj grad domineres af udnyttelse af stordriftsfordele. Herudover påvirker indgangsbarrieren i høj grad den samlede trussel fra potentielle indtrængere, som vurderes at være moderat.

8.2.5 – Truslen fra substituerende produkter

En forståelse af substituerende produkter giver en indikation af, hvilken trussel substituerende produkter udgør i bryggeribranchen (Petersen & Plenborg, 2012, s. 190).

Antallet af substituerende produkter er mangfoldigt. Kunderne, herunder supermarkeder og slutforbrugere, har mange alternative valgmuligheder, hvis behovet er at slukke tørsten. Hvis behovet derimod indskrænkes til produktkategorier med alkoholindhold, er det primært vin, drinks, cider og RTD, der betragtes som substituerende produkter. De substituerende produkter er bredt distribueret, hvorfor tilgængeligheden heraf er tilsvarende stor. De skiftende samfundstendenser i både Danmark, andre europæiske lande og Baltikum stiller større krav til bryggeriernes produktinnovation i forhold til sundere og moderne lanceringer (Passport, 2018). Det stiller krav til aktørernes omstillingsparathed, fordi skifteomkostningerne indenfor alternative drikke og alkoholiske drikke nærmest ikke er tilgængelige. Den største trussel for de største markedsaktører vurderes til at være de mange forskellige typer øl, som slutforbrugeren eksponeres overfor.

Der er en række forskellige faktorer, der er bestemmende for, hvorvidt der i branchen er kundeloyalitet. Det er kundeprogrammer, distributionsaftaler eller substitutionsomkostninger, der binder kunderne til det enkelte produkt, og dermed mindskes truslen fra substituerende produkter ved større kundeloyalitet. Der er ikke tale om decideret kundeprogrammer i bryggeribranchen, og skifteomkostningerne for kunderne og slutforbrugere er små, hvorfor det vurderes, at der er begrænset kundeloyalitet i branchen. Det skal påpeges, at de enkelte kunder herunder Salling Group, Coop, barer og restauranter har samarbejdsaftaler med de enkelte leverandører, hvilket taler for en mindre form for kundeloyalitet, og dermed påvirkes truslen fra substituerende produkter.

Ovenstående analyse fastslår, at truslen fra substituerende produkter er høj. Den største faktor vurderes at være tilgængeligheden af de substituerende produkter i form af andre alkoholiske drikke. Det skyldes især, at slutforbrugere og mellemliddene har få eller ingen skifteomkostninger. Der er mange substitutionsmuligheder, som er let tilgængelige. Der er begrænset kundeloyalitet, der samlet set medfører, at truslen fra substituerende produkter er høj.

8.2.6 – Rivaliseringen i branchen

Nedenstående afsnit er en analyse af rivaliseringen i den pågældende branche, som Royal Unibrew befinder sig i. Dette gøres med udgangspunkt i forskellige faktorer, der afhænger af branchens karakteristika som igennem de fire forrige kræfter er blevet analyseret.

Det europæiske marked er relativt fragmenteret. Markedet er kendetegnet ved større aktører, der har i omegnen af 25-50% af det samlede marked. Bilag 5 illustrerer de respektive markedsandele på de afgrænsede markeder.

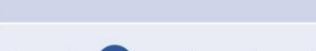
Branchens større aktører har sammenlignelige produktporteføljer, mindsker de enkelte produkters diversitet. Sammenholdes dette med de mulige substitutionsmuligheder, øger dette rivaliseringen i branchen markant. Selvom mikrobryggerierne har en anden produktportefølje og produktsammensætning, kan det forventes, at en indbyrdes prisrig blandt de store aktører har indflydelse på mikrobryggeriernes distributions- og salgsstrategier. Analysen af de substituerende produkter fremhæver, at de eksisterende aktører konstant bestræber sig på at produktudvikle og nuancere deres nuværende produktportefølje. Dette øger antallet af substitutionsmuligheder, som kunderne og slutforbrugeren eksponeres overfor, og med den manglende kundeloyalitet i branchen, må dette analyseres til en styrket rivalisering i branchen.

Samlet set tegner der sig et klart billede af, at rivaliseringen i branchen er høj. Det heterogene oligopol og de differentierede produkter medfører, at konkurrencen er intens blandt aktørerne. Mikrobryggerierne vil ikke i samme grad opleve den intense rivalisering grundet deres produktportefølje og markedsfokus. Det stigende antal substitutionsmuligheder stiller krav til de større aktørers positionering overfor slutforbrugeren. Den overordnede rivalisering opsummeres ved hjælp af branchens overordnede attraktivitetsniveau og konkurrenceintensitet.

8.2.7 – Delkonklusion på Porters Five Forces-analysen

Nedenstående oversigt viser en samlet opsummering af Porters Five Forces. Modellen illustrerer betydningsfulde drivere for hver markedskræft. Analysen konkluderer, at råvarer og substitutionsgraden heraf er væsentlige drivere for leverandørernes forhandlingsstyrke, der konkluderes til at ligge mellem middel og høj. Analysen konkluderer, at kunderne har en betydningsfuld magtposition, hvorfor kundernes forhandlingsstyrke konkluderes at være høj. Det skyldes, at der er få, men store kunder samtidig med at antallet af substitutter er mangfoldigt, skifteomkostningerne er relative små, og begge segmenter er præget af en relativ prisfølsomhed. Analysen konkluderer, at truslen fra potentielle indtrængere er moderat, og de underliggende drivere er særdeleshed kundernes substitutionsomkostninger, indgangsbarrieren, og stordriftsfordele, der præger bryggeribranchen. Analysen konkluderer, at den største trussel er fra substituerende produkter, hvor antallet af

substitutionsmuligheder, tilgængeligheden heraf, lave skifteomkostninger og begrænset kundeloyalitet forårsager en betydelig trussel fra substituerende produkter. Ovenstående faktorer medfører, at rivaliseringen i branchen er hård, og dette skyldes særligt mange substitutionsmuligheder og konkurrenceintensiteten i branchen.

Markedskræft	Værdidrivere	Påvirkning
Truslen fra potentielle indtrængere	Stordriftsfordele Indgangsbarriere Substitutionsomkostninger Distributionskanaler	
Truslen fra substituerende produkter	Tilgængeligheden af substituerende produkter Skifteomkostninger Kundeloyalitet	
Leverandørernes forhandlingsstyrke	Reguleret verdensmarked Afhængighed af branche Substitutionsgrad	
Kundernes forhandlingsstyrke	Få store kunder på <u>off-trade</u> segmentet Substitutionsmuligheder Prisfølsomhed Konkurrence om hyldeplads	
Rivaliseringen i branchen	Intens konkurrence Mange substitutionsmuligheder Større markedsaktører kæmper om markedsandele	
Branchens attraktivitet		
Konkurrenceintensitet i branchen		

Tabel 5 Opsummering af Porters Five Forces. Kilde: Egen tilvirkning

8.3 – Porters værdikædeanalyse

De to forrige analyser har afspejlet væsentlige eksterne forhold, hvor dette afsnit fokuserer på Royal Unibrews interne forhold. Modellen er tilpasset Royal Unibrew, hvorfor modellen beskrives ud fra tabel 6.



Tabel 6 Royal Unibrew A/S' værdikæde. Kilde: Egen tilvirkning

8.3.1 – Sortimentsudvikling

Sortimentsudvikling handler for Royal Unibrew om at tilbyde en bred portefølje af produkter og brands, der tilfredsstiller stigende præferencer i markedet (Royal Unibrew, 2009, s. 51-52).

Dette stiller krav deres sortimentsudvikling, hvor innovation og samfundstendenser præger udviklingen indenfor alkoholiske og ikke-alkoholiske drikke. Der arbejdes med udvikling af brands, produkter, smagsvarianter og emballageformer for at bevare eller styrke de nuværende markedspositioner (Royal Unibrew, 2009, s. 51-52). De seneste sortimentstilføjelser inkluderer Royal Økologisk, Faxe Kondi Sommer, Kissmeyer-produkter, Anarkist-produkterne samt Tivoli x Royal Unibrew på det danske marked (Passport, 2018). De andre markeder er tilsvarende præget af nye lanceringer, hvor Norden i Italien er ny (Passport, 2018), Lahden Erikois IPA og Happy Joe Old Country Dry 4,7% i Finland er nye (Passport, 2018) samt Vilkmerges Pumpin Ale og Vilkmerges blackcurrant stout er nye i Litauen (Passport, 2018).

Produktlanceringer sker typisk igennem egen produktudvikling eller licensaftaler med internationale brands som Heineken eller PepsiCo. Royal Unibrew har licensaftaler med Heineken og PepsiCo i Danmark, Finland og Baltikum. Sortimentsudviklingen tager oftest udgangspunkt i internationale tendenser, hvor der udvikles nye og varierende smagsvarianter indenfor et allerede eksisterende brand. Dette afspejles i Royal Økologisk og Faxe Kondi Sommer. Royal Økologisk tager udgangspunkt i Royal Pilsner, men er i stedet produceret på økologiske råvarer, og Faxe Kondi Sommer er en ny smagsvariant til den populære Faxe Kondi.

8.3.2 – Produktion

Royal Unibrew har med deres nuværende markedspositioner flere forskellige produktionsfaciliteter. De danske produktionsfaciliteter forsyner det danske marked samt hovedparten af eksportmarkederne. Derudover er der produktionssteder i Finland, Litauen og Letland, som forsyner det enkelte marked. Skalaen på de enkelte produktionssteder medfører, at Royal Unibrew har mulighed for at opnå stordriftsfordele igennem lavere produktionsomkostninger. Eksempelvis blev det vurderet lønsomt at nedlukke Ceres i Aarhus for at sammenlægge produktionen med Albani i Odense. Royal Unibrew arbejder på løbende at tilpasse emballeringssektionerne på

produktionsstederne, således at det rette udstyr er tilgængeligt for at imødekomme de enkelte kunders præferencer. (Royal Unibrew, 2009, s. 52-53).

Royal Unibrew fortsatte i år 2017 deres optimering og effektivisering af produktionsstederne, hvor der blev etableret et specialølbryggeri nærliggende Albani samt lignende faciliteter i Finland for brygning af special- og craft-øl (Royal Unibrew, 2017, s. 26-30).

Da Danmark udgør en betydelig del af omsætningen for Royal Unibrew, er det interessant at sammenligne omkostningsniveauet for Royal Unibrew op mod deres største konkurrent på hjemmemarkedet, Carlsberg. Dette fremgår af bilag 6. Overordnet set havde Royal Unibrew lavere produktionsomkostninger sammenlignet med Carlsberg i år 2017. Produktionsomkostningerne udgjorde 48,3% af omsætningen for Royal Unibrew, hvorimod Carlsbergs produktionsomkostninger udgjorde 49,1% af omsætningen. Dette svarer til en kosteffektivitet på 0,8%. Det finske marked domineres endvidere af Olvi, hvorfor det er relevant at sammenligne dette selskab med Royal Unibrew. Dette fremgår af bilag 7. Det er dog kun retvisende at sammenligne produktionsomkostningerne, hvor Olvis udgør 47,7% af nettoomsætningen, hvilket er 0,6% bedre end Royal Unibrew, som indikerer, at Olvi har lavere produktionsomkostninger end Royal Unibrew.

8.3.3 – Markedsføring

I takt med den stigende sortimentsudvikling og fokus på kvalitetsdrikkevarer fra brandede produkter, er der et øget behov for at opretholde og udvikle brandværdi for de enkelte produkter igennem målrettet og omkostningseffektiv markedsføringsindsats. Royal Unibrew opererer regionalt, hvorfor markedsføringsaktiviteterne udføres lokalt på det enkelte marked. Disse markedsføringsaktiviteterne er med til at retfærdiggøre en højere pris sammenlignet med discount og private label brands.

Selskabet foretager såkaldt above the line- samt below the line-markedsføring. Above the line-markedsføring handler om eksponering igennem massemedier såsom TV, radio, outdoor samt internettet. Below the line-markedsføring omfatter salgsindsats ved tilbud samt salg af produkter ved smagsprøver eller andre nærliggende aktiviteter i salgsleddet (Royal Unibrew A/S, 2009, s. 56-57). Royal Unibrew ikke så synlige above the line markedsføringsmæssigt som Carlsberg med ”The Danish Way” samt Tuborg Rå. Royal Unibrew markedsfører sig selv som en del af kundernes

oplevelser i forbindelse med koncerter, festivaler, sportsevents samt andre begivenheder (Royal Unibrew, 2018).

8.3.4 – Salg og distribution

Royal Unibrew afsætter produkter til on-trade og off-trade på de respektive markeder, hvor off-trade segmentet vurderes som det vigtigste. Produkterne afsættes til få, store kunder indenfor off-trade segmentet, hvor særligt Salling Group, Coop og Alko er vigtige off-trade kunder. On-trade segmentet består af flere og mindre aktører, der medfører, at salg ofte foregår gennem personlig kundedkontakt. Selvom off-trade segmentet er absolut størst udgør den største enkeltkunde i omegnen af 5% af koncernens nettoomsætning, og selskabets ti største kunder udgør mindre end 20% af koncernens omsætning. Dette vidner om en diversificeret kundeportefølje, hvor nettoomsætningen ikke afhænger af enkeltkunder (Royal Unibrew A/S, 2009, s. 53-54).

Distribution af de enkelte produkter udføres ved hjælp af egen distribution eller eksterne leverandører. Bilag 1 illustrerer ydermere, at Royal Unibrew A/S har salg- og distributionsaktiviteter i Italien, Finland, Estland samt andre lande afhandlingen ikke fokuserer på. Dette giver Royal Unibrew en vis fleksibilitet i forhold til salg og distribution heraf.

Bilag 6 sammenligner omkostningerne for salg og distribution med Carlsberg, hvor Royal Unibrews omkostninger til salg og distribution i år 2017 lå på 30,6% af nettoomsætningen, hvorimod Carlsberg havde en marginalt bedre omkostningseffektivitet med 1,4% lavere.

8.3.5 – Service efter salg

Service efter salg anvendes til at vedligeholde brandværdien efter salg. Royal Unibrew har størst mulighed for at yde service efter salg overfor on-trade segmentet, da kontakten med off-trade segmentet er begrænset. Royal Unibrew yder forskellige serviceydelser igennem hjemmesiden målrettet både on- og off-trade segmenter. Ydelserne indebærer blandt andet fadølshåndbog, rensevejledning, problemer i forbindelse med udskænkning af fadøl eller postmix samt teknisk service per telefon (Royal Unibrew, 2018). Selvom ovenstående virker grundlæggende, vurderes det betydningsfuldt for de enkelte on-trade kunder, da skifteomkostningerne i bryggeribranchen er få. Royal Unibrew har sjældent direkte kundedkontakt, hvorfor Royal Unibrew er nødsaget til at være eksplicit overfor on-trade segmentet i forhold til service efter salg.

8.3.6 – Støtteaktiviteter

Human ressource management er et vigtigt element for Royal Unibrew, da det er medvirkende til rekruttering af nye- samt udvikling af nuværende medarbejdere. Denne støtteaktivitet understøtter Royal Unibrews strategiske målsætninger, fordi indsigt og kompetencer er med til at opnå disse målsætninger. Royal Unibrew har derfor en høj prioritet i at rekruttere, uddanne og udvikle talentfulde medarbejdere (Royal Unibrew, 2017, s. 52).

Den teknologiske udvikling er analyseret igennem sortimentsudvikling samt produktion. Generelt er branchen kendetegnet ved, at den teknologiske udvikling herunder forskning og udvikling af nye produkter er essentiel. Markederne er dynamiske, hvorfor Royal Unibrew er nødsaget til at forske og udvikle nye produkter. Dette kan illustreres ved de mange lanceringer i år 2017 jævnfør afsnit 8.3.1.

Indkøb til koncernen er en understøttende funktion for produktionen. De vigtigste råvarer er vand, malt, humle og gær. Royal Unibrew står for indkøb af malt og humle, men producerer selv gæren. Ydermere udgør dåser, glas- og PET-flasker, energi samt andre emballageprodukter en stor omkostningsandel. Der er relativt mange enkelt ingredienser og komponenter, som Royal Unibrew indkøber, hvorfor koncernen foretager såkaldte koncernindkøb med formålet om at opnå indkøbs- og procesorienterede synergier. Dette gøres ved, at produktionsstederne koordinerer indkøb, og aftaler pris og leveringssikkerhed med hovedleverandører. Disse kontrakter evalueres løbende, og koncerntaftaler løber typiske i op til to år, hvorimod lokale indkøbsaftaler har kortere varighed (Royal Unibrew, 2009, s. 50-51).

8.3.7 – Delkonklusion på værdikædeanalysen

Ovenstående analyse af værdikæden for Royal Unibrew illustrerer, hvordan Royal Unibrew har oparbejdet kernekompetencer indenfor sortimentsudvikling og produktion. Disse kernekompetencer differentierer Royal Unibrew fra konkurrenterne, da det vurderes vigtigt grundet få skifteomkostninger blandt kunder og slutforbrugerne. Det konkluderes endvidere, at deres kernekompetencer medvirker til at bibeholde eller styrke deres respektive markedsposition ved løbende sortimentsudvikling, der vurderes som en konkurrencemæssig fordel. Det kan endvidere konkluderes, at produktionen ikke kan betragtes som en konkurrencemæssig fordel, selvom analysen afspejler, at Royal Unibrew har en komparativ fordel i produktion, hvorimod Carlsberg eksempelvis

har en komparativ fordel i salg og distribution. Den komparative fordel kan dog opretholdes såfremt Royal Unibrew fortsætter med at optimerer og effektiviserer disse forretningsområder i takt med øget konkurrenceintensitet.

8.4 – Styrkeprofil af Royal Unibrew

Afhandlingens forrige del har rettet fokus mod Royal Unibrews ikke-finansielle værdidrivere. Selskabets eksterne forhold er analyseret ud fra PEST og Porters Five Forces, og selskabets interne forhold er analyseret ud fra Porters værdikæde. Herudover inddrager SWOT-opstillingen analysen af den regnskabsmæssige del, som analyseres i afsnit 8. Dette danner baggrund for virksomhedens samlede styrkeprofil, som er illustreret nedenfor.

• Bred produktportefølje med stærke brands • Stabile markedspositioner på de respektive markeder • Positiv tilpasningsevne – forbedret EBIT-margin • Forbedret kapacitetsudnyttelse • Licenserede produktion af Heineken og <u>PepisCo</u> • Fornuftig ledelse og <u>ejerstruktur</u> • Stærk markedsvækst på trods af generelle markedsudfordringer • Finansiell fleksibilitet – stærk egenkapital og lav netto finansielle forpligtelser • Hurtig integration af opkøb	• Regionalt bryggeri – mindre aktør set i global kontekst • Manglende tilstedeværelse på vækstmarkeder • Begrænset konkurrencemæssig fordel • Få men betydningsfulde markeder – sårbarhed i forhold til det enkelte marked
• Samfundstendenser herunder livsstil • Strategiske alliancer • Opkøbsmuligheder i markedet • Afgiftsnedsættelser på alkoholiske og ikke-alkoholiske drikke • Ekspansionsmuligheder i Asien • Vækst indenfor <u>specialøl</u> • BNP-vækst i Nordeuropa, Baltikum og Italien	• Substituerende produkter • Betydelig konkurrenceintensitet • Svag markedsvækst • Stigende afgifter på alkoholiske og ikke-alkoholiske drikke • Få kunder på <u>off-trade segmentet</u> øger forhandlingsstyrken • Dårligt vejrforhold • <u>Ikke-eksisterende kundeloyalitet</u> og substitutionsomkostninger • <u>Mikrobryggerier</u> • Ændringer i livsstil

Tabel 7 SWOT-opstilling for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Styrkeprofilen afspejler væsentlige værdidrivere i forhold til Royal Unibrew. Dette opsummerer således, hvilke væsentlige faktorer der i særlig grad påvirker værdiansættelsen. Disse forhold afspejler interne styrker såvel som svagheder samt eksterne muligheder og trusler for Royal Unibrew.

9 – Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er at identificere væsentlige værdidrivere, der driver Royal Unibrews rentabilitet. Regnskabsanalysen omfatter regnskabskvalitet, reformuleringer, rentabilitets- og benchmarkanalyse.

9.1 – Regnskabskvalitet

Afsnittet tager udgangspunkt i de væsentligste regnskabsområder i Royal Unibrew, og det er interessant at analysere goodwill, varemærker, distributionsrettigheder og kunderelationer nærmere.

9.1.1 – Goodwill

Ifølge IFRS 3 indregnes goodwill som differencen mellem kostpris og dagværdien af den overtagende virksomheds nettoaktiver (Europæiske unionstidende, 2008, s. 379). Ifølge IAS 36 skal der hvert år foretages en nedskrivningstest af goodwill. Dette sikrer, at aktiverne ikke indregnes til en højere værdi end genindvindingsværdien.

Royal Unibrew foretager en nedskrivningstest hvert år. Royal Unibrew beregner genindvindingsværdien ud fra kapitalværdien af nettopengestrømme på baggrund af de opstillede diskonteringsfaktorer:

Vesteuropa	Baltic sea	Maltdrikke og Eksport
6,60%	6,6-7,9%	15,30%

Tabel 8 Genvindingsværdi 2017 Kilde: (Unibrew, s. 87)

I budgetperioden 2021-2024 er væksten beregnet til at være:

Vesteuropa	Baltic sea	Maltdrikke og Eksport
1%	0-1%	0%

Tabel 9 Vækst til budgetperiode 2017 Kilde: (Unibrew, s. 87)

Hvorimod den på terminalværdien forlyder:

Vesteuropa	Baltic sea	Maltdrikke og Eksport
2%	1,5-1,8%	2%

Tabel 10 Vækst i terminalperiode. Kilde: (Unibrew, s. 87)

Nedskrivningstesten har ikke givet anledning af nedskrivning af goodwill for Royal Unibrew i år 2017 (Unibrew, s. 87).

9.1.2 – Varemærker, distributionsrettigheder og kunderelationer

Ifølge IAS 38 skal varemærker indregnes, hvis det er sandsynligt, at den fremtidige økonomiske gevinst ved aktivet, vil tilgå virksomheden, samt at aktivets kostpris kan måles pålideligt (Europæiske unionstidende, 2008, s. 255). Ved første indregning skal immaterielle aktiver indregnes til kostpris. Den efterfølgende indregning skelner mellem definerbar levetid og udefinerbar levetid på det immaterielle aktiv. Varemærker har en udefinerbar levetid, hvorfor disse ikke amortiseres. Royal Unibrew gennemfører i stedet en årlig nedskrivningstest for at kontrollere eventuel værdiforringelse.

1. Vurdering af den anvendte regnskabspraksis.

Afsnit 9.1.1 og 9.1.2 vurderer, at ledelsen i Royal Unibrew ikke har stor fleksibilitet i forhold til den anvendte regnskabspraksis. Det skyldes, at Royal Unibrew ikke har foretaget væsentlige ændringer i deres regnskabspraksis igennem analyseperioden (Royal Unibrew, 2013, s. 100). Der kan argumenteres for, at ledelsen har vis fleksibilitet i form af de skøn, der foretages i årsrapporten, der kan være årsag til de differencer, der opstår mellem nedskrivningstesten af goodwill og varemærker fra år 2016 til år 2017. (Unibrew, 2018, s. 87)

2. Vurdering af kvaliteten af oplysningerne.

Årsrapporternes information vurderes at være af god kvalitet. Det skyldes, at årsrapporterne aflægges i forhold til regnskabsmæssige rammer. Ydermere er der dybdegående beskrivelser af fremtidsudsigterne på de enkelte markeder, regnskabsnoter til yderligere forståelse af årsrapportens elementer samt ændringer i ledelsen. Eksterne revisorer har gennemlæst årsrapporten og godkendt informationen som værende et retvisende billede af Royal Unibrew og i overensstemmelse med det reviderede årsregnskab- og koncernregnskab, hvilket indikerer, at kvaliteten af oplysningerne i årsrapporterne er valide og pålidelighed.

3. Identifikation af røde flag

Analysen af regnskabskvaliteten indikerer umiddelbart ikke nogen røde flag. Royal Unibrew har anvendt den samme regnskabspraksis i hele analyseperioden og har ikke foretaget pludselige korrektioner af betydning.

4. Korrektion af regnskabsmæssig støj

Ovenstående analyse indikerer ikke, at der skal foretages regnskabsmæssige korrektioner af årsrapporterne. De mest almindelige korrektioner, der kan foretages, er illustreret nedenfor. Det vigtigste er at bemærke de pågældende konsekvenser i forhold til regnskabet.

Indregnes alle de immaterielle aktiver ikke i balancen, omkostningsføres alle omkostninger direkte i stedet. En sådan situation leder til misvisende nøgletal i rentabilitetsanalysen, da omkostningsførte udgifter medfører et lavere resultat. Oftest opstår sådanne situationer i virksomheder med høje forsknings- og udviklingsomkostninger. Da Royal Unibrews udviklingsomkostninger ikke opfylder kriterierne for aktivering, indregnes disse i produktionsomkostningerne, hvorfor der ikke korrigeres for disse (Unibrew, 2018, s. 84).

Skøn over levetid, scarpværdi samt afskrivningsmønster skal afspejle den egentlige værdiforringelse af aktiverne, hvorfor denne værdiforringelse indregnes i resultatopgørelsen. Ledelsens skøn risikerer at overvurdere de langfristede aktiver, hvilket kan bidrage med en forkert positiv påvirkning på nøgletallene i rentabilitetsanalysen. Da Royal Unibrews immaterielle aktiver udsættes for nedskrivningstest hvert år, vurderes skøn over levetid, scarpværdi og afskrivningsmønsteret at medvirke til et tilpas retvisende billede af aktivernes værdi (Unibrew, 2018, s. 67).

9.1.3 – Delkonklusion på regnskabsanalysen

Analysen af regnskabet konkluderer, at Royal Unibrew ikke har ændret regnskabspraksis i år 2013, og det har medvirket til begrænset fleksibilitet i regnskabspraksis. Regnskabsanalysen peger ikke på væsentlige forhold, som reformuleringerne skal tage højde for. Det skyldes, at analysen konkluderer, at årsrapporternes informationer er godkendt af eksterne revisorer i forbindelse med aflæggelse af årsrapport. Analysen konkluderer, at Royal Unibrew opfylder forskellige kriterier i forbindelse med god regnskabskvalitet blandt andet ingen røde flag eller misvisende afskrivningsmønstre.

9.2 – Reformuleringer

I forbindelse med rentabilitetsanalysen er reformulering af resultatopgørelsen og balancen nødvendig. Reformuleringen har til formål at adskille driftsaktiviteter fra finansieringsaktiviteter. Det bliver muligt at skelne mellem de værdiskabende elementer i virksomheden og virksomhedens finansiering. Reformuleringerne tager udgangspunkt i årsrapporterne fra analyseperioden 2013-2017 (Sørensen,

2012, s. 157). De oprindelige opgørelser fremgår af bilag 8-17, og de reformulerede opgørelser fremgår af bilag 18-27.

9.2.1 – Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleringen af resultatopgørelsen udarbejdes med det formål at separere virksomhedens driftsaktiviteter fra de finansielle aktiviteter, ved at reklassificere driftsindtægter og -omkostninger. Alle poster der ikke har direkte transitorisk sammenhæng med den primære drift trækkes ud. Dette har til formål at normalisere Royal Unibrews driftsoverskud. Dette er vigtigt, da det normaliserede driftsoverskud anvendes som baseline for budgetteringen af driftsoverskuddet i den fremtidige budgetperiode. De, i den reformulerede resultatopgørelse, behandlede poster specificeres nedenfor.

9.2.1.1 – Usædvanlige indtægter og omkostninger

De driftsorienterede omkostninger er specificeret i selve den reformulerede resultatopgørelse. I bilag 28-47 er de finansielle posterne delt ud i usædvanlige poster og netto finansielle omkostninger. Usædvanlige poster består af gevinst ved salg af immaterielle og materielle langfristede aktiver, der kræver skatteallokering. De netto finansielle omkostninger skal klassificeres efter, hvorvidt det er en permanent finansiell post, en usædvanlig finansiell post, eller om det er en usædvanlig driftspost. Såfremt usædvanlige poster inkluderes, vil værdiansættelsen være misvisende, da det ikke er en tilbagevendende omkostning eller indtjening. De finansielle omkostninger inddeles derfor i usædvanlige finansielle omkostninger og core netto finansielle omkostninger.

9.2.2 – Reformuleret balanceopgørelse

Den reformulerede balanceopgørelse for Royal Unibrew afspejler driftsaktiver, finansielle aktiver samt driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser. Driftsaktiver og driftsforpligtelser vedrører virksomhedens drift herunder produktion og salg af varer. Finansielle forpligtelser vedrører poster, der finansierer virksomhedens drift samt overskydende likvide beholdninger. Samlet opsummerer nettodriftsaktiver, hvordan virksomhedens samlede finansiering er investeret i virksomhedens drift. I forbindelse med reformuleringen var der enkelte regnskabsposter, der krævede yderligere behandling, hvorfor disse kommenteres nedenfor.

9.2.2.1 – Forudbetalte omkostninger

Årsrapporten fra år 2013 og år 2014 rapporterer periodeafgrænsningsposter der vedrørte forudbetalte omkostninger i forbindelse med det efterfølgende regnskabsår, hvorefter de seneste tre årsrapporter rapporterer periodeafgrænsningsposter under regnskabsposten forudbetalte omkostninger. Disse regnskabsposter klassificeres som forudbetalte omkostninger i reformuleringen.

9.2.2.2 – Driftslikviditet og likvide beholdninger

Virksomheder har brug for at imødekomme daglige betalinger, hvorfor der er brug for driftslikviditet, hvilket Royal Unibrew ikke oplyser i årsrapporterne. Det er hensigtsmæssigt at klassificere 1% af nettoomsætningen som driftslikviditet. Den pågældende driftslikviditet klassificeres som et driftsaktiv, hvorefter beløbet fratrækkes likvide beholdninger, hvor de resterende likvide beholdninger klassificeres som et finansielt aktivt.

9.2.2.3 – Anden gæld

Regnskabsposten, anden gæld, under kortfristede driftsforpligtelser indeholder anden offentlig gæld, anden gæld og indløsningsforpligtelse i forhold til returemballage. Royal Unibrew specificerer ikke yderligere, hvorfor det må antages, at offentlig og anden gæld vedrører skyldig moms, indeholdt A-skat, skyldigt overarbejde eller lignende, hvorfor det antages, at disse regnskabsposter ikke er rentebærende. Anden gæld under kortfristede driftsforpligtelser klassificeres derfor som kortfristede driftsforpligtelser i den reformulerede balance.

9.2.2.4 – Selskabsskat

Det er værd at bemærke, at selskabsskatten indgår som et kortfristet driftsaktiv samt kortfristet driftsforpligtelse. Selskabsskatten er et kortfristet driftsaktiv i år 2013 og år 2017, hvorfor det må formodes, at Royal Unibrew har et tilgodehavende i forhold til selskabsskat, og regnskabsposten er derfor klassificeret som et kortfristet driftsaktiv i år 2013 og år 2017. Royal Unibrew har selskabsskat som en driftsforpligtelse i år 2014, 2015 og 2016, hvorfor disse klassificeres på almindeligvis som en kortfristet driftsforpligtelse.

9.3 – Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen har til formål at identificere finansielle værdidrivere, der i analyseperioden har været værdiskabende for Royal Unibrew. De enkelte nøgletal analyseres i forhold til Royal Unibrew, hvorefter de sammenholdes med peers.

9.3.1 – Dekomponering af egenkapitalforrentningen

Egenkapitalforrentningen dekomponeres til afkastningsgraden og den finansielle gearing. Udviklingen samt niveauet i disse fremgår af nedenstående oversigt.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Afkastningsgrad	11,2%	15,5%	18,1%	21,2%	22,6%
Netto lånerente	1,5%	2,9%	2,1%	1,6%	2,5%
SPREAD	9,8%	12,6%	15,9%	19,6%	20,1%
Finansiell gearing	1,14	0,57	0,42	0,36	0,37
Egenkapitalforrentning	22,3%	22,7%	24,8%	28,2%	30,0%

Tabel 11 Dekomponering af egenkapitalforrentning. Kilde: Egen tilvirkning

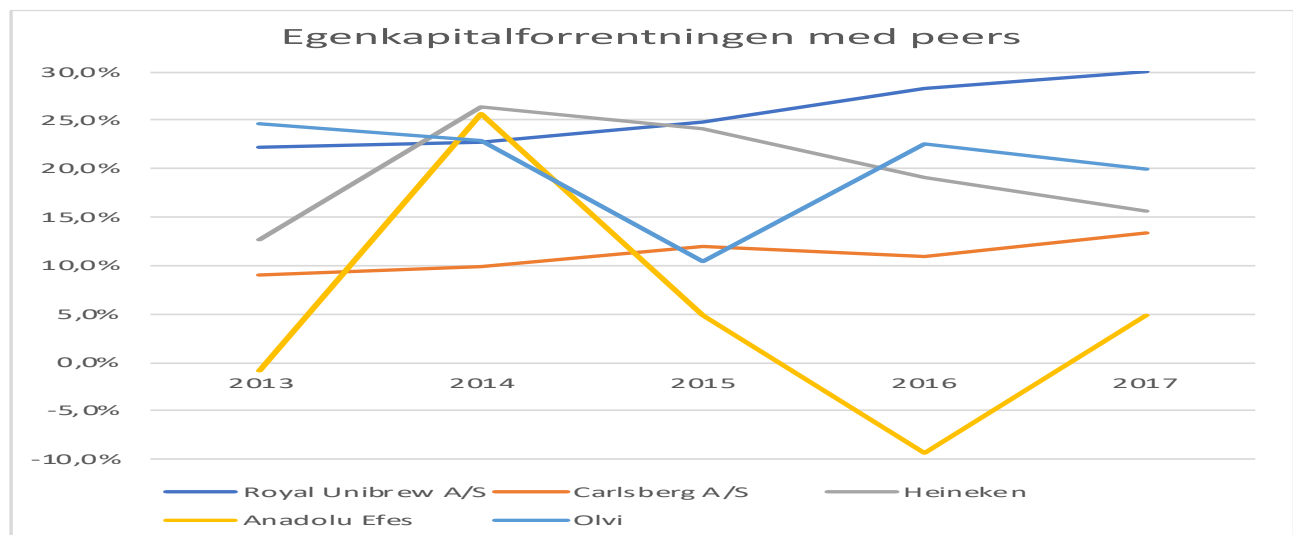
Tabel 11 illustrerer egenkapitalforrentningen for Royal Unibrew fra år 2013 til år 2017, og det fremgår, at denne har været stigende gennem hele analyseperioden. Egenkapitalforrentningen er steget fra 22,3% i år 2013 til 30,0% i år 2017. Dette svarer til en stigning på 7,7 procentpoint på fem år fra år 2013 til år 2017 svarende til en stigning på 35%. Udviklingen i egenkapitalforrentningen skyldes hovedsageligt udviklingen i afkastningsgraden. Tabellen viser at afkastningsgraden steg fra 11,2% til 22,6% over analyseperioden, hvilket er stærkt medvirkende til den stigende egenkapitalforrentning. Det fremgår, at egenkapitalforrentningen er højere end afkastningsgraden i samtlige år, hvilket indikerer, at Royal Unibrew har tjent på at optage fremmedkapital i analyseperioden i forhold til, hvad det har kostet at låne den.

Tabel 12 viser, at den finansielle gearing er faldet over analyseperioden fra 1,14g til 0,37 g. Forholdet mellem nettofinansielle forpligtelser og egenkapitalen er faldet betragteligt. Effekten af den finansielle gearing i forhold til egenkapitalforrentningen afhænger af det enkelte års SPREAD, og effekten af den finansielle gearing udgjorde i år 2013 11,1% af egenkapitalforrentningen, men er faldet til 7,4% i år 2017. Udviklingen i egenkapitalforrentningen i analyseperioden kan hovedsageligt tilskrives den stigende afkastningsgrad, der er steget 105%. Stigningen i afkastningsgraden i analyseperioden dekomponeres i afsnit 9.3.2, hvor overskudsgraden og aktiverens omsætningshastighed analyseres.

År	2013	2014	2015	2016	2017
SPREAD	9,8%	12,6%	15,9%	19,6%	20,1%
Finansiell gearing	1,14	0,57	0,42	0,36	0,37
Effekt af finansiell gearing	11,1%	7,2%	6,8%	7,1%	7,4%

Tabel 12 Effekten af finansiell gearing. Kilde: Egen tilvirkning

Det interessante er, hvordan nøgletallene har udviklet sig i forhold til alternative investeringer i branchen, hvorfor egenkapitalforrentningen for Royal Unibrew og peers præsenteres i figur 10. Nøgletallene og de bagvedliggende faktorer til beregningen fremgår af bilag 48. Det fremgår af figur 10, at Royal Unibrew overordnet har en højere egenkapitalforrentning end peers i analyseperioden. I år 2013 havde Olvi en højere egenkapitalforrentning end Royal Unibrew. Denne er faldet frem mod år 2017 til 19,9% mod Royal Unibrews på 30,0%. Egenkapitalforrentningen er påvirket af den finansielle gearing og nettolånerenten. Dette illustreres i Anadolu's udsving, der påvirkes negativt af nettolånerenten. Den negative lånerente modsvarer sjældent den egentlige nettolåne, hvorfor egenkapitalforrentningen for Anadolu vil være misvisende i analyse-mæssig sammenhæng. (Petersen & Plenborg, 2005, s. 175).



Figur 10 Egenkapitalforrentning med peers. Kilde: Egen tilvirkning

9.3.2 – Dekomponering af afkastningsgraden

Afkastningsgraden for Royal Unibrew er præsenteret nedenfor. Tabel 13 viser afkastningsgraden for Royal Unibrew i analyseperioden. Afkastningsgraden er steget kontinuerligt siden år 2013 til et niveau på 22,6% i år 2017, hvilket svarer til en stigning på 102%. Nøgletallet indikerer, at for hver 100,- kroner investeret i Royal Unibrew, opnår investor et afkast på 22,6,- kroner i år 2017. Stigningen i afkastningsgraden er den primære årsag til den forbedrede egenkapitalforrentning. Nedenstående indikerer et stigende driftsoverskud med en lavere investeret kapital i form af lavere nettodriftsaktiver, hvilket medfører en stigende afkastningsgrad. Dette indikerer, at Royal Unibrew A/S har forbedret kapacitetsudnyttelsen samtidig med et stigende driftsoverskud.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	510.743	686.258	755.680	838.926	870.986
Nettodriftsaktiver	4.556.995	4.431.501	4.179.078	3.965.820	3.852.965
Afkastningsgrad	11,2%	15,5%	18,1%	21,2%	22,6%

Tabel 13 Afkastningsgrad for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Årsagen til den stigende afkastningsgrad analyseres ud fra overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed nedenfor.

Tabel 14 illustrerer overskudsgraden for Royal Unibrew i analyseperioden. Overskudsgraden er steget fra 11,4% i år 2013 til 13,6% i år 2017. Samlet over hele analyseperioden er overskudsgraden steget med 2,2 procentpoint, svarende til 19%. Den positive udvikling indikerer, at Royal Unibrew har formået at tilpasse omkostningsniveauet til nettoomsætningen igennem hele analyseperioden. Denne indikation underbygges af, at Royal Unibrew har formået at øge driftsoverskuddet betragteligt i forhold til stigningen i nettoomsætningen. Driftsoverskuddet er igennem hele analyseperioden steget 71%, hvor nettoomsætningen er steget med 43%. Det analyseres, at begge stigninger er skyld i den forbedrede overskudsgrad, hvor en forbedret tilpasning af omkostninger i forhold til nettoomsætningen har været en medvirkende faktor. I år 2017 formåede Royal Unibrew at genere et overskud på 13,6% på baggrund af nettoomsætningen.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	510.743	686.258	755.680	838.926	870.986
Nettoomsætning	4.480.998	6.055.898	6.032.115	6.340.376	6.384.386
Overskudsgrad	11,4%	11,3%	12,5%	13,2%	13,6%

Tabel 14 – Overskudsgrad for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

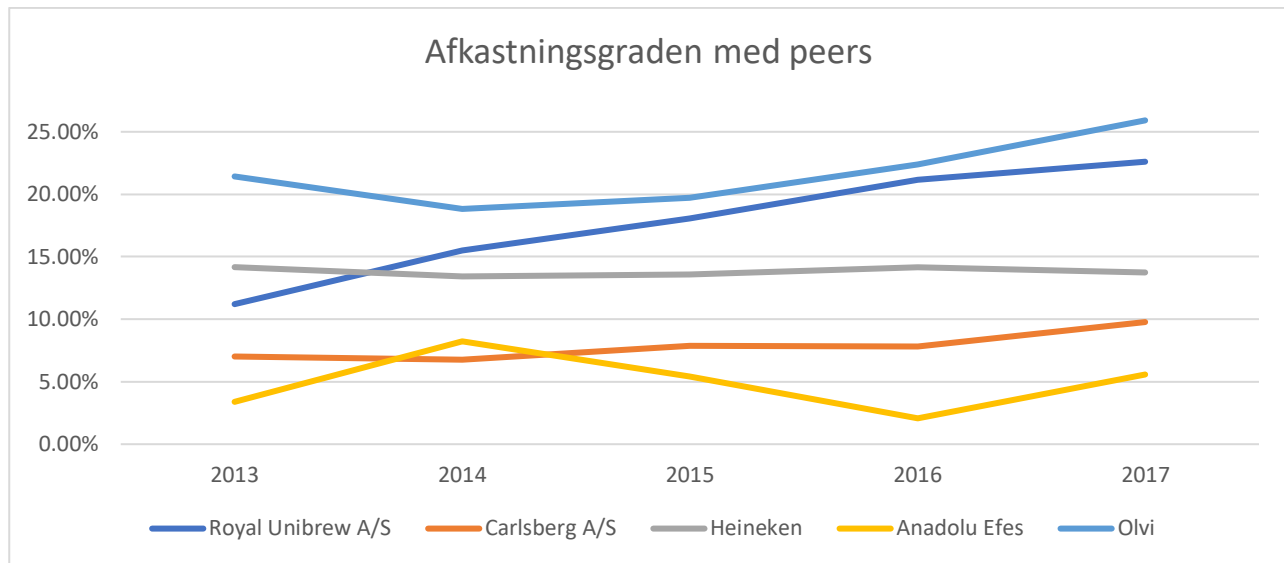
En anden medvirkende faktor til den stigende afkastningsgrad for Royal Unibrew er aktivernes omsætningshastighed, som præsenteres i tabel 14. Ud fra tabel 15 ses det, at nettoomsætningen og nettodriftsaktiver er medvirkende faktorer til stigningen i aktivernes omsætningshastighed. Stigningen i nettoomsætning har været højere end nettodriftsaktivernes fald. Stigningen i aktivernes omsætningshastighed skyldes primært den stigende nettoomsætning, mens faldet i nettodriftsaktiverne har bidraget positivt til den forbedrede omsætningshastighed. Aktivernes omsætningshastighed er steget gennem hele analyseperioden, fra 0,98g i år 2013, til 1,66g i år 2017, hvilket betyder, at Royal Unibrew genererer omsætning for 1,66,- kroner per krone aktiv.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsætning	4.480.998	6.055.898	6.032.115	6.340.376	6.384.386
Nettodrifsaktiver	4.556.995	4.431.501	4.179.078	3.965.820	3.852.965
Aktivernes omsætningshastighed	0,98	1,37	1,44	1,60	1,66

Tabel 15 Aktivernes omsætningshastighed for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Det fremgår af ovenstående analyse af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, at nøgletallene er forbedret igennem analyseperioden. Disse nøgletal er medvirkende til, at afkastningsgraden er steget 105% i samme periode. Ydermere kan det fastlægges, at stigningen i afkastningsgraden hovedsageligt skyldes, at aktivernes omsætningshastighed er steget mere end overskudsgraden, som fortsat har bidraget positivt til udviklingen i afkastningsgraden. Overskudsgradens og omsætningshastighedens bagvedliggende faktorer analyseres yderligere i afsnit 9.3.3.

Figur 11 illustrerer afkastningsgraden i forhold til peers. Det fremgår af figuren, at Royal Unibrew ligger bedre end Carlsberg og Anadolu igennem hele analyseperioden. Heineken ligger på nogenlunde samme niveau som Royal Unibrew fra år 2013 til år 2014, hvorefter afkastningsgraden for Heineken forbliver stabil til år 2017. Olvi har den højeste afkastningsgrad i år 2013, hvorfra spændet mellem Royal Unibrew og Olvi bliver mindre. I slutningen af analyseperioden er Olvi fortsat bedst i forhold til forrentning af investerede kapital i år 2017, hvor Olvi har en afkastningsgrad på 25,9% mod Royal Unibrews på 22,6%. Det interessante ved nedenstående figur er udviklingen henover analyseperioden, hvor Heineken, Carlsberg og Anadolu har en neutral til svagt stigende udvikling, mens Royal Unibrew og Olvi har fremgang i afkastningsgraden, hvor Royal Unibrew noterer sig en stigning på 11,4 procentpoint igennem analyseperioden.



Figur 11 Afkastningsgraden med peers. Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 49 viser afkastningsgraden udregnet på baggrund af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed for Royal Unibrew og peers. De mest interessante og iøjnefaldende peers er Carlsberg og Olvi. Carlsbergs forbedrede afkastningsgrad er skabt på baggrund af en forbedret omsætningshastighed, der bidrager positivt til den stigende afkastningsgrad, hvorimod overskudsgraden påvirker afkastningsgraden negativt. Olvi har igennem hele analyseperioden haft en høj afkastningsgrad, hvor forbedringen skyldes en kombination af den stigende overskudsgrad og en forbedring af aktivernes omsætningshastighed.

Sammenligningen i bilag 49 med peers af henholdsvis afkastningsgrad, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed illustrerer, at Royal Unibrew er blandt de bedste i forhold til de respektive peers, når der sammenlignes på finansielle nøgletal, hvor særligt kapacitetsudnyttelsen har haft en væsentlig rolle i forbedringen af afkastningsgraden.

9.3.3 – Dekomponering af overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed

Denne analyse dekomponerer de bagvedliggende værdidrivere af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Disse fremgår af bilag 50 og 51. Tabel 16 udtrykker, hvordan overskudsgraden dekomponeres ved hjælp af adskillige marginer for hele analyseperioden. Afslutningsvis forekommer den allerede udregnede overskudsgrad som præsenteret i afsnit 9.3.2.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Driftsomkostninger	-83,4%	-81,3%	-79,7%	-79,4%	-78,7%
EBITDA-margin	16,6%	18,7%	20,3%	20,6%	21,3%
Afskrivninger	-2,7%	-4,6%	-4,7%	-4,2%	-4,2%
Amortiseringer	-0,2%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,4%
EBIT-margin	14,1%	14,2%	15,7%	16,4%	17,1%
Skat på EBIT	-3,5%	-3,5%	-3,7%	-3,6%	-3,8%
NOPAT-margin	10,6%	10,8%	12,0%	12,8%	13,4%
Andet driftsoverskud, efter skat	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%
Samlet overskudsgrad	11,4%	11,3%	12,5%	13,2%	13,6%

Tabel 16 Common-size-analyse af overskudsgraden for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

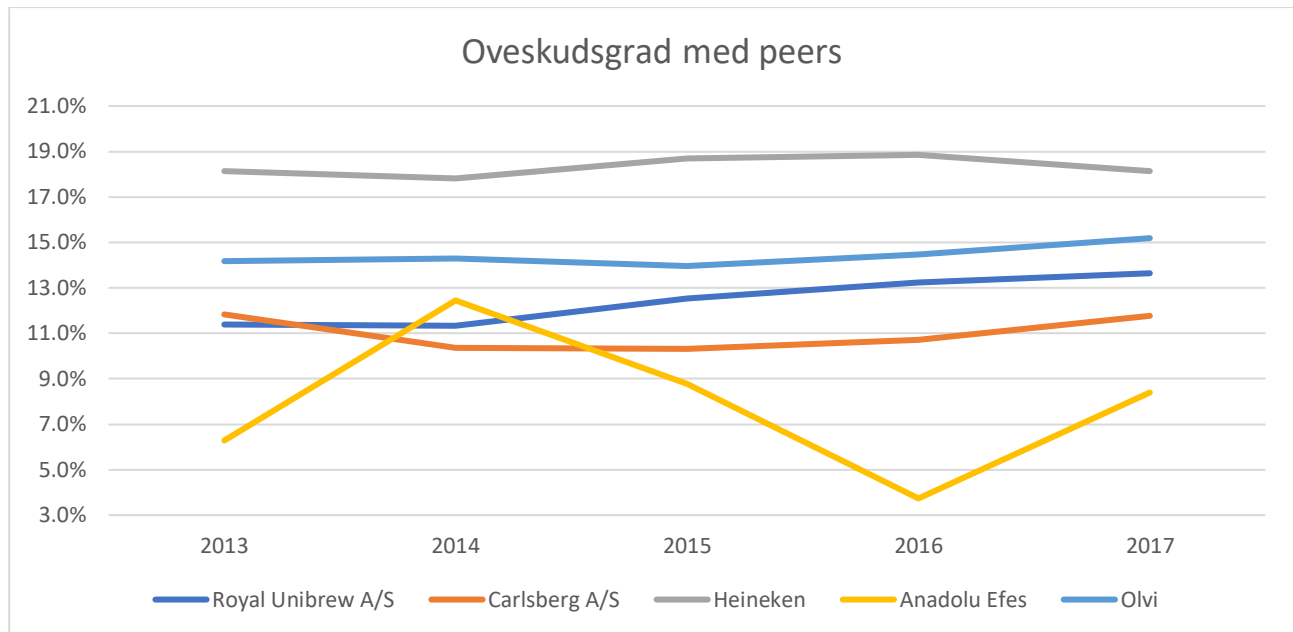
Tabel 16 viser en forbedret tilpasningsevne af omkostninger i forhold til nettoomsætningen. Det fremgår, at Royal Unibrew har formået at reducere driftsomkostningerne med 4,7% på trods af en positivt stigende nettoomsætning. Tabel 17 illustrerer, at Royal Unibrew har formået at reducere samtlige omkostningsposter i forhold til nettoomsætningen, hvor produktionsomkostninger er reduceret med 1,37%, salgs- og distributionsomkostninger er reduceret med 1,83%, og administrationsomkostninger er reduceret med 1,54%.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Produktionsomkostninger	-46,67%	-44,76%	-44,28%	-45,04%	-45,30%
Salgs- og distributionsomkostninger	-30,72%	-30,80%	-29,88%	-29,52%	-28,89%
Administrationsomkostninger	-5,59%	-5,16%	-4,99%	-4,39%	-4,05%

Tabel 17 Omkostningsfordeling af driftsomkostninger for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Overskudsgraden sammenlignes med peers i nedenstående graf. Det fremgår af figuren, at Heineken samt Olvi har præsteret højere overskudsgrader end Royal Unibrew i analyseperioden. Udviklingen fremgår af grafen, og den illustrerer ikke store udsving udover Anadolu, som kan tilskrives svingende afskrivninger for år 2016 og år 2016. Dette vises ydermere i common-size analysen i bilag 52.

Common-size analysen udtrykker de enkelte omkostningsposter i forhold til selskabets omsætning. Det er muligt at aflæse, hvilken vægt de enkelte regnskabsposter har, og hvordan udviklingen i disse har været igennem analyseperioden. Royal Unibrew, Carlsberg og Olvi minder utrolig meget om hinanden, hvor Olvi formår at præstere faldende driftsomkostninger på trods af en stigende nettoomsætning, hvorimod Carlsbergs omkostningsniveau ligger en anelse højere på trods af en faldende nettoomsætning. Anadolu har derimod en markant høj omkostningsandel i forhold til nettoomsætning. Selskabets driftsomkostninger udgør omkring 85% af nettoomsætningen igennem hele analyseperioden. Det er markant højere end peers, og dette påvirker overskudsgraden negativt.



Figur 12 Overskudsgrad for Royal Unibrew A/S og peers, år 2013-2017. Kilde: Egen tilvirkning

Nedenstående afsnit dekomponerer aktivernes omsætningshastighed, og analysen afspejler, hvorvidt Royal Unibrew udnytter nettodriftsaktiverne effektivt i analyseperioden.

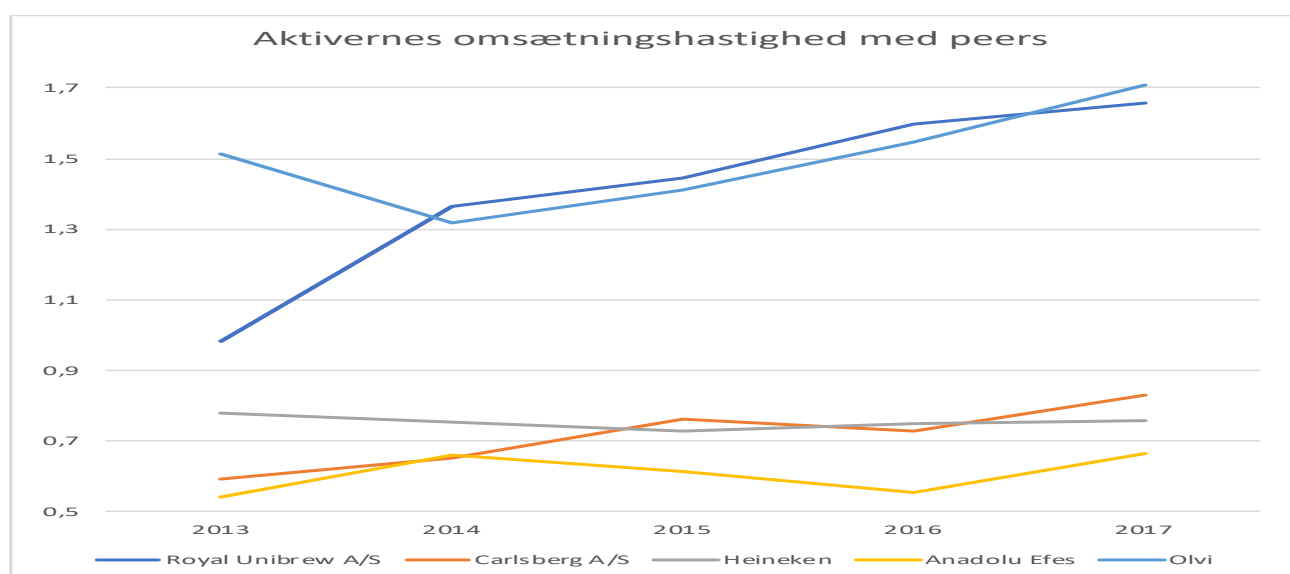
Nedenstående viser styring af arbejdskapital og anlægskapital. Det ses, at Royal Unibrew igennem analyseperioden har haft negative investeringer i arbejdskapitalen, hvor særligt kortfristede driftsforpligtelser svinger mere end de øvrige balanceposter. Udsving i kortfristede driftsforpligtelsers kan tilskrives ændring i leverandørgæld. Dette indikerer, at Royal Unibrew har opnået højere leverandørkreditter.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettodriftsaktiver / Nettoomsætning	1,02	0,73	0,69	0,63	0,60
Styring af arbejdskapital:					
Varebeholdninger / Nettoomsætning	0,07	0,05	0,05	0,05	0,05
Tilgodehavender fra salg / Nettoomsætning	0,10	0,08	0,09	0,08	0,09
Kortfristede driftsaktiver / Nettoomsætning	0,20	0,15	0,16	0,15	0,16
Leverandørgæld / Nettoomsætning	-0,18	-0,13	-0,15	-0,14	-0,16
Kortfristede driftsforpligtelser / Nettoomsætning	-0,38	-0,28	-0,32	-0,28	-0,30
Arbejdskapital / Nettoomsætning	-0,18	-0,13	-0,17	-0,13	-0,16
Styring af anlægskapital:					
Immaterielle aktiver / Nettoomsætning	0,66	0,49	0,48	0,45	0,45
Materielle aktiver / Nettoomsætning	0,60	0,42	0,40	0,34	0,33
Andre langfristede driftsaktiver / Nettoomsætning	-0,07	-0,05	-0,04	-0,03	-0,04
Anlægskapital / Nettoomsætning	1,19	0,86	0,85	0,76	0,74

Tabel 18 Dekomponering af aktivernes omsætningshastighed for Royal Unibrew, år 2013-2018. Kilde: Egen tilvirkning

Royal Unibrews styring af anlægskapital udtrykkes ved hjælp af immaterielle aktiver, materielle aktiver og andre langfristede driftsaktiver. Den samlede kapacitetsudnyttelse er markant stigende, hvor den i år 2013 lå på 1,19 til i år 2017 at være 0,74. Dette skyldes en forbedring i kapacitetsudnyttelsen, hvor materielle aktiver, som procent af nettoomsætningen, er faldet fra 0,6 i år 2013 til 0,33 i år 2017. Dette sker på trods af, at nettoomsætningen er steget 43%. Selvom immaterielle aktiver er faldet i analyseperioden, forholder immaterielle aktiver sig stabilt fra år 2014 og fremefter, hvorfor faldet fra 0,66 i år 2013 til 0,45 i år 2017 udelukkende kan tilskrives den stigende nettoomsætning. Den marginale ændring i andre langfristede driftsaktiver kan tilskrives udskudt skat, hvorfor den forbedrede omsætningshastighed skyldes den forbedrede kapacitetsudnyttelse af materielle aktiver samt den stigende nettoomsætning.

Royal Unibrew har, ligesom Olvi, oplevet en markant stigende omsætningshastighed bortset fra år 2013 og år 2014, hvor omsætningshastigheden faldt fra 1,5g til 1,3g. De resterende peers har en markant lavere omsætningshastighed, som det fremgår af figur 13. Heineken ligger igennem hele analyseperioden stabilt med en omsætningshastighed fra år 2013 på 0,78g til i år 2017 at ligge på 0,76g. Carlsberg og Anadolu har haft en positivt stigende omsætningshastighed, hvor Carlsberg har forbedret omsætningshastigheden markant. Olvi og Royal Unibrew har en markant højere omsætningshastighed sammenlignet med peers, hvilket indikerer, at Olvi og Royal Unibrew formår at kapitaltilpasse sig bedre i forhold til deres overordnede aktiver, da begge selskaber har skabt en stigende nettoomsætning på baggrund af en faldende pengebinding i nettodriftsaktiver.



Figur 13 Aktivernes omsætningshastighed for Royal Unibrew og peers, år 2013-2017. Kilde: Egen tilvirkning

Olvi har formået at opnå større leverandørkredit, hvilket udtrykkes ved den stigende leverandørgæld, der er steget 50% på baggrund af en svagt stigende nettoomsætning i samme periode. Tilsvarende er tilgodehavender fra salg steget med 7%, hvilket indikerer, at Olvi tilbydes langt bedre leverandørbetingelser end Olvi's kunder tilbydes. Den høje leverandørgæld er en indlysende faktor for den faldende og negative arbejdskapital. Dekomponeringen illustrerer, at Olvi har stigende materielle aktiver, hvorimod dekomponeringen for Royal Unibrew afspejlede en markant forbedret kapitaludnyttelse, da andelen af materielle aktiver i forhold til nettoomsætningen er næsten halveret fra år 2013 til år 2017.

Sammenholdes dekomponeringen af Royal Unibrew med Carlsberg, illustrerer denne at pengebindingen i nettodriftsaktiver i år 2017 er dobbelt så høj. Der er en betydelig ændring i pengebindinger i tilgodehavender fra salg, som er faldet fra 0,12 i år 2013 til 0,07 i år 2017. Anlægskapitalen antyder, at materielle aktiver er faldet på baggrund af en faldende nettoomsætning, hvilket kan antyde, at Carlsberg har en fornuftig kapitaltilpasningsevne, fordi pengebindingerne i materielle aktiver er faldet betydeligt i forhold til faldet i nettoomsætningen.

I forhold til Heineken og Anadolu vurderes det, at disse selskaber har et stabilt niveau i varebeholdninger og tilgodehavender fra salg. Dette er selvom, at begge virksomheder har stigninger i nettoomsætningen. Heineken og Anadolu har større pengebindinger i leverandørgæld, hvilket påvirker arbejdskapitalen negativt. Det skal nævnes, at Anadolu har præsteret en stigning på 41% i nettoomsætningen på trods af reducerede pengebindinger i materielle aktiver. Heineken har præsteret en stigning på 14% i nettoomsætningen, men dette er sket på bekostning af større pengebindinger i materielle aktiver.

9.3.4 – Delkonklusion på rentabilitetsanalysen

Gennem ovenstående rentabilitetsanalyse tegner der sig et profitabelt billede af Royal Unibrew sammenholdt med peers. Analysen konkluderer, at egenkapitalforrentningen er steget jævnt modsat peers, og at stigningen hovedsageligt er på baggrund af driften. Det skyldes, at effekten fra den finansielle gearing er faldet, hvorimod stigningen i afkastningsgraden resulterer i en positiv stigning i egenkapitalforrentningen. Analysen konkluderer, at afkastningsgraden har været stigende, hvilket skyldes en kombination af en stigende overskudsgrad samt den forbedrede omsætningshastighed.

Analysen påpeger, at Royal Unibrew har formået at forbedre omkostningsniveauet i forhold til nettoomsætning igennem analyseperioden samtidig med bedre kapacitetsudnyttelse i samme periode.

9.4 – Benchmarkanalyse

Benchmarkanalysen inddeles i to hovedanalyser. Det drejer sig om en common-size analyse og en trendanalyse. Disse fremgår af bilag 52-54.

9.4.1 – Common-size analyse af balanceopgørelsen

Common-size analysen har til formål at standardisere regnskabsposter, som dermed eliminerer størrelseseffekten. Dette medfører, at analysen afslører omfanget af de pågældende aktiviteter i virksomheden, da størrelsen ikke har nogen betydning.

Common-size analysen kan inddeles i to mindre analyser af den reformulerede resultatopgørelse og den reformulerede balance. Common-size analysen for resultatopgørelsen er i denne opgave integreret eksplicit i rentabilitetsanalysen, da analyserne beskæftiger sig med de samme nøgletal. Dette afsnit har således udelukkende fokus på common-size analyse for den reformulerede balance samt en trendanalyse.

Nedenfor er illustreret en række væsentlige balanceposter for år 2017. Nedenstående procentsatser er beregnet som andel af anlægskapitalen og de kortfristede drifts- og gældsforpligtelser i arbejdskapitalen. Afsnittet forholder sig til, hvilken kapitalbinding de enkelte virksomheder har i forhold til år 2017. Ét samlet common-size overblik for samtlige peers fremgår af bilag 52.

	Royal Unibrew	Carlsberg	Heineken	Andalou Efes	Olvi
<u>Anlægskapital</u>					
Goodwill	30,7%	58,7%	37,0%	10,1%	7,5%
Andre immaterielle aktiver	29,8%	20,1%	21,3%	57,2%	2,6%
Materielle aktiver	44,9%	28,3%	36,7%	41,4%	88,8%
Andre langfristede aktiver	-5,4%	-7,1%	5,1%	-8,7%	1,0%
<u>Arbejdskapital</u>					
<u>Kortfristet driftsaktiver</u>					
Driftslikviditet	6,2%	6,9%	3,8%	3,4%	3,4%
Varebeholdning	32,4%	30,3%	31,4%	30,8%	33,6%
Tilgodehavende fra salg	53,9%	36,4%	44,7%	40,0%	58,7%
<u>Kortsigtet gældsforpligtelser</u>					
Leverandørgæld	53,6%	55,6%	93,3%	64,6%	97,3%
Anden gæld	45,3%	31,6%	0,0%	32,8%	0,8%

Tabel 19 Common-size analyse af Balancen for Royal Unibrew og peers. Kilde: Egen tilvirkning.

Tabel 19 viser, at andelen af goodwill i forhold til anlægskapitalen er størst hos Carlsberg og Heineken, og at Royal Unibrew ligger nummer 3, dog markant foran Anadolu og Olvi. Dette begrundes med den internationale brandværdi, der er blandt Heineken og Carlsberg. Anadolu har den største kapitalbinding i andre immaterielle aktiver med 57% af den pågældende anlægskapital. Værdien af andre immaterielle aktiver for Anadolu Efes pålyder 10,4 mia. tyrkiske Lira, hvor 8,3 mia. af dem er bundet i kontrakter vedrørende tapning af øl. (Efes, 2017, s. 180). I modsætning til Anadolu tapper Royal Unibrew selv deres øl, og gør en dyd ud af at udvikle processen for tapning samt udstyret, hvorfor andre immaterielle aktiver er markant højere, da Anadolus produktion primært foregår ved hjælp af kontrakter med tredjepart.

Andelen af kapitalbindingen for materielle aktiver er betydeligt størst for Olvi sammenlignet med peers. Olvi har 188,5 millioner euro bundet i materielle aktiver, hvor 158 millioner euro er bundet i bygninger og maskineludstyr. På trods af at selve kapitalbindingen af de materielle aktiver er størst for Olvi, så er andelen af de materielle aktiver, der kommer fra bygninger og udstyr relativt ens for både Olvi og Royal Unibrew med henholdsvis 84% og 85%.

Såfremt driftslikviditeten og varebeholdninger for Royal Unibrew sammenholdes med peers, er der ikke voldsomme spredninger, hvorfor det er mere interessant at analysere tilgodehavender fra salg i forhold til leverandør- og anden gæld.

Sammenholdes tilgodehavender fra salg i forhold til peers ligger Royal Unibrew en anelse højere med undtagelse af Olvi. Dette indikerer en måde, hvorpå Royal Unibrew finansierer sine kortfristede gældsforpligtelser til trods for, at disse udgør en større andel. Det skal bemærkes, at niveauet for kortfristede gældsforpligtelser er nogenlunde ens på tværs af peers og Royal Unibrew. Leverandørgæld og andengæld udgør samlet et niveau i omegnen af 80-90% af de kortfristede forpligtelser. Denne konsolidering skyldes, at det ikke har været muligt at skelne mellem leverandørgæld og anden gæld for Heineken og Olvi. Dette indikerer, at det er branchekutyme, at leverandørgæld og anden gæld overstiger tilgodehavender fra salg, og omtrent udgør 80-90% af de kortfristede driftsforpligtelser.

9.4.2 – Trendanalyse af resultat- og balanceopgørelsen

Trendanalysen danner et billede af, hvordan Royal Unibrews regnskabsposter har udviklet sig inden for den historiske analyseperiode. Trendanalysen findes i bilag 53 og 54, men nedenfor er de vigtigste poster illustreret i tabelform.

	2017	2016	2015	2014	2013 = 100
Nettoomsætning	142,48	141,49	134,62	135,15	4.480.998,00
Driftsomkostninger	134,31	134,61	128,39	131,45	- 3.718.824,00
EBITDA	182,33	175,10	165,00	153,19	762.174,00
Afskrivninger	223,22	221,49	231,93	229,40	- 121.403,00
Amortiseringer	261,99	262,86	293,82	267,61	- 9.800,00
EBIT	173,23	164,81	150,12	136,75	630.971,00
NOPAT	180,16	171,40	153,12	137,66	473.228,25
Samlet driftsoverskud	170,53	164,26	147,96	134,36	510.743,25
Totalindkomst til ordinæ	182,95	177,37	154,38	132,75	456.742,25
Nettodriftsaktiver (NDA)	84,55	87,03	91,71	97,25	4.556.994,98
Ordinær egenkapital	131,94	136,49	137,59	132,13	2.132.977,00
Nettofinansielle forpligte	42,86	43,50	51,33	66,55	2.424.017,98

Tabel 20 Trend analyse for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra tabel 20 ses det, at nettoomsætningen har været positivt stigende i analyseperioden bortset fra år 2015. Den marginalt faldende nettoomsætning fra år 2014 til år 2015 skyldes udfordrende markedsforhold i Finland samt en svagere efterspørgsel i andre produktkategorier på det europæiske marked bortset fra i Danmark (Unibrew, 2015, s. 6). De samlede driftsomkostninger er steget mindre

end den tilsvarende vækst i nettoomsætningen, hvilket har medført markant forbedret EBITDA-margin.

Den voldsomme stigning i afskrivninger og amortiseringer fra år 2014 frem til år 2017 kan tilskrives tilgangen af finske Hartwall, som Royal Unibrew opkøbte i år 2013. Varemærker, distributionsrettigheder og kunderelationer amortiseres lineært over den forventede brugstid samt afskrives efter indregning til kostpris.

Ydermere er EBIT og NOPAT steget, hvorimod det samlede driftsoverskud ikke er steget i samme grad, hvilket skyldes, at basisåret er positivt påvirket af resultatet fra kapitalandele i associerede virksomheder, som er gradvist faldende frem til år 2017. Derudover er totalindkomst positivt påvirket af de faldende nettofinansielle omkostninger igennem analyseperioden, der resulterer i, at totalindkomsten til aktionærerne er steget 83%. Ydermere illustrerer udviklingen, at Royal Unibrew har et forbedret indtægts- og omkostningsniveau, da driftsoverskuddet er steget mere end nettoomsætningen, og udviklingen samtidig har medført en stigende totalindkomst til ordinære aktionærer.

Tabel 21 viser de væsentligste balanceposter. Det ses, at de samlede nettodriftsaktiver er faldet på trods af en stigende nettoomsætning. Dette tyder på, at Royal Unibrew har formået at øge kapitaltilpasningen. Det ses, at de største bidrag til den positive udvikling er øget kapacitetsudnyttelse med særligt faldende materielle aktiver samt faldende varebeholdninger. Netto finansielle forpligtelser er mere end halveret i analyseperioden, hvor egenkapitalen er steget med 32%. Denne udvikling indikerer, at Royal Unibrew har reduceret den finansielle gearing kraft i analyseperioden.

	2017	2016	2015	2014	2013 = 100
Immaterielle aktiver	97	98	99	100	2.944.042
Materielle aktiver	78	79	90	95	2.708.941
Varebeholdninger	80	70	76	95	330.459
Tilgodehavender fra salg	124	114	115	105	449.228
Leverandørgæld	127	106	113	100	807.486
Arbejdskapital	113	108	120	100	777.707
Nettodriftsaktiver	85	87	92	97	4.556.995
Ordinær egenkapital	132	136	138	132	2.132.977
Nettofinansielle forpligte	43	43	51	67	2.424.018

Tabel 21 Trend-analyse, Balance. Royal Unibrew 2017. Kilde: Egen tilvirkning

9.4.3 – Delkonklusion på benchmarkanalyse

Benchmark-analysen er udarbejdet på baggrund af common-size og trendanalyser. Common-size analysen konkluderer, at Royal Unibrews kapitalbinding i forhold til anlægskapital primært differerer i forhold til Anadolu og Olvi på andre immaterielle aktiver samt goodwill. Analysen konkluderer samtidig, at kapitalbindingen i materielle aktiver er nogenlunde ens på tværs af peers og Royal Unibrew. Derudover konkluderer analysen, at Royal Unibrew og Olvi finansierer de kortfristede gældsforpligtelser ved hjælp af tilgodehavender fra salg, og at peers og Royal Unibrew har omkring 80-90% leverandørgæld og anden gæld i forhold til de kortfristede gældsforpligtelser.

Trendanalysen konkluderer, at de samlede driftsomkostninger er steget mindre end den tilsvarende vækst i nettoomsætningen, hvilket har medført en forbedret EBITDA-margin. Analysen konkluderer, at afskrivninger og amortiseringer er steget markant i forhold til år 2013, hvilket hovedsageligt skyldes tilgangen af Hartwall. Afslutningsvis konkluderer trendanalysen, at Royal Unibrew har et forbedret indtægts- og omkostningsniveau, da driftsoverskuddet er steget langt mere end nettoomsætningen, og udviklingen skyldes en stigende totalindkomst til ordinære aktionærer.

10 – Budgettering

Budgettets forudsætninger ligger til grund for værdiansættelsen af Royal Unibrew. Disse forudsætninger præsenteres gennem en salgsdreven tilgang, hvor der tages højde for den overordnede omsætningsvækst. Budgetteringen bygger på række forskellige antagelser og forudsætninger, som den strategiske analyse, rentabilitetsanalysen og benchmarkanalysen har lagt op til. Nedenstående afsnit uddyber budgettets værdidrivere. Budgettets antagelser og forudsætninger fremgår af bilag 55. En budgettet resultatopgørelse og balance fremgår af bilag 56 og 57, og en afsluttende budgetkontrol fremgår af bilag 58.

10.1 – Budgetperiodens længde

Det første vigtige step i budgetteringsprocessen for Royal Unibrew er at fastlægge en budgetperiode. Budgetperioden fastlægges ud fra det argument, at væksten fremover er konstant. Når væksten er konstant, er det ikke længere nødvendigt at budgettere på årsbasis. Budgetperioden fastlægges på baggrund af, at det ikke, med sikkerhed, er muligt at forudsige samtlige af virksomhedens fremtidige regnskabsposter.

De respektive markeders makroøkonomiske analyser antyder, at den samlede branchevækst har været forholdsvis lav til svagt faldende igennem de seneste fem år. Royal Unibrew har på trods af branchens generelle udfordringer, med stigende konkurrenceintensitet samt lav markedsvækst, formået at opretholde en stigende nettoomsætning gennem analyseperioden. Selvom Royal Unibrew vækster på trods af markedsudfordringer, vurderes det, at den lave og svagt faldende markedsvækst efter fem år, forventes at påvirke Royal Unibrew i en sådan grad, at omsætningsvæksten i budgetperioden opnår et såkaldt steady-state niveau. Budgetperioden løber således på denne baggrund fra år 2018 frem til og med 2022, hvorefter terminalperioden er år 2023.

10.2 – Budgettering af driftsaktiviteten

Indenfor budgettering af driftsaktiviteten fokuseres der på væsentlige dele af driftsaktiviteten. Disse omfatter omsætningsvæksten, EBITDA-marginen, fremtidige investeringer samt investeringer i nettodriftsaktiver herunder anlægskapitalen samt arbejdskapitalen.

10.2.1 – Budgettering af omsætningsvækst

Den første værdidriver er omsætningsvæksten. Omsætningsvæksten udtrykker den forventede omsætningsvækst. Opkøbet af Hartwall i år 2013 resulterede i en markant stigning i Royal Unibrews nettoomsætning fra år 2012 til år 2013 med en stigning på 31%. Nettoomsætningen steg igen fra år 2013 til år 2014 med 35%, hvilket til dels vurderes som en afledt effekt i forhold til opkøbet af Hartwall. Nettoomsætningen har efterfølgende stabiliseret sig med en gennemsnitlig vækst på 1,8% fra år 2015-2017.

Selvom det ikke er realistisk med tårnhøje vækstrater som i perioden fra år 2012 til år 2014, vurderes det at vækstrater omkring 1,5% er pessimistiske. Omsætningsvæksten for budgetperioden fastsættes derfor til at være stigende for år 2018 med 4%. Dette er afledt af sommervejret i år 2018, der har været ekstraordinært i hele Europa, hvilket vurderes at have stor positiv indvirkning på branchens samlede vækst. Herefter nedjusteres omsætningsvæksten gradvist til at være 3,5% for år 2019. Da det ikke forventes, at sommeren i år 2019 vil være tilsvarende god. I de efterfølgende år forventes omsætningsvæksten at være faldende, og antages at være 3% for henholdsvis år 2020 og år 2021, mens omsætningsvæksten forventes at være 2,5% for 2022. Terminalværdien for omsætningsvæksten forventes at være 2%.

10.2.2 – Budgettering af EBITDA-margin

Budgetteringen af EBITDA-marginen tager udgangspunkt i den generelle forventning til de samlede driftsomkostninger for Royal Unibrew. Disse omkostninger omfatter produktions-, administrations- samt salgs- og distributionsomkostninger. Rentabilitetsanalysen illustrerer, at Royal Unibrew har formået at tilpasse omkostningsniveauet til en stigende nettoomsætning igennem analyseperioden. Denne forbedring forventes at fortsætte igennem budgetperioden, hvorfor EBITDA-marginen i budgetår 2018 fastsættes til at være 21,5%, hvorefter den stiger til 24% i terminalperioden. Denne forudsætning bygger på en forbedret udnyttelse af driftskapaciteten igennem hele budgetteringsperioden.

10.2.3 – Budgettering af fremtidige investeringer

Royal Unibrew ønsker at opretholde fokus på nuværende markeder, hvor der er mulighed for videreudvikling, og hvor Royal Unibrew allerede har en ledende markedsposition eller betydelige nichepositioner. Dette medfører, at fremtidige investeringer forbliver konstante, da afhandlingen ikke

kan forudsige, hvornår akkvisitioner foretages eller størrelsen heraf. Dette er et udtryk for, at Royal Unibrew indirekte fokuserer på Danmark, Finland, Baltikum samt Italien.

10.2.4 – Budgettering af anlægskapital

Royal Unibrew vurderer, at immaterielle aktiver fastholder værdien i en udefinerbar periode. Dette forudsætter, at der ikke foreligger grundlag for nedskrivning af immaterielle aktiver. De immaterielle aktiver dækker over goodwill, varemærker, distributionsrettigheder samt kunderelationer. Igennem hele analyseperioden har disse været stabile, selvom analysen af aktivernes omsætningshastighed illustrerer, at immaterielle aktiver i forhold til nettoomsætningen har været faldende fra i år 2013 at udgøre 66% af nettoomsætningen til at udgøre 45% i både år 2016 og år 2017. Det vurderes realistisk at antage, at immaterielle aktiver udgør 45% af nettoomsætningen fremadrettet.

Materielle aktiver nedskrives i takt med de pågældende aktivers værdiforringelse. Materielle aktiver i forhold til nettoomsætningen har historisk udgjort en lavere andel sammenlignet med immaterielle aktiver. Rentabilitetsanalysens resultater afspejler en forbedring i forhold til udnyttelse af driftskapaciteten, hvilket skyldes Royal Unibrews stigende fokus på optimering og effektivisering af processer. I år 2013 udgjorde materielle aktiver 60% af nettoomsætningen, hvorimod den i år 2017 udgjorde 33% af nettoomsætningen. Det forventes, at Royal Unibrew formår at øge udnyttelsen af driftskapaciteten samtidig med, at EBITDA-marginen stiger, hvorfor materielle aktiver antages at være 30% igennem både budget- og terminalperioden.

Andre langfristede driftsaktiver ligger stabilt på et niveau mellem -3% og -7% af nettoomsætningen i den historiske rentabilitetsanalyse. Det forventes ikke, at der sker store ændringer i de underliggende regnskabsposter, hvorfor disse budgetteres til at udgøre -5% i både budget- og terminalperioden.

10.2.5 – Budgettering af nettoarbejdskapital

Nettoarbejdskapitalen har igennem hele analyseperioden været stabil, hvor nøgletallet er faldet fra 17% i år 2013 til 13% i år 2014. Andelen steg i år 2015 til 16%, hvorefter den faldt til 13% i år 2016, og den udgjorde 14% i år 2017.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoarbejdskapital	-777.707	-776.025	-936.844	-838.854	-876.990
Nettoomsætning	4.480.998	6.055.898	6.032.115	6.340.376	6.384.386
Nettoarbejdskapital / Nettoomsætning	-17%	-13%	-16%	-13%	-14%

Tabel 22 Historisk nettoarbejdskapital som andel af nettoomsætningen, 2013-2017. Kilde: Egen tilvirkning.

Udviklingen igennem analyseperioden antyder, at leverandørgælden i forhold til nettoomsætningen reduceres samtidig med, at kortfristede driftsaktiver falder marginalt. Dette tyder på, at Royal Unibrew er i stand til at forhandle ens kreditter for både kunder og leverandører. Det forventes ikke, at der sker væsentlige ændringer i Royal Unibrews forhandlingssituation overfor kunder og leverandører, hvilket muliggør en stabil nettoarbejdskapital i forhold til nettoomsætningen. Det forventes, at andelen af nettoarbejdskapital i forhold til nettoomsætningen er på 15% igennem hele budget- og terminalperioden.

10.2.6 – Budgettering af afskrivninger

Afskrivninger på de materielle aktiver har i den historiske periode været svingende mellem 4% og 6% i forhold til nettoomsætningen. Da det endnu ikke er muligt at kende effekten på afskrivningerne i forhold til købet af Terma di Crodo vurderes afskrivningerne for budgetteringsperioden samt terminalperioden at være en fast procentdel i forhold til materielle aktiver.

Tabel 23 viser de historiske afskrivninger på materielle aktiver som en procentsats i forhold til de samlede materielle aktiver. Disse ligger solidt omkring 11-13% bortset fra år 2013. Det vurderes realistisk at antage, at afskrivningerne på materielle aktiver fremadrettet vil udvikle sig med nogenlunde samme hastighed som historikken. Fremadrettet vil disse antages at stige til 14% i budgetårene 2018-2019, hvorefter det antages, at disse udgør 15% i de resterende budgetår og terminalperioden.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Afskrivninger på materielle aktiver	-121.403	-278.493	-281.574	-268.894	-270.990
Materielle aktiver	2.708.941	2.569.749	2.438.224	2.142.174	2.121.551
Afskrivninger i % af materielle aktiver	-4%	-11%	-12%	-13%	-13%

Tabel 23 Historiske afskrivninger som andel af materielle aktiver, år 2013-2017. Kilde: Egen tilvirkning.

10.2.7 – Budgettering af skattesats

I værdiansættelsen anvendes den danske selskabsskattesats som udgangspunkt for budgetperioden. Den danske selskabsskat har været faldende fra 2015 til 2016, fra 25% til 22%. Skattesatsen var den samme i 2016 og i 2017, hvorfor skattesatsen for budgettering- og terminalperioden antages at fortsætte på 22%.

10.3 – Budgettering af finansieringsaktiviteten

Investeringen i de samlede nettodriftsaktiver muliggøres af finansieringsaktiviteterne, som består af henholdsvis egenkapital og gæld. Disse to komponenter skal ligeledes budgetteres, hvorfor nedenstående budgetterer den finansielle gearing, netto finansielle forpligtelser, lånerenten samt egenkapitalen. Der tages samtidig højde for kapitalstrukturen for Royal Unibrew samt peers.

10.3.1 – Budgettering af finansiell gearing og netto finansielle forpligtelser

Royal Unibrew har nedbragt deres netto finansielle forpligtelser betydeligt fra, at den i år 2013 udgjorde 53% af den samlede finansiering til i år 2017 at udgøre 27% af den samlede finansiering. Dette betydelige fald sker på baggrund af et stop i dividendeudbetalingen samt et større aktietilbagekøbsprogram i analyseperioden fra år 2014. Dette frigiver likvide midler til gældsnedbringelse.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle forpligtelser	2.424.018	1.613.150	1.244.273	1.054.443	1.038.814
Samlet finansiering	4.556.995	4.431.501	4.179.078	3.965.820	3.852.965
Netto finansielle forpligtelser / Samlet finansiering	53%	36%	30%	27%	27%

Tabel 24 Netto finansielle forpligtelser i forhold til samlet finansiering for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående forløb afspejles tydeligt i den finansielle gearing, der anvendes til at budgettere de netto finansielle forpligtelser.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle forpligtelser	2.424.018	1.613.150	1.244.273	1.054.443	1.038.814
Egenkapital	2.132.977	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151
Finansiell gearing	1,14	0,57	0,42	0,36	0,37

Tabel 25 Finansiell gearing for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning.

Afsnit 11.1.1.1 sammenligner kapitalstruktur for Royal Unibrew med peers, hvor det fremgår, at der er sket en udvikling igennem analyseperioden, hvor særligt egenkapitalsandelen, er blevet større. Det

må formodes, at denne tendens med den høje egenkapitalandel opretholdes, hvorfor kapitalstrukturen i budget- og terminalperioden fastsættes til 75% egenkapital samt 25% gæld. Denne kapitalstruktur medfører ligeledes en marginalt lavere finansiell gearing.

Den markante gældsnedbringelse, historisk set lave finansiell gearing og kapitalstrukturen for Royal Unibrew A/S og peers medfører, at den finansielle gearing i henholdsvis budget- og terminalperioden fastsættes til 0,33g. På denne baggrund beregnes de nettofinansielle forpligtelser ud fra formelen opstillet i afsnit 6.

10.3.2 – Budgettering af nettolånerenten

De nettofinansielle omkostninger udregnes på baggrund af den risikofrie rente tillagt et kreditspread, der reflekterer selskabets kreditrisiko. Den udregnede nettolånerente i rentabilitetsanalysen overstiger långivers afkast, hvorfor det vil være urealistisk at anvende denne som nettolånerente. Nettolånerenten fastsættes til 2,54%, som udgøres af den risikofrie rente samt det udregnede selskabsspecifikke risikotillæg. Nettolånerenten anvendes i forbindelse med udregning af nettofinansielle omkostninger igennem budget- og terminalperioden.

10.4 – Budgetkontrol

Det er vigtigt at evaluere budgetteringsprocessen i forhold til at vurdere de udregnede budgetestimer. Selvom budgetteringen bygger på selvstændige forudsætninger på baggrund af den strategiske analyse, rentabilitetsanalysen og benchmarkanalysen, er det vigtigt at vurdere rimeligheden af budgettet i forhold til den historiske udvikling af de forskellige nøgletal. Tabel 26 illustrerer afkastningsgraden, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed for budget- og terminalperioden.

BUDGETKONTROL							
År	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T
Samlet driftsoverskud efter skat (NOPAT)	872.595	895.969	954.130	993.796	1.052.043	1.078.344	1.159.366
Nettodriftsaktiver (NDA)	3.852.965	3.651.869	3.779.684	3.893.075	4.009.867	4.110.114	4.192.316
Afkastningsgrad	22,6%	24,5%	25,2%	25,5%	26,2%	26,2%	27,7%
Samlet driftsoverskud efter skat (NOPAT)	872.595	895.969	954.130	993.796	1.052.043	1.078.344	1.159.366
Nettoomsætning	6.384.386	6.639.761	6.872.153	7.078.318	7.290.667	7.472.934	7.622.393
Overskudsgrad	13,7%	13,5%	13,9%	14,0%	14,4%	14,4%	15,2%
Nettoomsætning	6.384.386	6.639.761	6.872.153	7.078.318	7.290.667	7.472.934	7.622.393
Nettodriftsaktiver	3.852.965	3.651.869	3.779.684	3.893.075	4.009.867	4.110.114	4.192.316
Aktivernes omsætningshastighed	1,66	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82

Tabel 26 Budgetkontrol for Royal Unibrew 2018E-2023T. Kilde: Egen tilvirkning

Sammenholdes oversigten med de historiske nøgletal, der fremgår af rentabilitetsanalysen, må ovenstående vurderes at være realistiske at anvende i værdiansættelsen. Afkastningsgraden er forbedret, hvilket skal ses i perspektiv af, at budgetteringen forudsætter en forbedret kapacitetsudnyttelse, der medfører den umiddelbare afvigelse i forhold til den historiske rentabilitetsanalyse.

11 – Værdiansættelsen af Royal Unibrew A/S

Ud fra ovenstående budget er det muligt at påbegynde værdiansættelsen for Royal Unibrew. Der findes forskellige fremgangsmåder og metoder til selve udarbejdelsen af den pågældende værdiansættelse, hvorfor der jævnfør afgrænsningen er udvalgt henholdsvis en kapitalværdibaseret metode i form af DCF-metoden samt to relative værdiansættelsesmetoder i form af EV/EBITDA og P/E.

11.1 – Kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel

DCF-modellen er blandt den mest udbredte værdiansættelsesmetoder blandt praktikere og teoretikere. Det skyldes, at metoden bygger på en struktureret analyse af den værdiansatte virksomhed (Petersen & Plenborg, 2012, s. 216).

Det er værd at bemærke, at den anvendte DCF-model antager, at overskydende likviditet i Royal Unibrew udbetales som dividende. Antagelsen synes rimelig, da ledelsen i Royal Unibrew kan være under pres for at tilbagekøbe aktier eller udbetale dividende af den overskydende likviditet. Dette ses ud fra selskabets seneste udvikling, hvor aktietilbagekøbsprogrammer har været aktuel. DCF-modellen kræver et dybdegående kendskab til virksomhedens eksterne såvel som interne forhold, som er afspejlet igennem de forrige analyser. Dette kendskab er essentielt i forhold til at vurdere det fremtidige indtjeningspotentiale for Royal Unibrew.

11.1.1 – DCF-modellen

Afsnittet nedenfor værdiansætter Royal Unibrew ud fra Discounted Cash Flow-modellen. Værdiansættelsen bygger på det netop fremlagte budget, som forefindes i bilag 59. Værdiansættelsen kræver, at weighted average cost of capital (WACC) beregnes, hvorfor det er nødvendigt at vurdere og estimere de påkrævede elementer. Dette omhandler en estimering af egenkapitalens afkastkrav og

långivers afkastkrav samt kapitalstruktur til at beregne WACC'en for budget- og terminalperioden. Det udarbejdede budget jævnfør afsnit 10 har afgørende betydning for værdiansættelsen, hvorfor såkaldte følsomheds- og scenarieanalyser udarbejdes med udgangspunkt i essentielle værdidrivere, der har væsentlig betydning for værdiansættelsen af Royal Unibrew.

11.1.1.1 – Kapitalstruktur

Royal Unibrew oplyser, at egenkapitalen som minimum skal udgøre 30% af den samlede finansiering, hvorimod de netto finansielle forpligtelser ikke skal overstige 2,5x EBITDA. Der er ikke tale om deciderede target-kapitalstruktur, men nærmere retningslinjer som Royal Unibrew ønsker at imødekomme. Nedenstående illustrerer, at Royal Unibrew har øget egenkapitalsandelen gradvist igennem hele analyseperioden. Herudover antyder årene 2015, 2016 og 2017 at fastholde en høj egenkapitalandel på omtrent 70-75%.

Royal Unibrew A/S					
År - t.DKK	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapital, E	2.132.977	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151
Gæld, D	2.424.018	1.613.150	1.244.273	1.054.443	1.038.814
E/(E+D)	46,8%	63,6%	70,2%	73,4%	73,0%
D/(E+D)	53,2%	36,4%	29,8%	26,6%	27,0%

Tabel 27 Egenkapitalandele Royal Unibrew 2013-2017. Kilde: Egen tilvirkning

I tabel 28 sammenholdes Royal Unibrew med udvalgte peers. Det ses, at Carlsberg, Anadolu og Olvi har en høj egenkapitalsandel, hvor særligt Olvi har nedbragt gælden betydeligt, hvorfor den i år 2017 overstiger 100%, da overskydende likviditet er tilstrækkelig til at dække de netto finansielle forpligtelser. Det vurderes, at Olvi ikke formår at opretholde samme egenkapitalsandel fremadrettet, hvor de andre sammenlignelige peers fastholder en stabil egenkapitalsandel igennem hele analyseperioden. Royal Unibrew forventes at fastholde en egenkapitalsandel i forhold til de seneste tre år. Værdiansættelsen arbejder med en konstant egenkapitalsandel på 75%, hvor de resterende 25% udgøres af gæld.

Egenkapitalsandel					
	2013	2014	2015	2016	2017
Royal Unibrew	46,8%	63,6%	70,2%	73,4%	73,0%
Carlsberg	63,8%	56,6%	55,0%	62,4%	66,5%
Heineken	50,2%	52,6%	53,5%	52,6%	50,3%
Anadolu Efes	79,6%	77,6%	75,9%	78,8%	81,4%
Olvi	79,3%	77,3%	84,8%	98,0%	107,3%

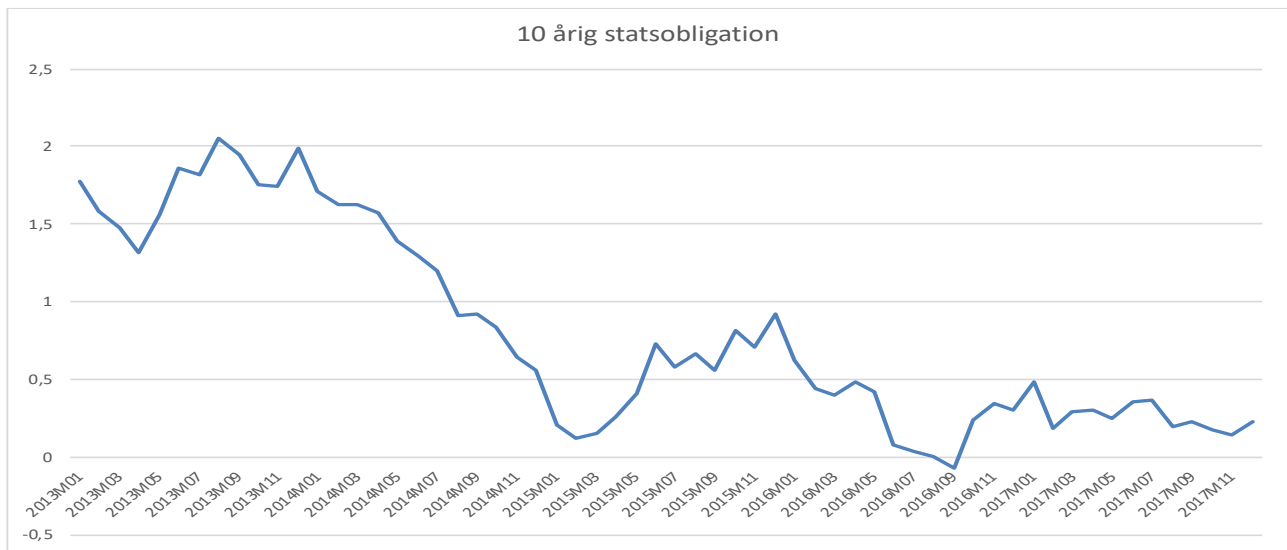
Tabel 28 Egenkapitalsandel med sammenligning af peers. Kilde: Egen tilvirkning

11.1.1.2 – Kapitalomkostning, WACC

Den gennemsnitligt vejede kapitalomkostning gennemgås og estimeres nedenfor. WACC'en anvendes til at tilbagediskontere virksomhedens forventede frie cash flow, og WACC'en afspejler, hvilket niveau det forventede afkast for den investerede kapital ligger på for Royal Unibrew. WACC'en beregnes ved hjælp af den allerede fremviste formel jævnfør afsnit 7.

Allerførst vurderes egenkapitalens afkastkrav med udgangspunkt i CAPM-modellen. Modellen består af en række forskellige elementer, som afhandlingen estimerer for at udregne WACC'en.

Den risikofrie rente estimeres ud fra, hvilket risikofrit afkast investor opnår ved investering i obligationer. Ideelt set bør obligationsløbetiden afspejle løbetiden for de forventede pengestrømme, men da budgetperioden er fastsat til fem år samt en terminalperiode, vurderes det rimeligt at tage udgangspunkt i renten på en 10-årig dansk statsobligation. Figur 14 afspejler udviklingen i rentesatserne for en 10-årig dansk statsobligation. Figuren afspejler, at renteniveauet har været historisk lavt siden år 2015. Det kan derfor være misvisende at anvende den historisk lave risikofrie rente grundet manglende kendskab til det fremtidige renteniveau. Værdiansættelsen indregner denne uvished ved at anvende en marginal højere risikofri rente på omkring 1,5%-2%.



Figur 14 Udvikling i rentesatserne for 10-årige danske statsobligationer. Kilde: (Danmarks Statistik, 2018)

Markedsrisikopræmien fastlægges ud fra et ex-ante perspektiv. Pablo Fernandez foretog en undersøgelse af, hvad markedsrisikopræmien i virkeligheden blev fastsat til af praktiserende investorer, analytikere og professorer i forbindelse med beregning af ejernes afkastkrav. På baggrund af 53 danske respondenter viser resultatet, at danske praktikanter gennemsnitligt anvender 6,0% som markedsrisikopræmie (Fernandez, Pershin, & Acin, 2018). PriceWaterhouseCoopers foretog i år 2016 en lignende undersøgelse på det danske marked, hvor resultaterne viste, at markedsrisikopræmien blandt respondenterne lå i intervallet 4,5% til 8,0%. Det skal pointeres, at omtrent 65% af respondenterne anvender en markedsrisikopræmie mellem 5,0% og 6,0% (PriceWaterhouseCoopers, 2016). Denne analyse indikerer, at værdiansættelsen bør anvende en markedsrisikopræmie i omegnen af 5,5% - 6,0%.

Det sidste element er den systematiske risiko af Royal Unibrew i forhold til markedsporteføljen. Betaværdien afspejler, hvorvidt en investering i Royal Unibrew er større eller mindre risikofyldt i forhold til markedsporteføljen.

Beta-værdier analyseres ud fra forskellige fremgangsmåder. Dette indebærer branchebeta, observerbare betaer med relevering samt risikoanalyse af Royal Unibrew. Dette skyldes, at virksomhedsspecifikke betaestimer varierer meget over en tidshorisont, hvorfor pålideligheden heraf svækkes. Branchespecifikke betaer inddrages samtidig i form af betaer fra peers, da disse er udsat for samme operationelle risici som Royal Unibrew. Afslutningsvis foretages en kvalitativ

analyse af de driftsmæssige og finansielle risici for Royal Unibrew. Afslutningsvis opsummeres analysen ved at fastlægge en betaværdi til bestemmelse af egenkapitalens afkastkrav.

Nedenfor er virksomhedsspecifikke betaer fra forskellige finansielle kilder illustreret. Disse viser, at en investering i Royal Unibrew er mindre risikofyldt end markedsporteføljen. Selvom nedenstående ikke er det endelige betaestimat, sammenholder de efterfølgende analyser, hvorvidt der er bevæggrunde for at anvende et betaestimat i intervallet 0,3 til 0,4.

Kilde	Beta
Reuters.com	0,36
Financial Times	0,3617
Yahoo Finance	0,28
Gennemsnit af udvalgte kilder	0,3339

Tabel 29 Betaestimator Kilde: Reuters.com, Financial Times, Yahoo Finance

En anden metode til at beregne beta er ved anvendelse af branchebeta, hvor der tages udgangspunkt i peers. Denne metode tager udgangspunkt i unlevered betaer fra Reuters.com samt Yahoo Finance.

Selskab	Reuters.com	Yahoo Finance
Carlsberg A/S	0,78	0,95
Heineken	0,78	0,63
Anadolu Efes	0,54	1,08
Olvi Oyj	0,27	0,39
Unlevered gennemsnit	0,5925	0,7625

Tabel 30 Betaestimator for peers Kilde: Reuters.com & Yahoo Finance

Disse gennemsnitlige unlevered betaer anvendes til at udregne et levered beta i forhold til den allerede fastsatte kapitalstruktur for Royal Unibrew jævnfør afsnit 11.1.1.1. Det levered beta udregnes således:

$$\text{Reuters: } \beta_L = \beta_U * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right) = 0,5925 * \left(1 + (1 - 0,22) * \frac{0,25}{0,75} \right) = 0,75$$

$$\text{Yahoo Finance: } \beta_L = \beta_U * \left(1 + (1 - T) * \frac{D}{E} \right) = 0,7625 * \left(1 + (1 - 0,22) * \frac{0,25}{0,75} \right) = 0,96$$

Ovenstående analyse indikerer, at betaestimatet bør være i intervallet 0,75-1 i forbindelse med fastlæggelse af egenkapitalens afkastkrav. Analysen af ovenstående estimer indikerer, at en investering i Royal Unibrew er mindre risikofyldt end markedsporteføljen eller lig med markedsporteføljen.

Den tredje fremgangsmåde, der anvendes til at vælge betaestimat til fastlæggelse af egenkapitalens betaværdi, er en analyse af de driftsmæssige og finansielle risici i forhold til Royal Unibrew.

Indenfor eksterne risici er det BNP-vækst og væksten på de respektive markeder, der har væsentlig betydning for Royal Unibrew. Særligt væksten i bruttonationalproduktet præger salgsvæksten på de respektive markeder, hvorfor disse to faktorer påvirker Royal. Stigende livsstilsbevidsthed og fokus på sundhed betragtes ydermere som en væsentlig faktor for Royal Unibrew, hvor særligt produktudviklingen påvirkes, da Royal Unibrew konstant forsøger at imødekomme nye tendenser. Ydermere er de lovgivningsmæssige rammer på markederne af væsentlig betydning for Royal Unibrew, men da samtlige aktører i branchen er underlagt disse, vurderes de ikke til at have væsentlig betydning for det endelige betaestimat.

I forhold til de strategiske risici er det særligt branchebestemte forhold, der har indflydelse på den driftsmæssige risiko for Royal Unibrew. Det fremgår af branche- og omverdensanalysen, at Royal Unibrew er påvirket af branchens konkurrenceintensitet. Denne faktor har væsentlig betydning for indtjeningspotentialer for branchen og Royal Unibrew. Et andet væsentligt forhold er afhængigheden af leverandørerne for Royal Unibrew, som blev analyseret i afsnit 8.2.2. Analysen afspejler en afhængighed, hvor særligt substitutionsmuligheder samt et reguleret verdensmarked påvirker Royal Unibrew betydeligt. Royal Unibrew afsætter samtidig deres produkter til en bred målgruppe, hvor det skal pointeres, at de pågældende markeder ofte er konsolideret af større aktører såsom Coop Danmark, Salling Group og Alko. De strategiske risici er overordnet moderate i forhold til den driftsmæssige risiko.

Afslutningsvis præsenteres de operationelle risici i forhold til Royal Unibrew. Virksomhedsspecifikke forhold såsom produktkvalitet, ledelsen samt kapacitetsudnyttelsen analyseres. Royal Unibrew udmærker sig ved at tilbyde produkter af en vis kvalitet, der rammer bredt

i forhold til forskellige segmenter. Royal Unibrew har udmærket sig med en kompetent ledelse med Hans Savonije i spidsen. Rentabilitetsanalyse afspejler en markant forbedret kapacitetsudnyttelse, hvor Royal Unibrew samtidig har forbedret overskudsgraden. Dette er analyseret i afsnit 9.3.3. På baggrund af selskabets imponerende udvikling igennem år 2013 til og med år 2017 vurderes den operationelle risiko at være neutral.

Dette afslutter den driftsmæssige risikoanalyse, hvor der har været fokus på eksterne, strategiske og operationelle risici. Analysen indikerer, at Royal Unibrews driftsmæssige risiko er neutral. Dette er vurderet ud fra ovenstående tre parametre, der ikke giver anledning til en høj eller middel driftsmæssig risiko.

I forbindelse med analysen af den finansielle risiko præsenteres den finansielle gearing samt lånekarakteristika. Den finansielle gearing er analyseret tidligere i rentabilitetsanalysen, hvorfor der henvises til afsnit 9.3.1. Ud fra et ledelsesmæssigt perspektiv holder den finansielle gearing sig igennem hele analyseperioden på et tilfredsstillende niveau, da niveauet er i overensstemmelse med, at de netto finansielle forpligtelser maksimalt skal udgøre 2,5x EBITDA bortset fra år 2013, men siden da er forholdet forbedret markant.

År - t.DKK	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle forpligtelser	2.424.018	1.613.150	1.244.273	1.054.443	1.038.814
EBITDA	762.174	1.167.567	1.257.583	1.334.557	1.389.701
EBITDA x 2,5	1.905.435	2.918.918	3.143.958	3.336.393	3.474.253

Tabel 31 Netto finansielle forpligtelser sammenlignet med 2,5x EBITDA Kilde: Egen tilvirkning

Udover finansiell gearing opererer Royal Unibrew med forskellige risici af finansiell karakter. Royal Unibrew har finansieret en betydelig andel af sin langfristede fremmedkapital ved hjælp af fastforrentede lån, hvorfor renteændringer påvirker Royal Unibrew i et begrænset omfang. Royal Unibrew anvender forskellige finansielle instrumenter til at begrænse rente- og valutarisici. Dette gælder overfor amerikanske dollars, da denne er behæftet med væsentlige større risici sammenlignet med euroen, hvor Danmarks valutapolitik har et spænd på 0,5%. Nedbringelsen af den finansielle gearing afspejles samtidig ved den højere egenkapital fra år 2013, der mindsker den finansielle risiko, da Royal Unibrew dermed er modstandsdygtig overfor finansielle tab. Ovenstående analyse medvirker til, at den finansielle risiko er lav i Royal Unibrew. Dette begrundes ud fra, at den

finansielle gearing har været faldende igennem hele analyseperioden samt, at Royal Unibrew er udsat for få finansielle risici i forhold til lån, valuta og rente, da Royal Unibrew er forsikret mod ændringer igennem finansielle instrumenter (Royal Unibrew A/S, 2018, s. 75-78).

Ovenstående analyse vurderer de driftsmæssige og finansielle risici som neutral og lav. Analysen konkluderer, at Royal Unibrew er udsat for få driftsmæssige risici, hvor konkurrenceintensiteten i bryggeribranchen, vækst i BNP og på markedet påvirker Royal Unibrew. Den finansielle risiko er lav, hvor udviklingen i den finansielle gearing har været positiv samtidig med, at Royal Unibrew er udsat for få risici af anden finansiell karakter, da en andel af den langfristede fremmedkapital er fastforrentede, og Royal Unibrew i et rimeligt omfang er forsikret mod rente- og valutaændringer. Analysen konkluderer, at den samlede risiko er lav, hvorfor et betaestimat i intervallet 0,60 til 0,85 vurderes som rimeligt jævnfør tabel 1.

Ovenstående analyser konkluderer, at betaestimatet for fastlæggelse af egenkapitalens afkastkrav skal ligge i intervallet fra 0,6 til maksimalt 0,96. Dette er på trods af, at selskabsspecifikke betaer er lave, men inddragelsen af peers og den kvalitative analyse indikerer, at beta bør ligge højere end 0,4. De levered beta indikerer et betaestimat på 0,75 eller 0,96. Selvom disse ligger højere end den kvalitative analyse, vurderes det rimeligt at fastlægge et betaestimat på 0,85.

Det er således muligt at udregne egenkapitalens afkastkrav ved hjælp af den tidligere opstillede model:

$$r_e = 2,0\% + 0,85 * (8\% - 2,0\%) = 0,071 = 7,10\%$$

Langt de fleste estimater kendes allerede i forbindelse med estimering af långivers afkastkrav, hvorfor det kun er det selskabsspecifikke risikotillæg, afsnittet estimerer. Der tages udgangspunkt i Standard & Poor's rating ud fra finansielle nøgletal. Det endelige risikotillæg tager udgangspunkt i nedenstående tabel:

	Risikofri rente	AAA	AA	A	BBB	B
10 år	2,0%	0,45	0,54	0,63	1,44	3,67

Tabel 32 Standard & Poor's Risikotillæg. Kilde: (Petersen & Plenborg, 2005, s. 244-246)

Det selskabsspecifikke risikotillæg bestemmes ud fra nedenstående opstilling, hvor Royal Unibrew A/S sammenlignes med de enkelte ratings.

Standard & Poor's rating ud fra finansielle nøgletal									
Rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Royal Unibrew	Rating
EBIT rentedækning	21,4	10,1	6,1	3,7	2,1	0,8	0,1	40,26	AAA
EBITDA rentedækning	26,5	12,9	9,1	5,8	3,4	1,8	1,3	51,19	AAA
Overskudsgrad	27	22,1	18,6	15,4	15,9	11,9	11,9	13,64	B
ROIC	34,9	21,7	19,4	13,9	11,6	6,6	1	22,61	AA
Nettorentebærende gæld / NDA	22,9	37,7	42,5	48,2	62,6	74,8	87,7	26,96	AAA
Vurdering af Royal Unibrew A/S									AA

Tabel 33 sammenligning ud fra Standard & Poor's risikotillæg. Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra tabel 33 klassificeres Royal Unibrew til at have en AAA rating i tre ud af fem poster. Royal Unibrews dårligste rating er ud fra overskudsgraden, hvor ratingen er B. Ud fra en samlet vurdering trækker B-ratingen ned, men set ud fra de øvrige poster er nøgletallene bedre end den pågældende rating, hvor rentedækningen trækker betydeligt op. Den samlede kreditvurdering i forhold til bestemmelse af risikotillægget fastsættes derfor til at være AA, hvorfor risikotillægget fastsættes til 0,54%.

Långivers afkastkrav udregnes ved ovenstående formel:

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - T) = (2,0\% + 0,54\%) * (1 - 0,22) = 0,019812 = 1,98\%$$

Samtlige elementer til estimering af Royal Unibrew A/S' gennemsnitlig vejede kapitalomkostning er således bestemt, hvorfor WACC'en kan udregnes til følgende:

$$WACC = 25\% * 1,98\% + 75\% * 7,10\% = 0,0582 = 5,82\%$$

11.1.1.2 – Værdiansættelse ved hjælp af DCF-modellen

Ud fra ovenstående beregnede estimater og budgetteringens forudsætninger er der således muligt at værdiansætte Royal Unibrew A/S. Skæringsdatoen for værdiansættelsen er d. 31-12-2017, hvor markedsværdien af den nettorentebærende gæld fremkommer ud fra den reformulerede balance. Denne trækkes naturligvis fra nutidsværdien af cash flows i budget- og terminalperioden. Dette er illustreret i bilag 59.

Cash flow statement								Betegnelse / Beregning
År	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
t	1	2	3	4	5	6		
Omsætningsvækst		4%	3,50%	3%	3%	2,50%	2,0%	Growth, g
(1) NOPAT		895.969	954.130	993.796	1.052.043	1.078.344	1.159.366	
(2) + Afskrivninger		278.870	288.630	318.524	328.080	336.282	343.008	Materielle aktiver * Afskrivningssats
(3) - Δ Nettoarbejdskapital (NWC)		118.974	34.859	30.925	31.852	27.340	22.419	Nettoarbejdskapital_t-1-NDA_t
(4) - Δ Investeringer i immaterielle og materielle aktiver		-196.748	-451.305	-462.840	-476.725	-463.869	-447.629	Anlægskapital_t-1 - Anlægskapital_t - Afskrivninger
Free cash flow to the firm (FCFF)		1.097.065	826.314	880.405	935.251	978.098	1.077.164	1+2+3+4
Diskonteringsfaktor for budgetperioden		0,944998	0,893022	0,843904	0,797488	0,753625		(1+WACC)^-n
Diskonteringsfaktor for terminalperioden							0,027207	(WACC - g) * (1+WACC)^-n
WACC	5,820%							
Nutidsværdi af FCFF i budgetperioden		1.160.918	925.301	1.043.253	1.172.747	1.297.858		FCFF/(1+WACC)^-n
Nutidsværdi af FCFF i terminalperioden							39.591.153	FCFF/((WACC-g)*(1+WACC)^-n)
Estimeret enterprise value	45.191.230							
Netto finansielle forpligtelser	1.038.814							
Estimeret markedsværdi af egenkapital	44.152.416							
Antal udestående aktier ultimo 2017, tusinder	52.700							
Pris per aktie	838							
Nettoarbejdskapital	-876.990	-995.964	-1.030.823	-1.061.748	-1.093.600	-1.120.940	-1.143.359	
Δ Nettoarbejdskapital		118.974	34.859	30.925	31.852	27.340	22.419	Nettoarbejdskapital_t-1-NDA_t
Anlægskapital ultimo		4.647.833	4.810.507	4.954.822	5.103.467	5.231.054	5.335.675	
Afskrivninger		278.870	288.630	318.524	328.080	336.282	343.008	
Anlægskapital primo		-4.729.955	-4.647.833	-4.810.507	-4.954.822	-5.103.467	-5.231.054	
Investeringer i anlægskapital		196.748	451.305	462.840	476.725	463.869	447.629	

Tabel 34 Værdiansættelse af Royal Unibrew vha. DCF-modellen. Kilde: Egen tilvirkning

Royal Unibrew havde den 31. december 2017 57.000.000 antal udestående aktier, hvilket medfører en teoretisk aktiekurs i omegnen af 840,- kroner for én aktie i Royal Unibrew. Aktiekursen på skæringstidspunktet var 372,- kroner, hvorfor den teoretisk udregnede aktiekurs er 125% højere end aktiekursen. Da værdiansættelsen bygger på en række forskellige antagelser og forudsætninger, er det nødvendigt at vurdere validiteten af ovenstående estimerede markedsværdi af egenkapitalen ved at værdiansætte Royal Unibrew ud fra de præsenterede multipler.

11.2 – Relative værdiansættelsesmodeller

Den multiple værdiansættelse tager afsæt i antagelsen om, at markedet er efficient, og at ens selskaber må have samme værdi. En optimal analyse består af såkaldte carbon copy selskaber, der er identiske selskaber. Da dette er vanskeligt, udarbejdes den multiple værdiansættelse med udgangspunkt i peers.

En korrekt værdiansættelse ved hjælp af multipler opfylder følgende:

1. Konsistent og ensartethed

2. Opmærksomhed på fordeling
3. Analyse af multipler
4. Virksomheder til peers

De multiple værdiansættelser opfylder kravet om konsistens og ensartethed. Det skyldes, at de samme multipler anvendes til værdiansættelse, og derudover udregnes værdien på nøjagtig samme fremgangsmåde. De multiple værdiansættelser er samtidig opmærksomme på fordelingen, da negative værdien kan resultere i misvisende fortolkningsresultater. EV/EBITDA multipler bidrager med en normaliseret ratio, der gør det muligt at sammenligne internationale virksomheder i forhold til peers, og da EBITDA-resultatet er før renter, skat, afskrivninger og nedskrivninger har sådanne forhold ikke betydning for analysen. Peers er samtidig udvalgt ud fra den pågældende branche med sammenlignelige forretningsområder. De tidligere beskrevne peers fastholdes i forbindelse med de multiple værdiansættelser.

Da P/E-multiplen er baseret på egenkapitalens forrentning, ejernes afkastkrav og vækst afhænger værdiansættelsen af, hvor profitabel virksomheden er, forventningen til vækst samt ejernes afkastkrav. En stigning i egenkapitalens forrentning medfører en multipel, og dermed et højere værdiestimat. En stigende forventning til vækst vil føre til et højere estimat, hvorimod en stigning i afkastkravet vil lede til en lavere multipel og derved en lavere værdiansættelse, da dette er et udtryk for stigende risiko forbundet med virksomheden.

Tabel 35 viser EV/EBITDA multiplen for peers per den 31/12/2017, det syntetiske gennemsnit samt den deraf afledte værdiansættelse af Royal Unibrew. Data er hentet fra bilag 60.

	EV/EBITDA Bloomberg
Royal Unibrew	14,7
Carlsberg B-aktie	15,9
Heineken	12,9
Anadolu Efes	10,6
Olvi	9,2
Systetisk multiple	12,2
EBITDA	1.389.701.000
EV	16.898.764.160
Antal aktier	52.700.000
Aktiekurs	321

Tabel 35 Værdiansættelse ved EV/EBITDA multipel. Kilde: Egen tilvirkning

Værdiansættelsen ved hjælp af EV/EBITDA multiplen indikerer, at værdien af Royal Unibrew er 17 milliarder danske kroner per 31. december 2017, hvilket resulterer i en aktiekurs på 321,- kroner.

Tabel 36 indeholder P/E-multiplen fra bilag 61, og værdien af Royal Unibrew er opstillet nedenfor:

	P/E Ultimo 2017	P/E gennemsnit 2017
Royal Unibrew	23,2	21,5
Carlsberg B-aktie	90,2	23,6
Heineken	25,6	30,7
Anadolu Efes	95,9	95,9
Olvi	17,3	18,5
Systetisk multiple	57,3	42,2
Total indkomst til aktionærer	47.849.034.022	35.222.988.982
Antal aktier	52.700.000	52.700.000
Aktiekurs	908	668

Tabel 36 Værdiansættelse ved P/E multipel. Kilde: Egen tilvirkning

I beregningerne ovenfor ses det, at P/E-multiplen for Carlsberg er markant højere i slutningen af år 2017 end den gennemsnitlige multipel for hele 2017, som er 23,58 for Carlsberg. Dette resulterer i en tydelig overestimering i værdiansættelsen. Dette giver en værdiansættelse på 48 milliarder danske kroner og 35 milliarder danske kroner eller henholdsvis en aktiekurs på 908,- kroner og 668,- kroner ved anvendelse af ultimo og gennemsnitlige værdier af multiplen.

Ovenstående tabel illustrerer tydelige forskellene i P/E-multiplen, hvorfor det kan være relevant at udelade Anadolu, der har en P/E på 95,9, da dette antagelsesvis kan betragtes som en outlier. Bilag 61 viser, at der ikke er historisk data på P/E-multiplen for Anadolu tilgængelig, og derfor udelades selskabet fra nedenstående beregning.

	P/E gennemsnit 2017
Royal Unibrew	21,5
Carlsberg B-aktie	23,6
Heineken	30,7
Anadolu Efes	95,9
Olvi	18,5
Systetisk multiple	24,2
Total indkomst til aktionærer	20.252.365.648
Antal aktier	52.700.000
Aktiekurs	384

Tabel 37 Modificeret værdiansættelse med P/E multipl. Kilde: Egen tilvirkning

Værdiansættelsen ved hjælp af ovenstående P/E multipl resulterer i en aktiekurs på 384,- danske kroner.

Samlet kan det syntetiske gennemsnit og den respektive multipl for Royal Unibrew sammenholdes. Dette illustrerer, hvorvidt virksomhedens værdi er overvurderet i forhold til markedet eller ej. Selskabets EV/EBITDA multipl er højere end den syntetiske multipl, hvorfor værdiansættelsen herigennem ikke overvurderes i forhold til markedet. Samtlige P/E-værdiansættelser indikerer dog, at markedet overvurderer værdien af Royal Unibrew.

11.3 – Delkonklusion på værdiansættelsen

Baseret på de udarbejdede proforma opgørelser og de opstillede budgetforudsætninger konkluderer værdiansættelsen ved hjælp af DCF-modellen, at Royal Unibrew har en teoretisk aktiekurs på 838,- kroner for én aktie. Samtidig konkluderer analysen, at dette er 125% højere end på selve skæringsdatoen den 31/12-2017. Analysen konkluderer, at der i forbindelse med værdiansættelsen er anvendt en kapitalomkostning på 5,82%, hvor egenkapitalen afkastkrav er 7,10% samt långivers afkastkrav er 1,98%. Værdiansættelsen baseres ydermere på, at kapitalstrukturen forbliver uændret med 75% egenkapital samt 25% gæld. Multipl-værdiansættelsen konkluderer, at aktiekursen ud fra EV/EBITDA-multiplen burde være 321,- kroner, hvilket er markant lavere end DCF-modellen. Ydermere værdiansættes Royal Unibrew ud fra P/E-multiplen, hvor analysen fremhæver en række forskellige outliers, der påvirker det endelig estimat i en urealistisk retning. Analysen konkluderer ved anvendelse af ultimo multipler, at aktiekursen burde være 908,- kroner, hvorimod baseret på gennemsnitlige P/E-multipler for år 2017 forekommer en aktiekurs på 668,- kroner. Afslutningsvis

konkluderer analysen, at der er grundlag for at udelade Anadolu, hvilket resulterer i en estimeret aktiekurs på 384,- kroner på baggrund af gennemsnitlige multipler for år 2017.

11.4 – Følsomheds- og scenarieanalyser

Den udarbejdede værdiansættelse ved hjælp af DCF-metoden baserer sig på forskellige estimater og forudsætninger, der selvsagt er forbundet med usikkerhed, hvorfor afhandlingen er bevidst omkring mulige estimeringsfejl og usikkerheder omkring budgetterings- og terminalperioden. Nedenfor illustreres en følsomhedsanalyse, der imødekommer en række forskellige scenarier for vækstraten og EBITDA-marginen i terminalperioden. Der testes på terminalperioden, da størstedelen af den fremtidige markedsværdi af Royal Unibrew udgøres terminalperioden.

		Ændring i vækstrate				
		-1%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%
Ændring i EBITDA-margin	-1%	666	724	796	891	1019
	-0,50%	682	742	817	915	1048
	0,00%	698	760	838	939	1076
	0,50%	715	778	859	963	1104
	1,00%	731	797	879	987	1133

Tabel 38 Følsomhedsanalyse EBITDA-margin for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel illustrerer tydeligt, at små ændringer i både vækstraten og EBITDA-marginen i terminalperioden resulterer i store forskelle i aktiekursen. Såfremt Royal Unibrew fastholder en EBITDA-margin på 24,00% i terminalperioden, men såfremt vækstraten svinger i intervallet 1%-3%, resulterer dette i store aktiekursudsving. Såfremt vækstraten kun er 1%, vil aktiekursen være 698,- kroner, hvorimod aktiekursen er 1.076,- kroner ved en vækstrate på 3% i terminalperioden. Aktiekursens fald til 698,- kroner svarer til et fald på 17% i forhold til den estimerede aktiekurs ved værdiansættelsen, og aktiekursens stigning til 1.076,- kroner svarer til en stigning på 28% i forhold til udgangspunktet.

Herudover er det væsentligt at bemærke, at ændringen i EBITDA-marginen ikke påvirker aktiekursen i ligeså høj grad, som ændringen i vækstraten gør. Dette illustreres ved en uændret vækstrate i terminalperioden men en ændret EBITDA-margin. Aktiekursens interval er fra 796,- kroner op til 879,- kroner. Dette er et markant lavere spænd i forhold til ændringen i vækstraten. Dette illustreres

ved de procentvise ændringer, der svinger +/-5,00% i forhold til udgangspunktet. Værdiansættelsen af Royal Unibrew er langt mere følsom overfor ændringer i vækstraten modsat EBITDA-marginen.

Hvis vækstraten og EBITDA-marginen kombineres fremgår det, at aktiekursen påvirkes markant. Såfremt begge elementer falder -1% er aktiekursen 666,- kroner, og såfremt elementerne stiger +1% er aktiekursen 1.133,- kroner. Det kan fastslås, at aktiekursen i markant højere grad påvirkes af vækstraten fremfor EBITDA-marginen i forhold til aktiekursens udfald.

WACC og vækstraten er samtidig andre væsentlige parametre at sammenholde i forbindelse med værdiansættelsen af Royal Unibrew, hvorfor disse to elementer inddrages nedenfor. Der tages udgangspunkt i ændringen af de enkelte komponenter i terminalperioden.

		Ændring i vækstrate				
		-1%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%
WACC	4,82%	816	914	1048	1239	1535
	5,32%	750	827	927	1062	1256
	5,82%	698	760	838	939	1076
	6,32%	657	708	770	849	951
	6,82%	623	665	717	780	860

Tabel 39 Følsomhedsanalyse Vækstrate Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Det ses, at ændringerne i WACC og vækstraten påvirker aktiekursen markant. Dette skyldes, at små ændringer i WACC påvirker aktiekursen. Såfremt vækstraten fastholdes, og WACC ændres i intervallet 4,82% til 6,82% ses en betydelig ændring i aktiekursen, som svinger mellem 717,- kroner til 1.048,- kroner per aktie.

Analysen indikerer, at en ændring i WACC på -0,5% medfører en markant højere aktiekurs stigning på 11%, hvorimod en højere WACC på 6,32% medfører et aktiekursfald på 8%. Dette illustrerer, at den udregnede aktiekursen er utrolig følsom overfor ændringer i den anvendte WACC.

Et andet væsentligt værktøj er såkaldte scenarieanalyser. Disse illustrerer såkaldte worst- og bestcase scenarier ved ændring af én faktor i både budget- og terminalperioden. Analysen vil tage afsæt i faktorer med størst usikkerhed, og udfaldet af disse illustreres nedenfor. Der tages afsæt i salgsvækst, WACC og beta, hvor den enkelte analyse forudsætter en ændring i én af ovenstående faktorer.

Følsomhedsanalysen viste, at vækstraten i terminalperioden var en relativ stor faktor i forbindelse med værdiansættelsen, og det fremgår ligeledes af nedenstående scenarie, hvor vækstraten er ændret i både budget- og terminalperioden. Det ses, at en 1%-ændring af vækstraten medfører en aktiekurs på 1.124,- kroner pr. aktie svarende til en stigning på 34%, hvorimod et tilsvarende fald i vækstraten medfører et fald til en aktiekurs på 670 svarende til et fald på 20%. Dette bekræfter, at værdiansættelsen er følsom overfor ændringer i vækstraten.

	Salgsvækst		
	Worst-case: -1% ift. basecase	Basecase	Best-case: +1% ift. basecase
Aktiekurs	670	838	1124

Tabel 40 Scenarieanalyse af salgsvækst for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

En lavere WACC medfører højere nutidsværdier af de tilbagediskonterede pengestrømme, hvilket udtrykkes ved en højere aktiekurs med lavere WACC. Ændringen i aktiekursen er knap så høj som ved ændring i vækstraten, men WACC er fortsat en essentiel faktor i forbindelse med værdiansættelsen. En ændring i WACC på +/-1% medfører en stigning på 25% og et fald på 14%.

	WACC		
	Worst-case: +1% ift. basecase	Basecase	Best-case: -1% ift. basecase
Aktiekurs	720	838	1045

Tabel 41 Scenarieanalyse af WACC for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

Beta indgår som et element i beregningen af WACC, hvorfor er det interessant at se på, hvordan beta isoleret set påvirker aktiekursen ved ændring af beta på +/-0,1 i forhold til udgangspunktet. Ændringen i beta er moderat, og derfor kan aktiekursændringerne fremstå lave. Det skal pointeres, at beta er en subjektiv størrelse, hvorfor større udsving i beta medfører højere aktiekursændringer. Aktiekursen stiger og falder med 9% og -7%, og disse ændringer er betydelige taget i betragtning af, at ændringen sker på baggrund af en ændring på +/- 0,1 i beta.

	Beta		
	Worst-case: +0,1 ift. basecase	Basecase	Best-case: -0,1 ift. basecase
Aktiekurs	777	838	915

Tabel 42 Scenarieanalyse af beta for Royal Unibrew. Kilde: Egen tilvirkning

12 – Diskussion

Afhandlingen har fokuseret på at værdiansætte Royal Unibrew ud fra DCF-modellen samt to multipler. Selvom DCF-modellen og de anvendte multipler er blandt de mest benyttede, er der andre metoder for udarbejdelsen af en værdiansættelse. Afsnittet vil først og fremmest diskutere hvilke andre analytiske redskaber, afhandlingen kunne have anvendt til den strategiske analyse samt værdiansættelsen. Afslutningsvis fokuserer afsnittet på en diskussion af den valgte videnskabsteoretiske tilgang til selve afhandlingen.

Porters Five Forces udfordres af artiklen ”Rethinking and reinventing Michael Porter’s five forces model”, som er skrevet af Tony Grundy (Grundy, 2006). Artiklen udfordrer og kritiserer den oprindelige Porters Five Forces model. Artiklen fremhæver, at Porters model ikke er praktiskorienteret nok, men modellen i stedet er for analytisk, abstrakt og statisk på grund af den abstrakte tilgang. Dette understøtter Tony ved, at Porters Five Forces analyserer på makroniveau modsat mikroniveau eksempelvis ved brancheniveau kontra produktniveau. Ydermere fremhæves det, at Porters Five Forces simplificerer kunder som en samlet masse, hvor der ikke er plads til differentiering. Porters Five Forces tager afsæt i en defineret branche, hvor Tony derimod påpeger, at branchers grænser er langt mere flydende. Porters Five Forces inddrager ikke makroøkonomiske faktorer, selvom disse har indflydelse på konkurrencesituationen og dermed afhænger et samlet analytisk billede af, at PEST-modellen inddrages.

Porters Five Forces i kombination med PEST-modellen udgør et stærkt analytisk værktøj i den strategiske analyse. Det er vanskeligt at forestille sig, at en strategisk analyse udelukkende består af Porters Five Forces, fordi modellen ikke inddrager makroøkonomiske faktorer, som analyseres i PEST-modellen. Kritikken som Tony retter mod Porters Five Forces imødekommer afhandlingen ved at inddrage PEST-modellen. Da afhandlingen tager højde for de manglende makroøkonomiske forhold i Porters Five Forces, vurderer afhandlingen, at de samme makroøkonomiske faktorer ville være blevet inddraget i den modificerede model, som de er i PEST-modellen. Det skal fremhæves, at en analyse af mikroniveauet havde nuanceret analysens resultater. Selvom det havde været nuancerede resultater, havde hovedtrækkene ved analyserne været forholdsvis sammenlignelige i forhold til den samlede strategiske analyse og Tony’s modificerede model.

Forretnings- og markedsudvikling kan ske gennem konkurrence- og vækststrategier, som præsenteres af Michael Porter og Igor Ansoff. Porter's generiske strategier fokuserer udelukkende på konkurrencestrategier i forhold til selskabets forretningsmodel, hvor Igor Ansoffs' vækststrategier fokuserer på, hvordan vækst opnås igennem nuværende eller nye produkter på nuværende eller nye markeder. Hvordan Royal Unibrew ønsker at opnå vækst fremadrettet indgår implicit i afhandlingen, og da Royal Unibrew i forhold til den historiske regnskabsperiode ikke har ændret fremadrettede konkurrence- og vækststrategi, antager afhandlingen, at grundlaget for at inddrage teorierne ikke anses for værende rimeligt. Såfremt teorierne var blevet anvendt, havde afhandlingen været vinklet anderledes i forhold til et strategisk fokus. Dette skyldes, at det er ligeså interessant i værdiansættelsesøjemed, fordi de fremtidige pengestrømme er afgørende for værdiansættelsen af selskabet, som er indirekte afledt af fremadrettede konkurrence- og vækststrategivalg.

Værdiansættelsen er udarbejdet med fokus på DCF-modellen. Litteraturen indeholder forskellige kapitalværdibaserede modeller, der kunne være blevet anvendt fremfor DCF-modellen. DCF-metoden har en række fordele, som gør den anvendelig i forbindelse med værdiansættelse af et selskab. Det kan fremhæves, at modellen er detaljeret, hvor samtlige selskabs- og branchespecifikke elementer inddrages i værdiansættelsen. Én af modellens ulemper er dens kompleksitet modsat multipler, som simplificerer en værdiansættelse. Ydermere er modellen ikke afhængig af sammenlignelige selskaber modsat multipelværdiansættelser. DCF-modellen tillader inddragelse af såkaldte følsomheds- og scenarieanalyser. Disse analyser tester det udregnede estimat i forhold til følsomhed og usikkerhed ved at ændre DCF-modellens forudsætninger. Analyserne udarbejdes for at imødekomme modellens usikkerhed og følsomhed, hvilket skyldes terminalperiodens betydning. Selvom modellen er teoretisk korrekt, kritiseres den for dens værdimæssige usikkerhed i forhold til det endelige værdiestimat, når modellens forudsætninger ændres.

I stedet for DCF-modellen kunne afhandlingen være blevet baseret på Economic Value Added-modellen (EVA). EVA-modellen tager afsæt i nettodriftsaktiver tillagt nutidsværdien af fremtidige EVA-værdier, hvor EVA-værdierne udregnes ved hjælp af den ekstraværdi, som Royal Unibrew skaber af afkast på baggrund af nettodriftsaktiverne, der overstiger kapitalomkostningen:

$$EV_0 = NDA_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$
$$EVA_t = NOPAT_t - WACC * NDA_{t-1}$$

Modsat DCF-modellen udgør terminalperioden en langt mindre andel af den samlede markedsværdi af selskabet. Dette skyldes, at EVA-modellen tager udgangspunkt i nettodriftsaktiver, hvor overskydende afkast tillægges. En anden fordel ved EVA er, at det er enkelt at analysere, hvorvidt selskabet skaber eller destruerer værdi. Det forekommer ved et relativt værdimål modsat DCF-modellens absolutte værdimål. Dette illustreres i EVA-modellen ved, at såfremt afkastningsgraden overstiger kapitalomkostningen, WACC, skabes merværdi, hvorimod DCF-modellen estimerer, hvorvidt fremtidige pengestrømme er positive eller negative, og modellen illustrerer ikke, hvorvidt pengestrømmene er merværdiskabende i forhold til kapitalomkostningen. EVA-modellen indikerer, hvorvidt selskabets estimerede markedsværdi er over eller under den bogførte værdi af nettodriftsaktiver modsat DCF-modellen, der ikke giver udtryk for, hvorvidt den estimerede markedsværdi er over eller under nettodriftsaktivernes bogførte værdi. EVA-modellen er ligesom DCF-modellen afhængig af inputværdier, der er medbestemmende for det endelige værdiestimat. Budgettet er en væsentlig faktor for EVA-modellen, men det kan være behæftet med stor usikkerhed, hvilket kan medføre usikre værdiestimater.

Selvom EVA-modellen udregner den estimerede markedsværdi på anden vis, er det vigtigt at påpege, at de kapitalværdibaserede modeller fremkommer med akkurat samme værdiestimat som den oprindelige DCF-model, såfremt de kapitalværdibaserede modeller udarbejdes på samme budgetforudsætninger.

I forlængelse af de kapitalværdibaserede modeller er det relevant at diskutere usikkerhederne omkring henholdsvis kapitalomkostningen, afkastkrav og beta. Kapitalomkostningen, WACC, er af afgørende betydning for det endelige værdiestimat. Følsomhedsanalysen illustrerer tydeligt, at små ændringer i WACC medfører et betydeligt værdispænd. WACC består af en række forskellige følsomme elementer, der er behæftet med væsentlig usikkerhed, hvorfor det kan være vanskeligt at estimere en korrekt kapitalomkostning.

To af WACC'ens relevante elementer er långivers og ejers afkastkrav. Begge elementer er behæftet med usikkerhed, hvilket skyldes uvished om fremtidens finansielle markeder, der påvirker de underliggende elementer. Dette omhandler den risikofrie rente og betaværdien. Den risikofrie rente befinder sig i øjeblikket på et historisk lavt niveau, hvorfor der er stor usikkerhed omkring dette estimat. Værdiansættelsen tager højde for denne usikkerhed ved at anvende en højere risikofri rente

end den nuværende. Dette betyder, at værdien af virksomheden estimeres lavere end den ville have været, hvis det nuværende niveau for den risikofrie rente blev benyttet. Beta påvirker udelukkende ejernes afkastkrav. Følsomhedsanalysen illustrerede dens markante indflydelse på den estimerede aktiekurs. Betaanalysen illustrerede, at der er store forskelle i forhold til branchebeta såvel som selskabsspecifikt beta. Såfremt det selskabsspecifikke beta fra Reuters, Financial Times og Yahoo Finance var benyttet i forbindelse med værdiansættelsen, havde aktiekursen været urealistisk høj. Det anvendte beta forekommer ud fra matematisk beregning i forhold til anvendelse af peers sammen med en kvalitativ analyse af den driftsmæssige og finansielle risiko.

Multipelværdiansættelsen er i afhandlingen udarbejdet på baggrund af EV/EBITDA og P/E multiplerne. Disse værdiansættelser kunne ligesom DCF-værdiansættelsen være foretaget på baggrund af andre modeller. Selvom samtlige multiplers svaghed er den simplificerede tilgang til værdiansættelse af virksomheder, forudsætter de forskellige multipler en række forskellige forhold. EV/EBITDA beskriver, hvor meget en opkøber er villig til at give for virksomhedens samlede indtjening før afskrivninger. EV/EBITDA kan overvurdere pengestrømmene i virksomheden, såfremt arbejdskapitalen stiger, men der ikke er en direkte kobling til virksomhedens cash-flow, hvorfor værdiansættelsen samtidig tager udgangspunkt i en DCF-model.

Multiplerne bidrager med en simplificeret tilgang til værdiansættelsen, hvor disse oversimplificerer komplekse situationer, da det er nemt at overse fundamentale forskelle mellem to virksomheder, der potentielt kan have afgørende betydning i værdiansættelsesøjemed. Multipel-værdiansættelser kan inkludere individuelle virksomheder, der påvirkes af tendenser i markeder, men som ikke nødvendigvis påvirker den virksomhed der værdiansættes. Dette blev illustreret i multipelværdiansættelsen, hvor det var nødvendigt at korrigere for outliers grundet misvisende forhold. Dette kan stille spørgsmålstejn ved de valgte peers, som afhandlingen baserer sin værdiansættelse på. Peers udgør en væsentlig del af rentabilitetsanalysen samt værdiansættelsen, og korrektheden i udvælgelsen bliver hermed essentiel. På baggrund af ovenstående kan det overvejes, hvorvidt Carlsberg, Heineken, Anadolu og Olvi er de rette peers i forhold til den multiple værdiansættelse af Royal Unibrew.

13 – Konklusion

Formålet med afhandlingen var at fastsætte markedsværdien af Royal Unibrew per den 31. december 2017. Dette er gjort gennem et tilstrækkeligt videnskabsteoretisk grundlag med fokus på strategisk analyse af virksomhedens branche- og omverdens forhold samt værdikæde samt regnskabsanalyse af årsrapporter, udarbejdede reformuleringer og rentabilitetsanalyse.

Overordnet konkluderes det, at de makroøkonomiske forhold har stor påvirkning på markedet for salg af øl og alkoholiske drikke. Aldersbegrænsninger, afgiftsreguleringer, og restriktioner på markedsføring er essentielle forhold, der påvirker markedet for alkoholiske drikke. Det konkluderes, at salget påvirkes negativt af samfundstendenser som øget sundhedsbevidsthed. Analysen konkluderer, at vækst i bruttonationalproduktet påvirker salget af super-premium og premium brands positivt. Analysen konkluderer samtidig, at truslen fra substituerende produkterne og kundernes forhandlingsstyrke er to væsentlige faktorer i bryggeribranchen, hvor det mindsker branchens overordnet attraktivitet, og samtidig øger konkurrenceintensiteten på baggrund af mange substitutionsmuligheder, begrænset kundeloyalitet og få skifteomkostninger.

Samtidig konkluderer den interne analyse, at Royal Unibrew har en omkostningseffektivitet i forhold til Carlsberg på 0,8% af produktionsomkostninger. Analysen konkluderer, at Royal Unibrews kernekompetencer ligger indenfor sortimentsudvikling og produktion, men analysen samtidig fremhæver, at den komparative fordel er vanskelig at opretholde i produktionen, hvorfor Royal Unibrews konkurrencemæssige fordel vurderes at være sortimentsudvikling.

Regnskabsanalysen identificerer Royal Unibrews finansielle værdidrivere. Regnskabet er reformuleret for at opdele drifts- og finansieringsaktiviteter. Regnskabsanalysen konkluderer, at Royal Unibrew opfylder forskellige kriterier i forbindelse med god regnskabskvalitet. Reformuleringerne tager højde for, hvor de enkelte poster er normale, usædvanlige og tilbagevendende. I reformuleringen af balancen er der taget forbehold for forudbetalte omkostninger, likvide beholdninger, anden gæld og selskabsskat, hvor det har været nødvendigt at foretage antagelser. Rentabilitetsanalysen konkluderer, at Royal Unibrew er rentabel sammenlignet med peers. Analysen konkluderer, at afkastgraden har været markant stigende fra 11,2 % til 22,6%, og Royal Unibrew placerer sig næst bedst sammenlignet med peers, hvor Olvi har en bedre afkastningsgrad i år 2017 på 25,9%. Den forbedrede afkastningsgrad skyldes en stigende overskudsgrad og en forbedrede

omsætningshastighed. Derudover konkluderer analysen, at Royal Unibrew har formået at forbedre sit omkostningsniveau igennem hele analyseperioden.

På baggrund af estimerer vedrørende fremtidig kapitalstruktur, risikofrie rente, betaværdi, markedsrisikopræmien samt risikotillæg konkluderer afhandlingen at arbejde med en kapitalomkostning på 5,82%. Denne tilbagediskonterer de fremtidige pengestrømme, der forekommer på baggrund af budgettets antagelser og forudsætningen.

Afhandlingen konkluderer, at Royal Unibrew per den 31. december 2017 havde en egenkapital med en markedsværdi i omegnen af 44 milliarder danske kroner. Dette svarer til en teoretisk aktiekurs på 838,- danske kroner. Det er dog nødvendigt med en valid vurdering, hvorfor værdiansættelsen udarbejdes ved hjælp af EV/EBITDA og P/E multiplerne. Disse forekommer med en teoretisk aktiekurs på henholdsvis 321,- danske kroner og 384,- danske kroner. Da forskellene i de beregnede aktiekurser er markante, er der udregnet såkaldte følsomheds- og scenarieanalyser. Ud fra følsomhedsanalysen kan det konkluderes, at små ændringer i vækstraten, EBITDA-marginen og kapitalomkostningen kan skabe store ændringer i aktiekursen. Ud fra scenarieanalysen konkluderes det, at ændringer med én faktor i henholdsvis salgsvækst, beta og WACC har betydelige konsekvenser for aktiekursen. Ved ændring i salgsvæksten svinger aktiekursen fra 670,- danske kroner ved worst-case til 1.124,- danske kroner i best-case. Ændringen i kapitalomkostningen betyder, at aktiekursen svinger mellem 720,- danske kroner i worst-case og 1.045,- danske kroner i best-case, og ændringer i beta-værdien vil betyde en ændring til 777,- danske kroner i worst-case til 915,- danske kroner i best-case.

14 – Perspektivering

Afhandlingens perspektivering bærer præg af at berøre en række forskellige samfunds- og markedsmæssige forhold, der kan have afgørende betydning for Royal Unibrew på længere sigt.

Samfundsmæssige forhold og tendenser ændrer sig konstant uanset, hvorvidt det handler om livsstil, forbrugeradfærd, globalisering, protektionisme eller noget helt femte. Forbrugerne er i stigende grad blevet bevidste omkring deres egen livsstil og på det individuelle og differentierede behov. Verdenens nationer er i stigende grad fokuseret på egne interesser og intentioner på bekostning af andres. Disse emner har afgørende betydning for Royal Unibrew A/S uafhængigt af, at de på nogen måde har mulighed for at påvirke disse men derimod blot har mulighed for at agere herefter.

Ændrede forbrugerlivsstil og -adfærd på de respektive markeder er af væsentlig betydning. Dette kan eksempelvis indebære øget fokus på sundhed og forbrugerbevidsthed. Markante sundhedskampagner i hele Europa med fokus på alkoholiske drikke kan have afgørende betydning for Royal Unibrew, da sådanne kampagner kan være medvirkende til ændret forbrugeradfærd. Disse kampagner retter fokus mod bryggerierne, og dermed er bryggerierne nødsaget til at agere eller påtage ansvar i et vist omfang. Det kan være ved ændret produktmiks, produktudvikling af sukkerfri øl eller andre innovative løsninger. Hvorvidt sådanne løsninger er rigtige, er vanskeligt at forholde sig til, men det er trods alt bedre at reagere fremfor at forholde sig passiv som virksomhed i forhold til en ændret omverden.

Selvom det er vanskeligt at forestille sig, kan alkoholiske drikke eller særligt øl være erstatteligt på længere sigt. Dette påvirker selvsagt Royal Unibrew gevaldigt, og såfremt dette scenarie bliver aktuelt, er det umuligt at forudsige, hvorvidt Royal Unibrew fortsat opererer med produktion og salg af øl, om selskabet er blevet opkøbt af større aktører eller, hvorvidt selskabet har været nødsaget til at ændre produktmiks på grund af ovenstående kampagner.

De markedsmæssige forhold indebærer et stigende fokus på protektionisme, det pågældende lands egne interesser og intentioner på bekostning af andres. Få år tilbage var globalisering, frihandel og fællesskab omdrejningspunktet for verdensøkonomien, men på nuværende tidspunkt modsvares dette ved at beskytte nationens interesser. Eksempler herpå er BREXIT, amerikanske handelsbarrierer og Ruslands beskyttelse af egen økonomi. Selvom protektionisme ikke er et nyt fænomen, peger den nuværende tendens mod et splittet verdenssamfund. På nuværende tidspunkt er Royal Unibrews

forretningsmæssige omfang minimalt eller ikke-eksisterende i USA, Storbritannien, Rusland eller Kina, men på længere sigt kan sådanne markedsbegrænsninger have væsentlig betydning. Det er uvist, hvorvidt et fokus på protektionisme fortsætter eller fokus igen rettes mod globalisering, men det har bestemt betydning for Royal Unibrew. Et mere splittet Europa kan vanskeliggøre samarbejde på tværs af landegrænser, det kan svække forretningens fleksibilitet, og det har dermed stor økonomisk betydning, hvis et splittet Europa bliver aktuelt i form af handelsbarrierer eller andre handelsbegrænsende tiltag.

Der er ingen tvivl om, at ovenstående scenarier kan medvirke til øget usikkerhed i forhold til fremtidige markeder i USA og Europa. For Royal Unibrews vedkommende er det særligt afsætningen af maldrikke, der kan blive påvirket af markedsbegrænsninger i USA. Det skyldes at maldrikke primært eksporteres til det amerikanske marked, og afsætningen kan i yderste konsekvens ved eventuelle markedsbegrænsninger påvirkes i en sådan grad, at det ikke længere er fordelagtigt at afsætte og eksportere maldrikke for Royal Unibrew. På europæisk plan har sådanne forhold betydning for Royal Unibrew i takt med indtrængning af nye markeder. I værste fald kan det begrænse Royal Unibrew fra at etablere og udforske nye markedsområder i form af andre markeder. Vækstmuligheder kan vanskeliggøres af markedsbegrænsninger og handelsbarrierer, da der således er en række yderligere forhold, som der skal tages højde for. Det kan eksempelvis være for omkostningsfuldt at eksportere produkter til et nyt land i opstartsfasen, at den økonomiske gevinst simpelthen ikke opvejer omkostningerne ved etablering.

Endnu engang er det vanskeligt at forudsige, hvordan det fremtidige scenarie ser ud i forhold til de enkelte markeder og Royal Unibrew. Royal Unibrew kan dog godt være forberedt at blive påvirket af sådanne forhold i mere eller mindre grad. Det kan have afgørende betydning for Royal Unibrews fremtidige aspekter i forhold til vækst på eventuelle nye markeder, og deres maltforretning på det amerikanske marked.

15 – Litteraturliste

- Academy, P. *Marketing Theories - PESTEL analysis*. Hentet fra Professional Academy's Buzzword Busting Marketing Theory: <https://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---pestel-analysis>
- Anadolu Efes. (u.d.). *Annual Report for Anadolu Efes 2013*. Anadolu Efes.
- Anadolu Efes. (u.d.). *Annual Report for Anadolu Efes 2014*. Anadolu Efes.
- Anadolu Efes. (u.d.). *Annual Report for Anadolu Efes 2015*. Anadolu Efes.
- Anadolu Efes. (u.d.). *Annual Report for Anadolu Efes 2016*. Anadolu Efes.
- Anadolu Efes. (u.d.). *Annual Report for Anadolu Efes 2017*. Anadolu Efes.
- Andersen, I. (2003). *Den skindbarlige virkelighed*. Forlaget Samfundslitteratur.
- Andersen, K. B. (2017). Royal Unibrews nye topchef reddede bryggeriet og forgylde aktionærerne . *Finans*.
- Beck, L. (7. Februar 2018). *Finans.dk: Erhverv*. Hentet fra Finans Erhverv: <https://finans.dk/protected/erhverv/ECE10287789/carlsbergchef-er-parat-til-at-jagte-storopkoeb-igen/?ctxref=ext>
- Besenbacher, F. (2017). *Advisory Board for cirkulær økonomi - Anbefalinger til regeringen*.
- Bryggeriforeningen. (2017a). *Tal fra bryggeriforeningen - Øl 2017a*. København: Bryggeriforeningen.
- Bryggeriforeningen. (13. Marts 2018). Danmark har nu 197 bryggerier . *Bryggeriforeningen*.
- Bryggeriforeningen. (2018). *Emballageafgift*. Hentet fra Bryggeriforeningen: <https://www.bryggeriforeningen.dk/ol/ol-afgifter/emballageafgift/>
- Bryggeriforeningen. (2018). *Pant*. Hentet fra Bryggeriforeningen: <https://www.bryggeriforeningen.dk/ol/ol-afgifter/pant/>
- Bryggeriforeningen. (2018). *Ølafgift*. Hentet fra Bryggeriforeningen: <https://www.bryggeriforeningen.dk/ol/ol-afgifter/ol-olafgift/>
- Carlsberg A/S. (2018). Hentet fra <http://www.carlsbergfondet.dk/da/Om-fondet/Carlsbergfondet/Carlsbergfamilien/Carlsberg-Group>
- Carlsberg Danmark A/S. (2013). *Annual Report for Carlsberg A/S*.
- Carlsberg Danmark A/S. (2014). *Annual Report for Carlsberg A/S*.
- Carlsberg Danmark A/S. (2015). *Annual Report for Carlsberg A/S*.

- Carlsberg Danmark A/S. (2016). *Annual Report for Carlsberg A/S*.
- Carlsberg Danmark A/S. (2017). *Annual Report for Carlsberg A/S*.
- Danmarks Statistik. (2018). *www.statbank.dk*. Hentet fra Danmarks Nationalbanks rentesatser, pengemarkedsrentesatser samt obligationsrentegennemsnit ultimo (pct p.a.) efter type og tid: <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>
- Det økologiske marked. Hentet fra Landbrug og Fødevarer: <https://www.lf.dk/viden-om/oekologi/markedet.aspx>
- Elmeskov, J. (2018). *Danmark i Tal 2017*. Hentet fra Danmarks Statistik: https://www.dst.dk/Site/Dst/Udgivelser/GetPubFile.aspx?id=21499&sid=danmark%20i%20tal%202017_%20net
- Europe, T. B. (2017). Hentet fra <https://www.brewersofeurope.org/uploads/mycms-files/documents/publications/2017/Statistics-201712-001.pdf>
- Europe, T. B. (2017). *Beer statistics*. The Brewers of Europe.
- Europæiske unionstidende. (2008). *Kommissionens forordning (EF) Nr. 1126/2008*. Hentet fra <file:///C:/Users/Henriette%20H%C3%B8jlund/Downloads/Konsolideret%20tekst%20EU-standarder.pdf>
- Fernandez, P., Pershin, V., & Acin, I. F. (2018). Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey. *IESE Business School*, 1-16.
- FN. (2016). *Verdensmålene*. Hentet fra UN City Copenhagen: <http://un.dk/da/om-fn/verdensmaalene>
- Grundy, T. (2006). Rethinking and reinventing Michael Porter's five forces model. *Strategic Change*, 213–229.
- Hall, O. (2013). Coop sender Carlsberg i skammekrogen . *Berlingske Business*.
- Haarder, B. (2010). *Lov om ændring af lov om forbud mod salg af tobak til personer under 18 år og salg af alkohol til personer under 16 år*. Retsinformation.
- Heineken. *Annual Report for Heineken 2013*. Heineken.
- Heineken. *Annual Report for Heineken 2014*. Heineken.
- Heineken. *Annual Report for Heineken 2015*. Heineken.
- Heineken. *Annual Report for Heineken 2016*. Heineken.
- Heineken. *Annual Report for Heineken 2017*. Heineken.
- Heineken. (2017). *Heineken: About Us: Company*. Hentet fra Heineken website: <https://www.theheinekencompany.com/About-Us/Company-Strategy>

- Henriksen, J. K. (06. Maj 2017). *Reformulering af balancen*. Hentet fra Den Private Investor: <http://betabox.dk/2016/08/04/porters-vaerdikaede/>
- Henriksen, J. K. (08. Maj 2017). *Reformulering af resultatopgørelsen*. Hentet fra Den Private Investor: <http://denprivateinvestor.dk/reformulering-af-resultatopgoerelsen/>
- IndexMundi. (2018). *IndexMundi: Commodity: Wheat, Barley and Aluminium*. Hentet fra IndexMundi: Commodity: <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=wheat&months=360>
- International, E. (2017). *Alcoholic Drinks in Denmark - analysis*. Euromonitor International.
- Kehlet, L. (18. 04 2012). *FriBoo*. Hentet fra PESTEL modellen: <http://www.friboo.dk/pestel-modellen/>
- Kragh, H. (30. August 2018). *Videnskab.dk - ForskerZonen*. Hentet fra Videnskab.dk - ForskerZonen: Konklusionen baserer sig således udelukkende på information fra før den 31/12-2017 med de nævnte antagelser i afgrænsningen
- MarketLine. (2018). *Company Profile: Royal Unibrew A/S*. MarketLine.
- Ministry of Social Affairs and Health, F. (1994). *The Alcohol Act*. Hentet fra Finlex: <http://www.finlex.fi/en/laki/kaannokset/1994/en19941143.pdf>
- Nasdaq. (2018). *Nasdaq: Shares*. Hentet fra Nasdaq: Shares: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE3273&name=Royal%20UNIBREW&ISIN=DK0060634707>
- National Geographic Danmark. (30. August 2018). *Natgeo.dk*. Hentet fra <http://natgeo.dk/videnskab/foedevarer/5-ting-du-ikke-vidste-om-oel>
- Naumov, D. (21. August 2017). *Business Insider: Nordic*. Hentet fra Business Insider website: <https://nordic.businessinsider.com/microbreweries-are-booming-in-finland---but-their-survival-is-threatened-2017-8/>
- Nielsen, J. A. (2008). *Bekendtgørelse af lov om forbud mod salg af tobak til personer under 18 år og salg af alkohol til personer under 16 år*. Retsinformation.
- Olvi Oyj. (u.d.). *Annual Report for Olvi Oyj 2013*.
- Olvi Oyj. (u.d.). *Annual Report for Olvi Oyj 2014*.
- Olvi Oyj. (u.d.). *Annual Report for Olvi Oyj 2015*.
- Olvi Oyj. (u.d.). *Annual Report for Olvi Oyj 2016*.
- Olvi Oyj. (u.d.). *Annual Report for Olvi Oyj 2017*.
- Passport. (2018). *Alcoholic drinks in Denmark*. Passport.

Passport. (2018). *Alcoholic Drinks in Denmark - analysis*. Passport.

Passport. (2018). *Alcoholic Drinks in Estonia*. Passport.

Passport. (2018). *Alcoholic Drinks in Finland*. Passport.

Passport. (2018). *Alcoholic Drinks in Italy*. Passport.

Passport. (2018). *Alcoholic Drinks in Latvia*. Passport.

Passport. (2018). *Alcoholic Drinks in Lithuania*. Passport.

Passport. (2018). *ALCOHOLIC DRINKS IN DENMARK - ANALYSIS*. Passport.

Passport. (2018). *Beer in Denmark*. Euromonitor International.

Passport. (2018). *Cider/Perry in Finland*. Passport.

Passport. (2018). *Soft Drinks in Denmark*.

Passport. (2018). *Soft Drinks in Estonia*. Passport.

Passport. (2018). *Soft Drinks in Latvia*. Passport.

Passport. (2018). *Soft Drinks in Lithuania*. Passport.

Paulo, S. (2010). Hamada's equation, the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the UK Companies Act of 2006 A critique. *International Journal of Law and Management*.

Pedersen, E. (2016). *Det økologiske marked*. Hentet fra Landbrug og Fødevarer:
<https://www.lf.dk/viden-om/oekologi/markedet.aspx>

Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2005). *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*. København: Thomson A/S.

Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2012). *Financial Statement Analysis*. Pearson Education Limited.

Petersen, C. V., & Plenborg, T. (u.d.). *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*. København 2005: Thomson A/S.

Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2004). Værdiansættelse af virksomheder En kort gennemgang af de gængse modeller til værdiansættelse. *Børsens ledeshåndbøger*, Januar.

Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage*. New York: The Free Press.

Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces that Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 78-93.

PricewaterhouseCoopers. (2016). *Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis*. PwC.

Robotten tager det sure arbejde. (16. Oktober 2014). Hentet fra Industriens uddannelser:
<https://iu.dk/aktuelt/robotternetagerdetsurearbejde.html>

- Room, R. (2002). *The Effect of Nordic Alcohol Policies*. Helsinki: Nad Publication.
- Royal Unibrew A/S . (2017). *Årsrapport 2017*. Royal Unibrew A/S .
- Royal Unibrew A/S. (2009). *Prospekt*. Royal Unibrew A/S.
- Royal Unibrew A/S. (19. November 2009). *Royalunibrew.com*. Hentet fra Royalunibrew.com → Investor → Royal Unibrew A/S offentliggør prospekt:
<http://investor.royalunibrew.com/da/news-releases/news-release-details/royal-unibrew-publishes-prospectus>
- Royal Unibrew A/S. (2013). *Årsrapport for Royal Unibrew A/S år 2013*. Royal Unibrew A/S.
- Royal Unibrew A/S. (2014). *Årsrapport for Royal Unibrew A/S år 2014*. Royal Unibrew A/S.
- Royal Unibrew A/S. (2015). *Årsrapport for Royal Unibrew A/S år 2015*. Royal Unibrew A/S.
- Royal Unibrew A/S. (2016). *Årsrapport for Royal Unibrew A/S år 2016*. Royal Unibrew A/S.
- Royal Unibrew A/S. (2017). *Årsrapport for Royal Unibrew A/S år 2017*. Royal Unibrew A/S.
- Royal Unibrew A/S. (2018). *Royalunibrew.com*. Hentet fra Royalunibrew.com → About us → Royal Unibrew in brief: <http://www.royalunibrew.com/about-us/royal-unibrew-brief/>
- Royal Unibrew. (2013). *Annual Report 2013*. Ernst & Young.
- Royal Unibrew. (11. July 2013). *Royal Unibrew acquires Hartwall and reinforces its market position significantly* . Hentet fra Royal Unibrew:
<http://investor.royalunibrew.com/releasedetail.cfm?releaseid=776309>
- Royal Unibrew. (4. Oktober 2017). *Markedspositionen i Italien styrkes betydeligt med købet af Fredea Lemonsoda forretningen fra Gruppo Campari*. Hentet fra Investor - Royal Unibrew: <http://investor.dk.royalunibrew.com/releasedetail.cfm?releaseid=1042796>
- Royal Unibrew. (2018). *Ordinær Generalforsamling 2018* . Royal Unibrew.
- Royal Unibrew. (1. January 2018). *Royal Unibrew: Commercial*. Hentet fra Royal Unibrew: Commercial:
http://issuu.com/royalunibrew/docs/offtrade_17_uden_sk_rem_rker?e=31332118/62036424
- Royal Unibrew. (21. June 2018). *Royal Unibrew: Commercial*. Hentet fra Royal Unibrew web site:
<http://royalunibrew.dk/commercial/>
- Royal Unibrew. (21. June 2018). *Royal Unibrew: Sponsorater*. Hentet fra Royal Unibrew web site:
<http://royalunibrew.dk/sponsorater/>
- Sørensen, O. (2012). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse: En praktisk tilgang*. København: Gjellerup.
- Sjöström, L. (31. Marts 2017). *Danskerne vil gerne leve sundere*. Hentet fra Hjerteforeningen:
<https://hjerteforeningen.dk/2017/03/danskerne-gerne-leve-sundere/>

- Statens Serum Institut. (2015). *Alkoholstatistik 2015*. København: Sundhedsstyrelsen.
- Sundhedsstyrelsen. (2017). *Sundhedsstyrelsens forebyggelseskampagner 2018*. Hentet fra Sundhedsstyrelsen:
<https://www.sst.dk/da/~media/BA6E2F948F76487280504FBEA40E1CF8.ashx>
- Sundhedsstyrelsen. (26. April 2018). *Lovgivning på alkoholområdet*. Hentet fra Sundhedsstyrelsen:
<https://www.sst.dk/da/sundhed-og-livsstil/alkohol/lovgivning>
- Svansø, V. L. (09. maj 2014). *Royal Unibrew trodser krise og nye drikkevaner*. Hentet fra Berlingske Business: <https://www.business.dk/foedevarer/royal-unibrew-trodser-krise-og-nye-drikkevaner>
- Tremblay, V. J. (2005). *The U.S. brewing industry: data and economic analysis*. The MIT Press.
- Unibrew, R. (28. May 2018). *Brands*. Hentet fra Royal Unibrew web site:
<http://royalunibrew.dk/brands/>
- Unibrew, R. (2018). *Environmental*. Hentet fra Royal Unibrew:
<http://www.royalunibrew.com/sustainability/envirionmental/>
- Unibrew, R. (28. May 2018). *Royal Unibrew: Om Royal Unibrew*. Hentet fra Royal Unibrew: Om Royal Unibrew: <http://royalunibrew.dk/om-royal-unibrew/>
- Westcott, P. C., & Hoffman, L. A. (1999). *Price Determination for Corn and Wheat: The Role of Market Factors and Government Programs*.

16 – Bilag

16.1 – Bilagsoversigt

Bilag 1 – Selskabsoversigt

Bilag 2 – DuPont-modellen

Bilag 3 – Formler til beregning af nøgletal

Bilag 4 – Historisk segmentopdeling fra år 2012-2016

Bilag 5 – Markedsandele på de respektive markeder

Bilag 6 – Omkostningseffektivitet i forhold til Carlsberg

Bilag 7 – Omkostningseffektivitet i forhold til Olvi Oyj

Bilag 8 – Royal Unibrew A/S' officielle resultatopgørelse

Bilag 9 – Royal Unibrew A/S' officielle balanceopgørelse

Bilag 10 – Carlsberg A/S' officielle resultatopgørelse

Bilag 11 – Carlsberg A/S' officielle balanceopgørelse

Bilag 12 – Heinekens officielle resultatopgørelse

Bilag 13 – Heinekens officielle balanceopgørelse

Bilag 14 – Anadolu Efes' officielle resultatopgørelse

Bilag 15 – Anadolu Efes' officielle balanceopgørelse

Bilag 16 – Olvi Oyj's officielle resultatopgørelse

Bilag 17 – Olvi Oyj's officielle balanceopgørelse

Bilag 18 – Royal Unibrew A/S' reformulerede resultatopgørelse

Bilag 19 – Royal Unibrew A/S' reformulerede balanceopgørelse

Bilag 20 – Carlsberg A/S' reformulerede resultatopgørelse

Bilag 21 – Carlsberg A/S' reformulerede balanceopgørelse

Bilag 22 – Heinekens reformulerede resultatopgørelse

Bilag 23 – Heinekens reformulerede balanceopgørelse

Bilag 24 – Anadolu Efes' reformulerede resultatopgørelse

Bilag 25 – Anadolu Efes' reformulerede balanceopgørelse

Bilag 26 – Olvi Oyj's reformulerede resultatopgørelse

Bilag 27 – Olvi Oyj's reformulerede balanceopgørelse

Bilag 28 – Royal Unibrew A/S' reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer

Bilag 29 – Royal Unibrew A/S' netto finansielle omkostninger

Bilag 30 – Royal Unibrew A/S' core nettofinansielle omkostninger

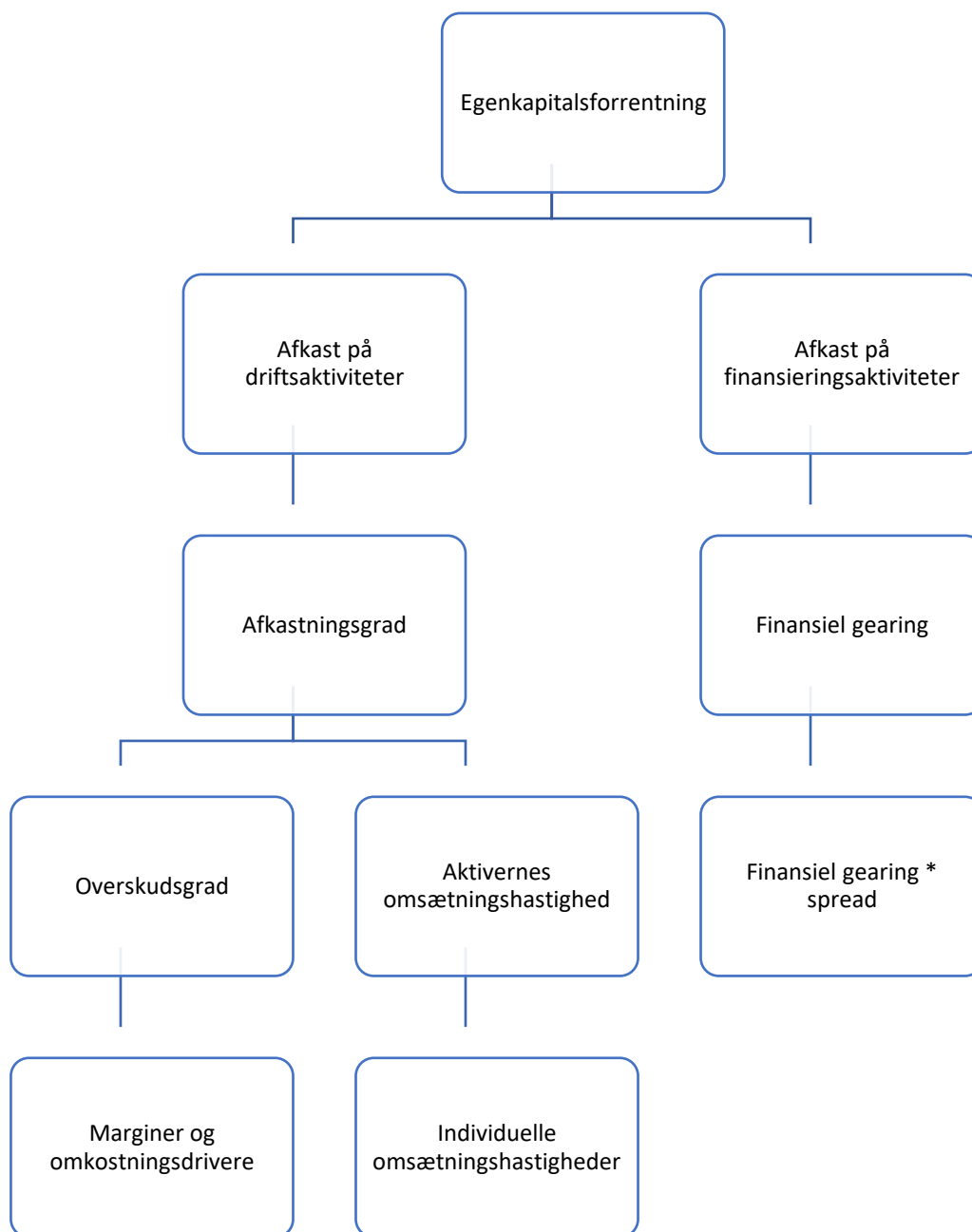
- Bilag 31 – Royal Unibrew A/S’ usædvanlige finansielle poster
- Bilag 32 – Carlsberg A/S’ reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer
- Bilag 33 – Carlsberg A/S’ netto finansielle omkostninger
- Bilag 34 – Carlsberg A/S’ core nettofinansielle omkostninger
- Bilag 35 – Carlsberg A/S’ usædvanlige finansielle poster
- Bilag 36 – Heinekens reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer
- Bilag 37 – Heinekens netto finansielle omkostninger
- Bilag 38 – Heinekens core nettofinansielle omkostninger
- Bilag 39 – Heinekens usædvanlige finansielle poster
- Bilag 40 – Anadolu Efes’ reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer
- Bilag 41 – Anadolu Efes’ netto finansielle omkostninger
- Bilag 42 – Anadolu Efes’ core nettofinansielle omkostninger
- Bilag 43 – Anadolu Efes’ usædvanlige finansielle poster
- Bilag 44 – Olvi Oyj’s reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer
- Bilag 45 – Olvi Oyj’s netto finansielle omkostninger
- Bilag 46 – Olvi Oyj’s core nettofinansielle omkostninger
- Bilag 47 – Olvi Oyj’s usædvanlige finansielle poster
- Bilag 48 – Nøgletal til rentabilitetsanalysen for Royal Unibrew A/S og peers
- Bilag 49 – Dekomponering af afkastningsgrad for Royal Unibrew A/S og peers
- Bilag 50 – Dekomponering af overskudsgrad for Royal Unibrew A/S og peers
- Bilag 51 – Dekomponering af aktiverens omsætningshastighed for Royal Unibrew A/S og peers
- Bilag 52 – Common-size analyse for Royal Unibrew A/S og peers
- Bilag 53 – Trendanalyse af resultatopgørelse for Royal Unibrew A/S
- Bilag 54 – Trendanalyse af balance for Royal Unibrew A/S
- Bilag 55 – Budgetforudsætninger for Royal Unibrew A/S
- Bilag 56 – Budgetterede resultatopgørelse for Royal Unibrew A/S
- Bilag 57 – Budgetterede balance for Royal Unibrew A/S
- Bilag 58 – Budgetkontrol for Royal Unibrew A/S
- Bilag 59 – Cash flow statement for Royal Unibrew A/S
- Bilag 60 – EV/EBITDA multipler for Royal Unibrew og peers
- Bilag 61 – P/E multipler for Royal Unibrew og peers

Bilag 1 – Selskabsoversigt

Segment	Selskabs-ejerandel	Valuta	Kapital		Segment	Selskabs-ejerandel	Valuta	Kapital	
Modervirksomhed					MALTDRIKKE OG EKSPORT				
Royal Unibrew A/S, Danmark		DKK	105.400.000	■	Dattervirksomheder				
VESTEUROPA					Centre Nordique d'Alimentation EURL, Frankrig	100%	EUR	131.000	■
Dattervirksomheder					Supermalt UK Ltd., England	100%	GBP	9.700.000	■
Aktieselskabet Cerekem International Ltd., Danmark	100%	DKK	1.000.000	■	Vitamalt (West Africa) Ltd., England	100%	GBP	10.000	■
Albani Sverige AB, Sverige	100%	SEK	305.000	■	Royal Unibrew Nigeria Ltd., Nigeria	100%	NGN	10.000.000	■
Ceres S.p.A., Italien	100%	EUR	206.400	■	The Danish Brewery Group Inc., USA	100%	USD	100.000	■
The Curious Company A/S, Danmark	100%	DKK	550.000	■					
Crodo Holding S.r.l., Italien	100%	EUR	20.000	□					
Associerede virksomheder									
Grønlandskonsortiet I/S, Danmark	50%	DKK		■					
Hansa Borg Holding AS, Norge	25%	NOK	54.600.000	□					
Nuuk Imeq A/S, Godthåb, Grønland	32%	DKK	38.000.000	■					
BALTIC SEA									
Dattervirksomheder					Aktivitet				
AB Kalnapilio-Tauro Grupe, Litauen	100%	EUR	1.153.337	■	■ Produktion, salg og distribution				
Oy Hartwall Ab, Finland	100%	EUR	13.240.140	■	■ Salg og distribution				
Hartwa-Trade Oy Ab, Finland	100%	EUR	168.188	■	□ Holdingselskab				
Helepark Oy, Finland	100%	EUR	6.761	■	■ Andet				
Lapin Kulta Oy, Finland	100%	EUR	16.819	■					
Royal Unibrew Services UAB, Litauen	100%	EUR	43.500	■					
SIA "Cido Grupa", Letland	100%	EUR	1.117.060	■					
OÜ Royal Unibrew Eesti, Estland	100%	EUR	2.000.000	■					

Kilde: (Royal Unibrew A/S, 2017, s. 119)

Bilag 2 – DuPont-modellen



Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 3 – Formler til beregning af nøgletal

Egenkapitalforrentning

$$= \text{Afkastningsgrad} + [\text{Finansiel gearing} * (\text{Afkastningsgrad} - \text{Nettolånerente})]$$

$$\text{Egenkapitalforrentning} = AG + [FGEAR (AG * r)]$$

$$\text{Afkastningsgrad} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud efter skat}}{\text{Nettodriftsaktiver}}$$

$$\text{Finansiel gearing} = \frac{\text{Netto finansielle forpligtelser}}{\text{Egenkapital}}$$

$$\text{Nettolånerente} = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger efter skat}}{\text{Netto finansielle forpligtelser}}$$

$$\text{Overskudsgrad} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud efter skat}}{\text{Nettoomsætning}}$$

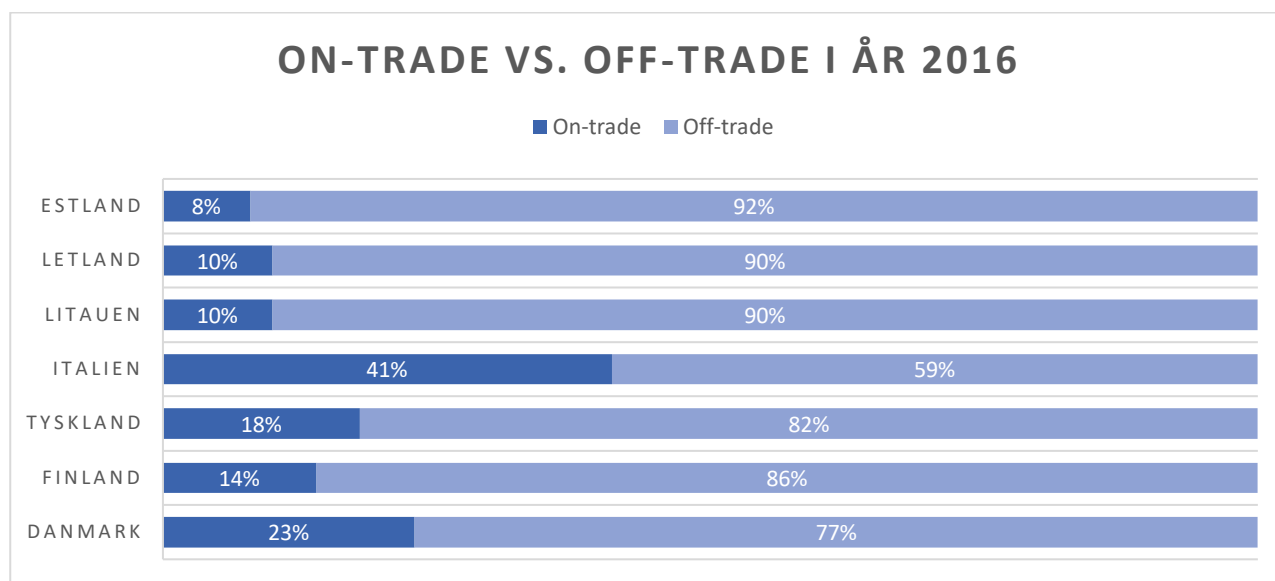
$$\text{Aktivernes omsætningshastighed} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Nettodriftsaktiver}}$$

$$\text{EBITDA} - \text{margin} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Nettoomsætning}}$$

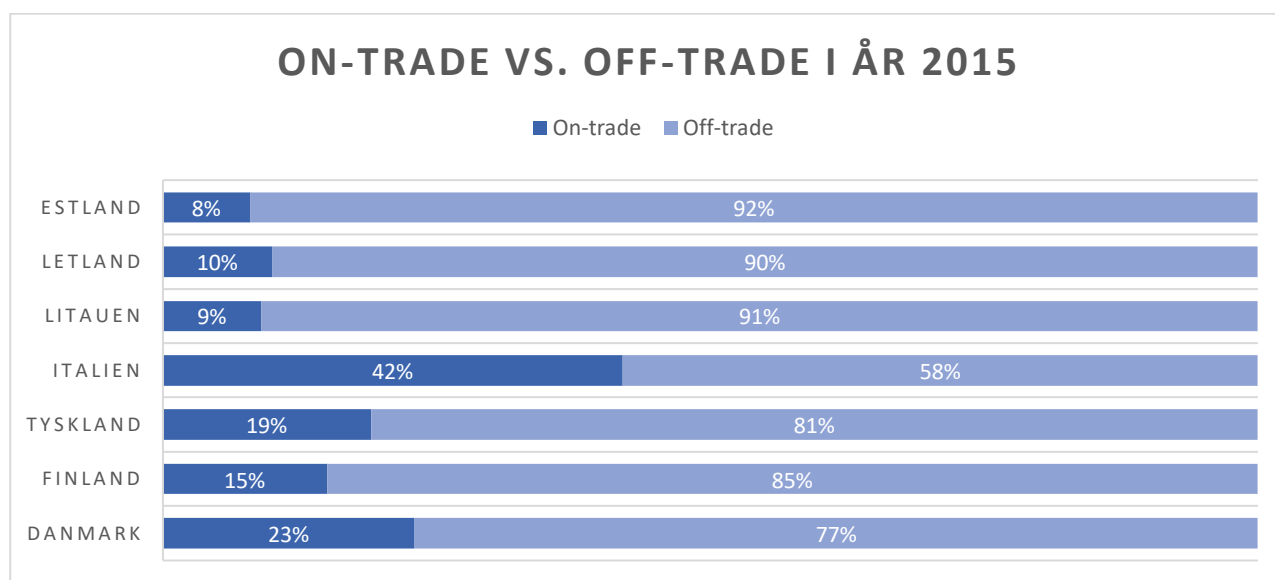
$$\text{NOPAT} - \text{margin} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Kilde: (Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2012, s. 209-225)

Bilag 4 – Historisk segmentopdeling fra år 2012-2016

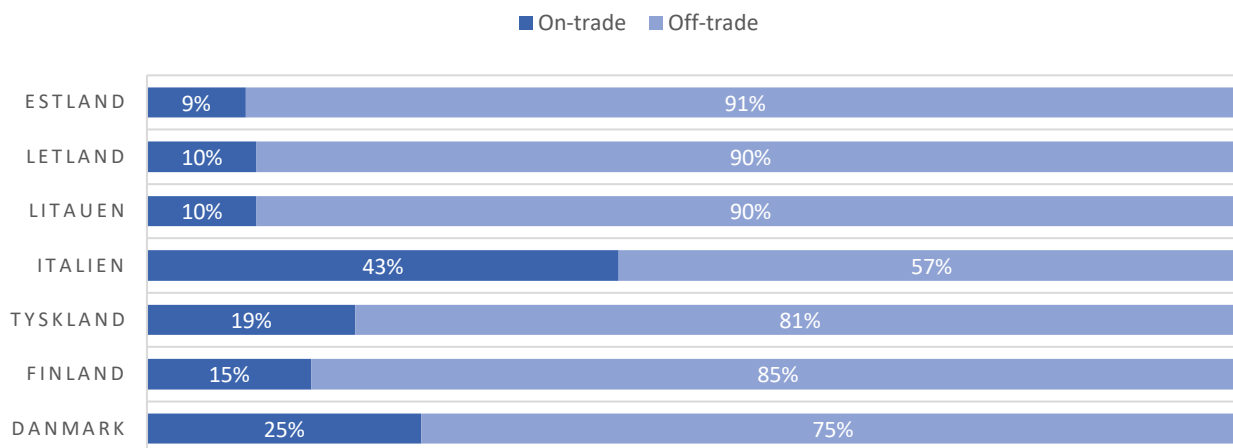


Kilde: (Europe, Beer statistics, 2017, s. 12)



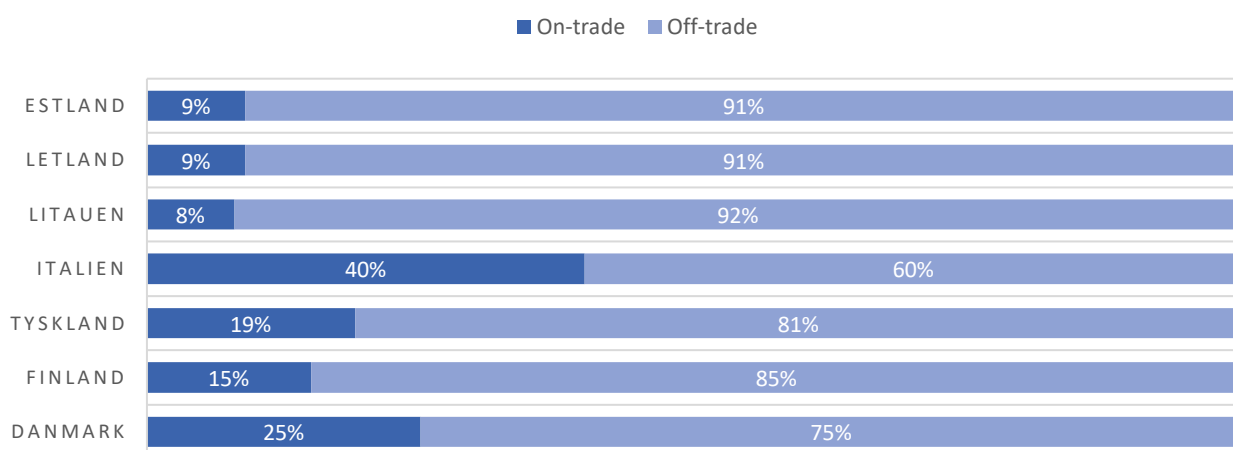
Kilde: (Europe, Beer statistics, 2017, s. 12)

ON-TRADE VS. OFF-TRADE I ÅR 2014



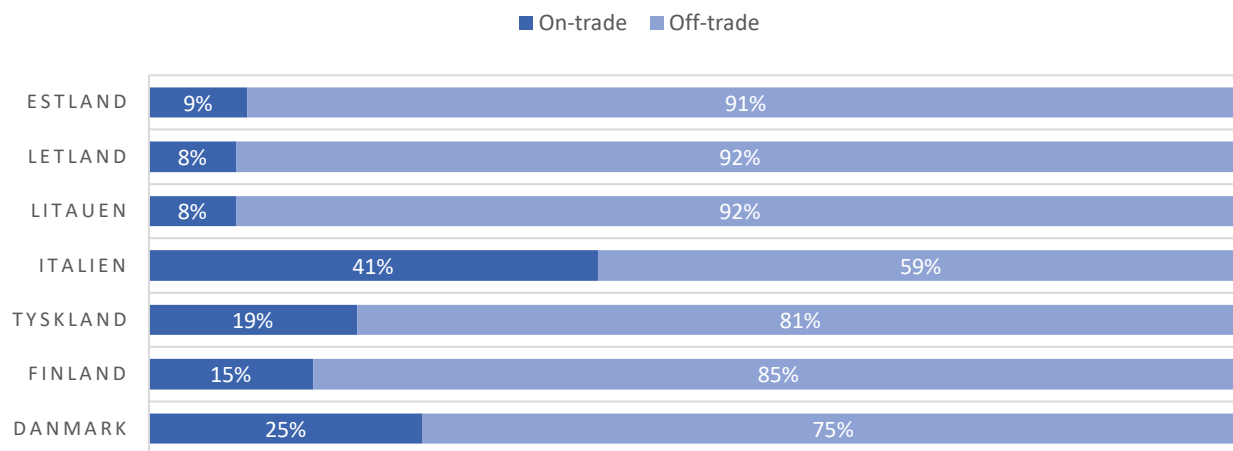
Kilde: (Europe, Beer statistics, 2017, s. 12)

ON-TRADE VS. OFF-TRADE I ÅR 2013



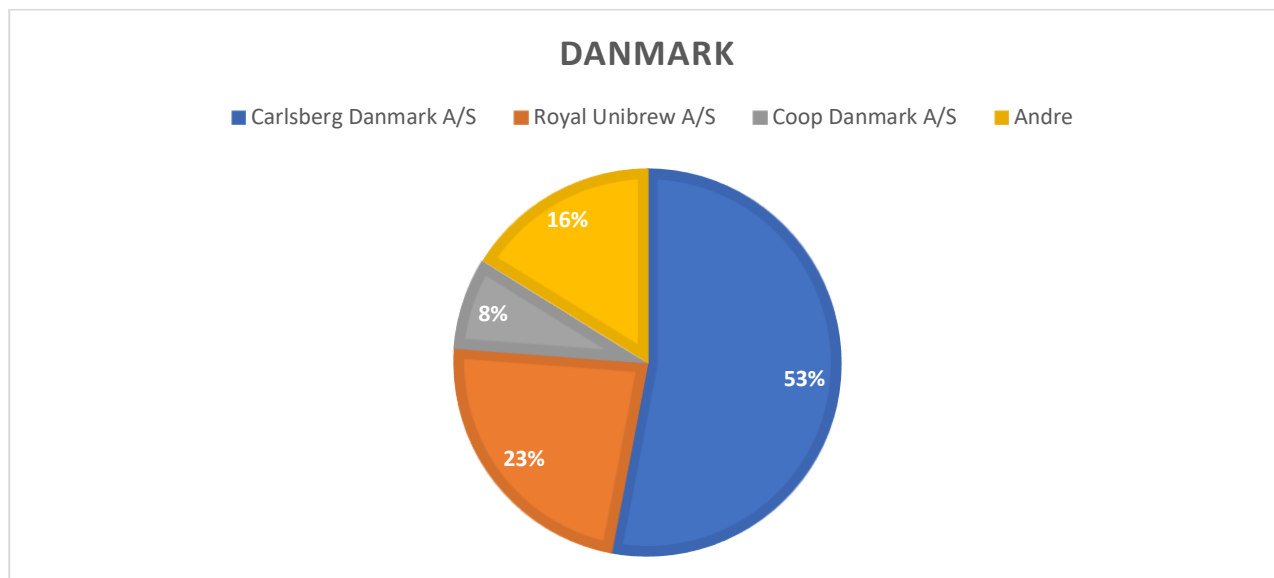
Kilde: (Europe, Beer statistics, 2017, s. 12)

OPDELING AF ON-TRADE VS. OFF-TRADE

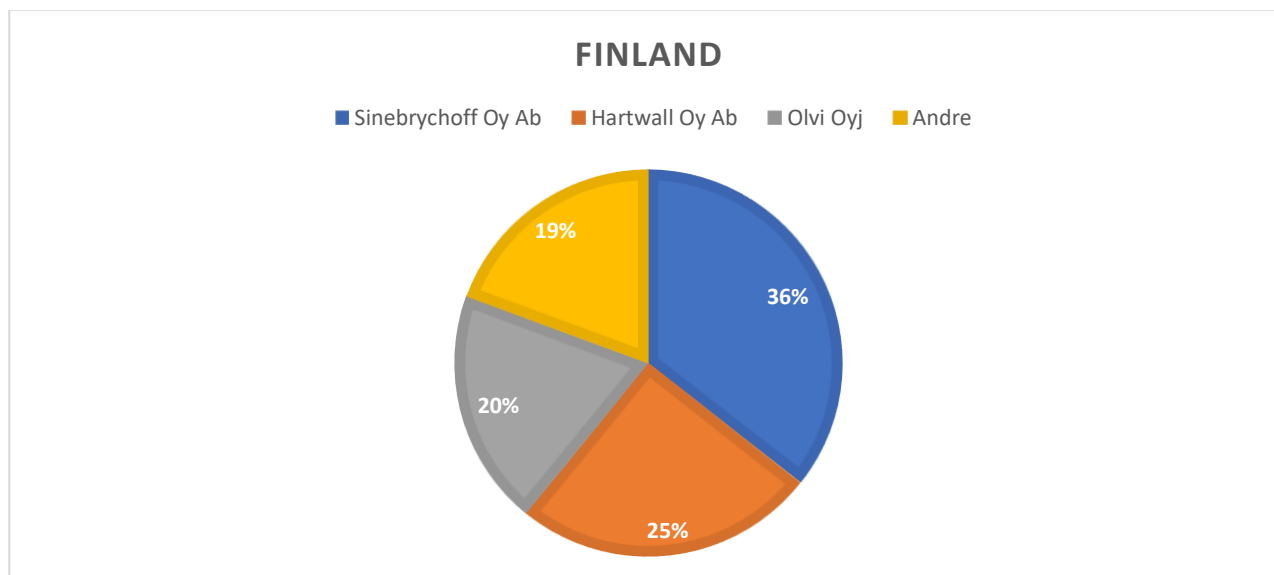


Kilde: (Europe, Beer statistics, 2017, s. 12)

Bilag 5 – Markedsandele på de respektive markeder



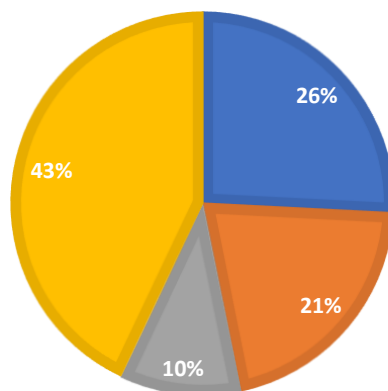
Kilde: (Passport, 2018)



Kilde: (Passport, 2018)

ITALIEN

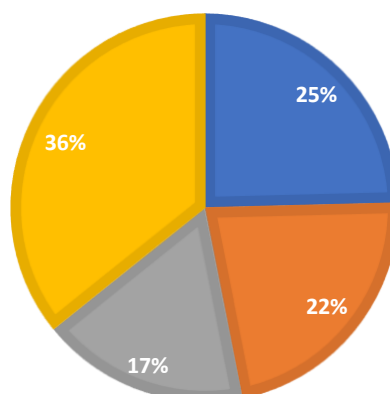
■ Heineken Italia SpA ■ Birra Peroni Srl ■ Birra Castello SpA ■ Andre



Kilde: (Passport, 2018)

LETLAND

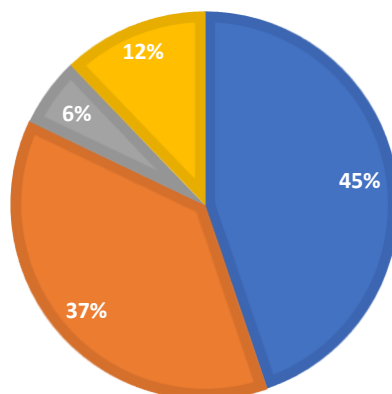
■ Cesu Alus AS ■ Aldaris AS ■ Cido Grupa SIA ■ Andre



Kilde: (Passport, 2018)

ESTLAND

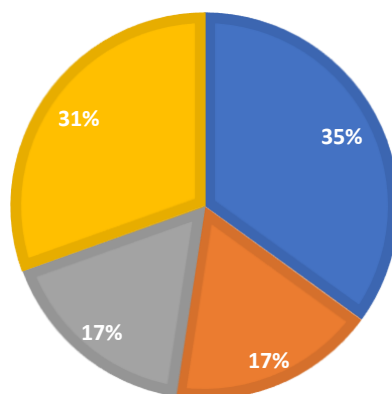
■ A Le Coq AS ■ Saku Õlletehase AS ■ Viru Õlu AS, Eesti ■ Andre



Kilde: (Passport, 2018)

LITAUEN

■ Svyturys Utenos Alus UAB ■ Kalnapilio-Tauro Grupe U... ■ Volfas Engelman AB ■ Andre



Kilde: (Passport, 2018)

Bilag 6 – Omkostningseffektivitet i forhold til Carlsberg

Selskab	COGS/revenue	S&D/revenue	Administration/revenue
Royal Unibrew	48,3%	30,6%	4,3%
Carlsberg	49,1%	29,3%	7,9%
Difference	0,8%	-1,4%	3,6%

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 7 – Omkostningseffektivitet i forhold til Olvi Oyj

Selskab	COGS/revenue	S&D/revenue	Administration/revenue
Royal Unibrew	48,3%	30,6%	4,3%
Olvi Oyj	47,7%	-	13,2%
Difference	-0,6%	-	8,9%

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 8 – Royal Unibrew A/S' officielle resultatopgørelse

t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsætning	6.384.386,00	6.340.376,00	6.032.115,00	6.055.898,00	4.480.998,00
Produktionsomkostninger	3.084.314,00	3.053.150,00	2.857.459,00	2.906.089,00	2.195.788,00
Bruttoresultat	3.300.072,00	3.287.226,00	3.174.656,00	3.149.809,00	2.285.210,00
Salgs- og distributionsomkostninger	1.956.367,00	1.981.803,00	1.922.282,00	1.987.350,00	1.448.530,00
Administrationsomkostninger	275.104,00	304.734,00	335.418,00	336.241,00	264.090,00
Andre driftsindtægter					2.642,00
Andre driftsomkostninger					15.161,00
Resultat før finansielle poster	1.068.601,00	1.000.689,00	916.956,00	826.218,00	560.071,00
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	18.418,00	27.802,00	31.061,00	34.808,00	33.552,00
Finansielle indtægter	3.048,00	4.055,00	8.759,00	8.174,00	4.345,00
Finansielle omkostninger	34.447,00	34.962,00	54.470,00	68.596,00	49.685,00
Resultat før skat	1.055.620,00	997.584,00	902.306,00	800.604,00	548.283,00
Skat af årets resultat	224.961,00	213.833,00	190.879,00	176.439,00	68.707,00
Årets resultat	830.659,00	783.751,00	711.427,00	624.165,00	479.576,00

Kilde: Årsrapport for Royal Unibrew A/S år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 9 – Royal Unibrew A/S' officielle balanceopgørelse

Aktiver pr. 31 december						
t.DKK						
Langfristede aktiver	2017	2016	2015	2014	2013	
<i>Immaterielle aktiver</i>						
Goodwill	1.451.150	1.449.465	1.455.776	1.451.828	1.430.378	
Varemærker	1.232.067	1.230.330	1.233.475	1.233.341	1.236.102	
Distributionsrettigheder	170.092	182.083	195.030	206.768	214.592	
Kunderrelationer	8.757	22.243	35.881	49.310	62.970	
Immaterielle aktiver	2.862.066	2.884.121	2.920.162	2.941.247	2.944.042	
<i>Materielle aktiver</i>						
Projektudviklingsejendomme			197.506	238.439	290.539	
Grunde og bygninger	1.064.927	1.106.407	1.158.911	1.216.077	1.261.505	
Produktionsanlæg og maskiner	747.296	719.358	803.267	830.672	880.267	
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	236.533	222.341	214.880	239.003	238.466	
Mat. anlæg under opførelse	72.795	94.068	63.660	45.558	38.164	
Materielle aktiver	2.121.551	2.142.174	2.438.224	2.569.749	2.708.941	
Kapitalandele i associerede virksomheder	127.911	143.978	135.371	136.249	132.523	
<i>Øvrige finansielle aktiver</i>						
Andre kapitalandele	7.738	7.734	7.704	14.449	15.731	
Andre tilgodehavender	1.880	2.340	4.021	2.319	8.354	
Øvrige finansielle aktiver	9.618	10.074	11.725	16.768	24.085	
Langfristede aktiver	5.121.146	5.180.347	5.505.482	5.664.013	5.809.591	
<i>Kortfristede aktiver</i>						
Varebeholdning:						
Råvarer og hjælpematerialer	134.563	120.456	121.048	109.120	106.709	
Varer under fremstilling	21.808	24.057	26.830	21.880	24.016	
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer	178.967	191.431	168.830	181.041	199.734	
Varebeholdninger	335.338	335.944	316.708	312.041	330.459	
Tilgodehavender						
Tilgodehavender fra salg	558.409	512.369	516.953	473.569	449.228	
Andre tilgodehavender	29.032	21.747	53.485	62.751	56.496	
Periodeafgrænsningsposter				20.011	23.022	
Tilgodehavender	587.441	534.116	570.438	556.331	528.746	
Forudbetalte omkostninger	33.693	18.677	21.714			
Selskabsskat	16.164				11.754	
Likvide beholdninger	684.626	6.917	333.185	491.453	243.962	
Kortfristede aktiver	1.657.262	895.654	1.242.045	1.359.825	1.114.921	
Aktiver i alt	6.778.408	6.076.001	6.747.527	7.023.838	6.924.512	

			Passiver pr. 31 december						
t.DKK									
Egenkapital		2017	2016	2015	2014	2013			
Aktiekapital		105.400	108.200	110.985	110.985	110.985			
Andre reserver:		770.138	790.808	902.938	917.142				
Overkurs fra emission									855.839
Opskrivningshenlæggelser									136.505
Reserve for valutareguleringer									-18.970
Reserve for sikringstransaktioner									-46.039
Andre reserver									927.335
Overført resultat		1.469.583	1.571.454	1.521.336	1.412.875	1.094.657			
Foreslået udbytte		469.030	440.915	399.546	377.349	0			
Egenkapital		2.814.151	2.911.377	2.934.805	2.818.351	2.132.977			
Langfristede forpligtelser:									
Udskudt skat		378.231	362.117	375.396	431.774	457.571			
Realkreditinstitutter		858.328	859.220	1.000.325	1.012.807	747.742			
Kreditinstitutter		381.179		461.675	859.108	1.097.291			
Anden gæld		12.960	13.556	14.164	24.713	17.318			
Langfristede forpligtelser		1.630.698	1.234.893	1.851.560	2.328.402	2.319.922			
Kortfristede forpligtelser:									
Realkreditinstitutter		3.720	4.761	14.203	164.480	14.159			
Kreditinstitutter		416.369	133.975	40.934	7.649	763.978			
Indløsningsforpligtelse, returemballage						103.938			
Leverandørgæld		1.025.688	858.149	913.762	810.529	807.486			
Hensættelser		20.846	16.876						
Selskabsskat			21.196	7.044	22.156				
Anden gæld		866.936	894.774	985.219	872.271	782.052			
Kortfristede forpligtelser		2.333.559	1.929.731	1.961.162	1.877.085	2.471.613			
Forpligtelser		3.964.257	3.164.624	3.812.722	4.205.487	4.791.535			
Passiver i alt		6.778.408	6.076.001	6.747.527	7.023.838	6.924.512			

Kilde: Årsrapport for Royal Unibrew A/S år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 10 – Carlsberg A/S' officielle resultatopgørelse

DKK Million	2017	2016	2015	2014	2013
Omsætning	86.942,00	86.957,00	91.012,00	91.569,00	93.732,00
Afgifter på øl og læskedrikker	-25.134,00	-24.343,00	-25.658,00	-27.063,00	-27.180,00
Nettoomsætning	61.808,00	62.614,00	65.354,00	64.506,00	66.552,00
Produktionsomkostninger	-30.325,00	-31.195,00	-33.429,00	-32.725,00	-33.622,00
Bruttoresultat	31.483,00	31.419,00	31.925,00	31.781,00	32.930,00
Salgs- og distributionsomkostninger	-18.105,00	-18.476,00	-19.158,00	-18.695,00	-18.717,00
Administrationsomkostninger	-4.877,00	-5.220,00	-4.909,00	-4.633,00	-4.502,00
Andre driftsaktiviteter, netto	113,00	198,00	235,00	369,00	17,00
Resultat efter skat af associerede virksomheder og joint ventures	262,00	324,00	364,00	408,00	116,00
Resultat af primær drift før særlige poster	8.876,00	8.245,00	8.457,00	9.230,00	9.844,00
Særlige poster, netto	-4.565,00	251,00	-8.659,00	-1.353,00	-466,00
Finansielle indtægter	803,00	919,00	490,00	806,00	721,00
Finansielle omkostninger	-1.591,00	-2.166,00	-2.021,00	-1.997,00	-2.254,00
Resultat før skat	3.523,00	7.249,00	-1.733,00	6.686,00	7.845,00
Selskabsskat	-1.458,00	-2.392,00	-849,00	-1.748,00	-1.894,00
Årets resultat	2.065,00	4.857,00	-2.582,00	4.938,00	5.951,00

Kilde: Årsrapport for Carlsberg A/S år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 11 – Carlsberg A/S’ officielle balanceopgørelse

Assets pr. 31st of December							
DKK million		note	2017	2016	2015	2014	2013
Non-current assets							
Intangible assets:		2.3, 2.4					
Goodwill			50.497	52.864	50.270	52.863	57.032
Brands			15.690	21.646	19.702	26.108	32.763
Other intangible assets			1.606	2.226	2.948	3.438	2.100
Intangible assets			67.793	76.736	72.920	82.409	91.895
Property, plant and equipment:		2.3, 2.4					
Land and buildings			9.274	9.722	10.030	10.682	13.344
Plant and machinery			10.928	11.363	11.695	13.607	15.414
Fixtures and fittings, other plant and equipment			4.123	4.725	4.953	4.884	4.724
Property, plant and equipment			24.325	25.810	26.678	29.173	33.482
Investments in associates and joint ven	5.5		4.266	4.701	4.676	4.277	2.359
Receivables		1.6	952	1.071	1.854	2.130	2.093
Deferred tax assets		6.2	1.663	1.610	1.697	1.430	1.175
Total non-current assets			98.999	109.928	107.825	119.419	131.004
Current assets							
Inventories:		1.3.1					
Raw materials and consumables			1.625	1.716	1.743	1.878	2.319
Work in progress			269	282	299	459	319
Finished goods			1.940	1.965	1.775	1.956	2.124
Inventories			3.834	3.963	3.817	4.293	4.762
Receivables:							
Trade receivables		1.6	4.611	5.485	5.729	6.851	7.888
Other receivables		1.6	2.138	2.488	2.532	2.609	2.001
Receivables			6.749	7.973	8.261	9.460	9.889
Prepayments			1.026	1.137	1.074	949	1.566
Tax receivables			181	278	324	196	203
Cash and cash equivalents:		4.4.2	3.462	3.502	3.131	2.418	3.714
Cash and cash equivalents			3.462	3.502	3.131	2.418	3.714
Bank overdrafts			-342	-1.154	-111	-240	
Cash and cash equivalents, net			3.120	2.348	3.020	2.178	3.714
Total current assets			15.252	16.853	16.607	17.316	20.134
Assets held for sale			0	125	469	723	0
Total assets			114.251	126.906	124.901	137.458	151.138

Equity and liabilities pr. 31st of December								
DKK million								
<i>Equity</i>			2017	2016	2015	2014	2013	
Share capital	4.3.2		3.051	3.051	3.051	3.051	3.051	
Reserves			-33.485	-29.501	-35.447	-31.006	-13.755	
Retained earnings			77.364	77.261	75.885	80.392	78.515	
Equity, shareholders in Carlsberg A/S			46.930	50.811	43.489	52.437	67.811	
Non-controlling interests			2.595	2.839	3.742	3.560	3.688	
Total equity			49.525	53.650	47.231	55.997	71.499	
<i>Non-current liabilities</i>								
Borrowings:	4.2, 4.4							
Issued bonds			22.215	18.489	25.988	28.893	21.413	
Mortgages			0	420	1.248	1.457	1.457	
Bank borrowings			21	1.114	4.202	8.290	7.495	
Other borrowings			1.104	1.114	41	50	321	
Borrowings			23.340	21.137	31.479	38.690	30.686	
Retirement benefit obligations and sim	7.4		3.351	4.878	5.235	4.626	3.093	
Deferred tax liabilities	6.2		5.601	6.250	5.924	7.147	8.837	
Provisions	3.2		3.611	3.642	3.374	3.010	1.278	
Other liabilities			3.757	3.199	1.899	1.442	1.354	
Total non-current liabilities			39.660	39.106	47.911	54.915	45.248	
<i>Current liabilities</i>								
Borrowings	4.2, 4.4						9.525	
Issued bonds			0	7.424	3.103	0	7.455	
Curren portion of other non-current borrowings			36	193	225	369	185	
Bank borrowings			773	1.443	1.212	1.442	1.835	
Other borrowings			40	7	9	24	50	
Borrowings			849	9.067	4.549	1.835	9.525	
Trade payables			13.474	13.497	12.260	12.048	12.927	
Deposits on returnable packaging	1.3.2		1.576	1.681	1.819	2.034	1.630	
Provisions	3.2		591	722	648	510	530	
Corporation tax			931	935	601	796	531	
Other liabilities etc.			7.645	8.233	9.794	9.323	9.248	
Total current liabilities			25.066	34.135	29.671	26.546	34.391	
Liabilities associated with assets held f	5.6		0	15	88	0	0	
Total liabilities			64.726	73.256	77.670	81.461	79.639	
Total equity and liabilities			114.251	126.906	124.901	137.458	151.138	

Kilde: Årsrapport for Carlsberg A/S år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 12 – Heinekens officielle resultatopgørelse

In millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsætning	21.888,00	20.792,00	20.511,00	19.257,00	19.203,00
Anden indkomst	141,00	46,00	411,00	93,00	226,00
Råmaterialer, hjælpematerialer & services	-13.540,00	-13.003,00	-12.931,00	-12.053,00	12.186,00
Personaleomkostninger	-3.550,00	-3.263,00	-3.322,00	-3.080,00	-3.108,00
Amortisering, afskrivninger og Impairments	-1.587,00	-1.817,00	-1.594,00	-1.437,00	-1.581,00
Samlet omkostninger	-18.677,00	-18.083,00	-17.847,00	-16.570,00	7.497,00
Resultat af primær drift før særlige poster	3.352,00	2.755,00	3.075,00	2.780,00	26.926,00
Renteindtægter	72,00	60,00	60,00	48,00	47,00
Renteudgifter	-468,00	-419,00	-412,00	-457,00	-579,00
Andre finansielle indtægter/udgifter	-123,00	-134,00	-57,00	-79,00	-61,00
Netto finansielle udgifter	-519,00	-493,00	-409,00	-488,00	-593,00
Andel af joint ventures og associerede virksomheder	75,00	150,00	172,00	148,00	146,00
Resultat før skat	2.908,00	2.412,00	2.838,00	2.440,00	26.479,00
Selskabsskat	-755,00	-673,00	-697,00	-732,00	-520,00
Årets resultat	2.153,00	1.739,00	2.141,00	1.708,00	25.959,00

Kilde: Årsrapport for Heineken år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 13 – Heinekens officielle balanceopgørelse

Assets pr. 31st of December							
In millions of EUR		note					
Non-current assets			2017	2016	2015	2014	2013
Intangible assets:		15					
Goodwill			11.205	11.029	11.324	10.396	10.016
Brands			3.951	3.735	4.006	3.610	3.492
Customer-related intangibles			1.375	1.535	1.719	1.524	1.599
Contract-based intangibles			825	858	899	630	609
Software, research and development and other			314	267	235	181	218
Intangible assets			17.670	17.424	18.183	16.341	15.934
Property, plant and equipment:		14					
Land and buildings			4.822	3.265	3.392	3.083	3.145
Plant and equipment			3.687	3.661	3.658	3.206	3.078
Other fixed assets			1.706	1.640	1.714	1.636	1.526
Under construction			902	666	788	793	705
Property, plant and equipment			11.117	9.232	9.552	8.718	8.454
Investments in associates and joint ven		16	1.841	2.166	1.985	2.033	1.883
Other investments and receivables		17	1.113	1.077	856	737	762
Advances to customers			277	274	266	254	301
Deferred tax assets		18	768	1.011	958	661	508
Total non-current assets			32.786	31.184	31.800	28.744	27.842
Current assets							
Inventories:		19					
Raw materials and consumables			316	247	247	297	271
Work in progress			234	225	223	181	176
Finished goods			412	479	479	398	388
Goods for resale			311	168	197	240	218
Non-returnable packaging			204	187	195	166	171
Other inventories and spare parts			337	312	361	352	288
Inventories			1.814	1.618	1.702	1.634	1.512
Receivables:		20					2.427
Trade receivables			2.582	2.283	2.169	2.017	1.804
Other receivables			672	701	625	580	556
Trade receivables from associates and joint ventures			23	20	27	24	22
Deriatives			219	48	52	122	45
Trade and other receivables			3.496	3.052	2.873	2.743	2.427
Other investments		17			16	13	11
Prepayments			399	328	343	317	218
Tax receivables			64	47	33	23	0
Cash and cash equivalent		21	2.442	3.035	824	668	1.290
Total current assets			8.215	8.080	5.791	5.398	5.458
Assets held for sale		7	33	57	123	688	37
Total assets			41.034	39.321	37.714	34.830	33.337

Equity and liabilities pr. 31st of December							
In millions of EUR			2017	2016	2015	2014	2013
Equity:							
Share capital		22	922	922	922	922	922
Share premium		22	2.701	2.701	2.701	2.701	2.701
Reserves			-2.129	-1.173	-655	-427	-858
Retained earnings			11.827	10.788	10.567	9.213	8.637
Equity, shareholders of the Company			13.321	13.238	13.535	12.409	11.402
Non-controlling interests		22	1.200	1.335	1.535	1.043	954
Total equity			14.521	14.573	15.070	13.452	12.356
Non-current liabilities							
Liabilities:							
Loans and borrowings		25	12.301	10.954	10.658	9.499	9.853
Tax liabilities			0	3	3	3	112
Employee benefits	26 (2017/16), 28 (2015/14)		1.289	1.420	1.289	1.443	1.202
Provisions	28 (2017/16), 30 (2015/14)		970	302	320	398	367
Deferred tax liabilities		18	1.495	1.672	1.858	1.503	1.444
Total non-current liabilities			16.055	14.351	14.128	12.846	12.978
Current liabilities							
Bank overdrafts and commercial papers		21	1.265	1.669	542	595	178
Loans and borrowings		25	1.947	1.981	1.397	1.671	2.195
Trade and other payables	29 (2017/2016), 31 (2015/14)		6.756	6.224	6.013	5.533	5.131
Tax liabilities			310	352	379	390	317
Provisions	28 (2017/16)		178	154	154	165	171
Liabilities classified as held for sale		7	2	17	31	178	11
Total current liabilities			10.458	10.397	8.516	8.532	8.003
Total equity and liabilities			41.034	39.321	37.714	34.830	33.337

Kilde: Årsrapport for Heineken år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 14 – Anadolu Efes’ officielle resultatopgørelse

thousands of Turkish Lira	2017	2016	2015	2014	2013
Omsætning	12.946.918	10.420.257	10.205.146	10.079.137	9.195.773
Produktionsomkostninger	-7.906.500	-6.329.642	-6.018.448	-5.662.038	-5.200.108
Nettoomsætning	5.040.418	4.090.615	4.186.698	4.417.099	3.995.665
Administrationsomkostninger	-955.534	-841.227	-849.031	-891.023	-797.048
Salgs- og distributionsomkostninger	-2.915.856	-2.393.763	-2.344.357	-2.610.369	-2.461.797
Anden indkomst fra driftsaktiviteter	314.237	288.258	160.724	142.170	79.155
Andre omkostninger fra driftsaktiviteter	-231.316	-203.943	-225.157	-141.701	-72.121
Bruttoresultat	1.251.949	939.940	928.877	916.176	743.854
Indtægt fra investering	46.063	29.510	6.241	38.678	2.801.995
Omkostning fra investering	-110.016	-90.804	-9.564	-587.672	-84.161
Gevinst/Tab fra associerede virksomheder	-30.362	-23.530	-15.690	-1.723	-9.821
Resultat før finansielle poster	1.157.634	855.116	909.864	365.459	3.451.867
Finansielle indtægter	1.105.188	832.526	784.095	810.889	406.981
Finansielle udgifter	-1.779.421	-1.634.678	-1.792.913	-1.439.428	-956.405
Resultat før skat	483.401	52.964	-98.954	-263.080	2.902.443
Selskabsskat	-177.512	-93.019	-38.200	-68.474	-49.453
Skatteudgift for perioden	-157.578	-84.927	-111.579	-124.729	-104.161
Udskudt skat	-19.934	-8.092	73.379	56.255	54.708
Årets resultat	305.889	-40.055	-137.154	-331.554	2.852.990

Kilde: Årsrapport for Anadolu Efes år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 15 – Anadolu Efes’ officielle balanceopgørelse

Assets pr. 31st of December								
In thousands of Tyrkish Lira	Noter							
Non-current assets			2017	2016	2015	2014	2013	
Intangible assets:								
Goodwill	16 (2017), 18 (2016+2015+2014+2013)		1.840.808	1.675.218	1.334.738	1.232.465	2.453.049	
Other intangible assets	13 (2017), 17 (2016+2015+2014+2013)		10.403.333	9.964.139	8.841.049	8.236.894	8.636.751	
Intangible assets			12.244.141	11.639.357	10.175.787	9.469.359	11.089.800	
Property, plant and equipment	15 (2017), 16 (2016+2015+2014)		7.485.235	7.302.670	6.315.908	5.538.159	5.759.638	
Investments in associates	14		46.309	58.406	66.685	72.517	62.755	
Investment property	15		101.894	93.897	72.298	77.078	117.135	
Trade receivables	11		1.212	1.278	1.038			
Other receivables	4 (2017), 11 (2016+2015+2014+2013)		22.338	14.505	21.007	9.506	5.566	
Financial investments			767	767	767	767	786	
Deferred tax assets	20 (2017), 31 (2016+2015), 32 (2014+2013)		307.406	274.330	228.863	153.272	132.529	
Prepaid expenses	28 (2017), 13 (2016+2015+2014+2013)		235.835	177.667	192.915	252.884	222.670	
Other non-current assets	21 (2016+2015), 22 (2014)		47.787	57.007	26.280	42.845	16.978	
Other non-current assets			8.248.783	7.980.527	6.925.761	6.147.028	6.318.057	
Total non-current assets			20.492.924	19.619.884	17.101.548	15.616.387	17.407.857	
Current assets								
Inventories	12		1.179.231	1.030.992	1.102.915	1.085.532	1.004.016	
Receivables:								
Trade receivables	10		1.530.645	1.319.634	1.139.463	1.064.132	894.528	
Other receivables	11		103.368	99.093	57.557	55.492	47.523	
Trade receivables			1.634.013	1.418.727	1.197.020	1.119.624	942.051	
Deriatives	8 (2017), 9 (2016+2015+2014)		152	1.472	260	3.005	0	
Financial investments	9 (2017), 7 (2016+2015+2014+2013)		88.588	11.036	151	2.971	562.985	
Other current assets	20 (2017), 21 (2016+2015), 22 (2014+2013)		271.572	251.383	264.372	198.671	198.641	
Prepaid expenses	13		499.150	425.477	406.064	436.152	430.509	
Current tax assets	28 (2017), 31 (2016)		115.653	124.324				
Prepaid income tax					80.301	91.945	74.556	
Cash and cash equivalents	6		5.409.622	2.745.264	1.891.459	1.559.518	1.746.369	
Total current assets			9.197.981	6.008.675	4.942.542	4.497.418	4.959.127	
Total assets			29.690.905	25.628.559	22.044.090	20.113.805	22.366.984	

Equity and liabilities pr. 31st of December							
In thousands of Tyrkish Lira			2017	2016	2015	2014	2013
Total equity			15.826.868	14.817.022	12.573.505	11.823.939	13.461.926
Non-current liabilities							
Long-term borrowings	7 (2017), 8 (2016+2015+2014+2013)		5.464.012	5.682.403	4.638.623	3.631.155	3.535.490
Deferred tax liabilities	28 (2017), 31 (2016+2015), 32 (2014+2013)		1.908.091	1.831.472	1.678.997	1.633.503	1.730.612
Deferred tax income		13	1.331	544	1.581	2.611	3.643
Other non current liabilities	20 (2017), 21 (2016+2015)		165.512	166.420	141.152	128.333	185.976
Provision for employee benefit	19 (2017), 20 (2016+2015), 21 (2014+2013)		124.086	116.267	99.102	94.269	88.319
Derivative instruments					98		
Non-current payables:							
Trade payables		10	35.180	26.425	21.305	27.148	2.895
Other payables		11	347.171	301.549	264.564	239.124	210.821
Non-current payables			382.351	327.974	285.869	266.272	213.716
Total non-current liabilities			8.045.383	8.125.080	6.845.422	5.756.143	5.757.756
Current liabilities							
Short-term borrowings	7 (2017), 8 (2016+2015+2014+2013)		89.359	117.754	265.812	521.571	303.369
Derivative instruments		9	0	65	11.279	388	479
Provision for income tax					8.174	5.186	6.753
Provisions for employee benefit	19 (2017), 20 (2016+2015), 21 (2014+2013)		114.532	129.081	91.770	112.165	67.786
Other current provisions			897	560	207	1.544	5.396
Employee Benefit Obligations	19 (2017), 20 (2016+2015), 21 (2014+2013)		66.362	54.076	47.697	44.022	53.612
Other liabilities	21, 22(2014+2013)		24.215	21.043	20.461	9.951	6.414
Current tax liability	28 (2017), 31 (2016)		6.498	1.441			
Current portion of long term bor	7 (2017), 8 (2016+2015+2014+2013)		2.956.119	383.116	478.781	354.072	1.437.073
Deferred income		13	33.169	33.453	31.865	26.414	50.654
Current payables:							
Trade payables		10	1.676.381	1.284.222	1.022.339	886.719	801.317
Other payables		11	851.122	661.646	646.778	571.691	414.449
Current payables			2.527.503	1.945.868	1.669.117	1.458.410	1.215.766
Total current liabilities			5.818.654	2.686.457	2.625.163	2.533.723	3.147.302
Total equity and liabilities			29.690.905	25.628.559	22.044.090	20.113.805	22.366.984

Kilde: Årsrapport for Anadolu Efes år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 16 – Olvi Oyj's officielle resultatopgørelse

In thousands of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsætning	345.185	321.478	310.494	328.239	327.256
Increase/decrease in inventory	1.098	1.249	253	-2.813	-562
Fremstillet til eget brug	88	73	63	65	93
Andre driftsindtægter	2.034	1.582	1.743	1.626	983
Materialer og services	-164.562	-153.653	-145.304	-148.219	-152.805
Administrationsomkostninger	-45.639	-43.047	-41.320	-42.506	-41.734
Af- og nedskrivninger	-20.755	-18.734	-16.348	-14.907	-13.627
Andre driftsomkostninger	-72.702	-68.503	-71.423	-80.485	-76.383
Resultat af primær drift før finansielle poster	44.747	40.445	38.158	41.000	43.221
Finansielle indtægter	477	1.207	281	3.990	3.105
Finansielle omkostninger	-2.819	-1.816	-11.641	-3.985	-4.501
Share of profit in associations	-69	37	21	48	-11
Resultat før skat	42.336	39.873	26.819	41.053	41.814
Selskabsskat	-6.212	-7.079	-4.598	-7.974	-7.628
Årets resultat	36.124	32.794	22.221	33.079	34.186

Kilde: Årsrapport for Olvi Oyj år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 17 – Olvi Oyj's officielle balanceopgørelse

Assets pr. 31st of December								
In thousands of EUR			note	2017	2016	2015	2014	2013
Non-current assets								
Tangible assets:			12					
Land and water properties				1.881	1.883	1.862	1.862	1.862
Buildings				68.087	71.386	69.536	55.684	55.430
Machinery and equipment				92.981	97.373	93.121	85.149	78.776
Other tangible assets				17.261	18.773	6.188	7.340	6.339
Advance payments and unfinished purchases				7.946	6.824	14.531	42.113	23.376
Property, plant and equipment				188.156	196.239	185.238	192.148	165.783
Intangible assets:								
Goodwill			13, 14	15.279	15.978	16.017	18.217	17.805
Other intangible assets			13	5.340	5.295	4.183	4.562	2.701
Intangible assets				20.619	21.273	20.200	22.779	20.506
Shares in associates				1.113	1.183	1.146	1.125	1.077
Financial assets available for sale			15	543	543	543	549	549
Loan receivables and other non-current receivables			16	433	280	310	333	349
Deferred tax receivables			19	379	265	147	163	87
Total non-current assets				211.243	219.783	207.584	217.097	188.351
Current assets								
Inventories:			17					
Materials and supplies				18.422	17.783	28.682	29.741	27.106
Unfinished products				1.766	1.801	1.968	2.034	2.140
Finished products/goods				11.209	10.043	8.925	9.169	9.947
Other inventories				2.939	3.042	2.661	2.578	1.985
Inventories				34.336	32.669	42.236	43.522	41.178
Accounts receivable and other receivables:			18					
Accounts receivable				51.623	49.196	43.246	58.867	51.717
Prepayments and accrued income				8.329	3.522	4.160	4.341	4.358
Other receivables				4.229	2.909	3.826	3.101	1.630
Accounts receivable and other receivables				64.181	55.627	51.232	66.309	57.705
Income tax receivables				235	129	236	1.023	848
Other non-current assets held for sale			2			421	421	124
Liquid assets			20	28.625	20.297	12.786	4.382	7.507
Total current assets				127.377	108.722	106.911	115.657	107.362
Total assets				338.620	328.505	314.495	332.754	295.713

Equity and liabilities pr. 31st of December								
In thousands of EUR			note	2017	2016	2015	2014	2013
Equity:								
Share capital			21	20.759	20.759	20.759	20.759	20.759
Other reserves			21	1.092	1.092	1.092	1.092	1.092
Treasury shares			21	-228	-228	-108	-8	-8
Translation differences				-44.106	-37.022	-36.940	-22.964	-20.321
Retained earnings				238.242	217.234	200.415	191.408	167.420
Equity, shareholders of the Company				215.759	201.835	185.218	190.287	168.942
Share belonging to non-controlling interests				1.228	1.714	1.447	2.252	2.597
Total equity				216.987	203.549	186.665	192.539	171.539
Non-current liabilities								
Financial liabilities:			23					
Loans from financial institutions				2.764	10.477	21.573	27.344	25.638
Other liabilities				1.887	2.455	2.606	2.696	2.845
Financial liabilities				4.651	12.932	24.179	30.040	28.483
Other liabilities				28	17	4	2	0
Deferred tax liabilities			19	6.443	7.749	6.777	5.598	3.761
Total non-current liabilities				11.122	20.698	30.960	35.640	32.244
Current liabilities								
Financial liabilities:			23					
Loans from financial institutions				7.713	10.801	21.879	30.854	23.405
Other liabilities				860	907	804	798	943
Financial liabilities				8.573	11.708	22.683	31.652	24.348
Accounts payable and other liabilities:			24					
Accounts payable				34.715	40.005	36.272	35.702	34.501
Accrued expenses				26.409	15.485	8.053	8.183	9.235
Other liabilities				38.928	36.838	29.828	29.014	22.968
Accounts payable and other liabilities				100.052	92.328	74.153	72.899	66.704
Income tax liability				1.885	222	36	25	878
Total current liabilities				110.510	104.258	96.872	104.576	91.930
Total equity and liabilities				338.619	328.505	314.497	332.755	295.713

Kilde: Årsrapport for Olvi Oyj år 2013, 2014, 2015, 2016 og år 2017

Bilag 18 – Royal Unibrew A/S’ reformulerede resultatopgørelse

t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsætning	6.384.386	6.340.376	6.032.115	6.055.898	4.480.998
Produktionsomkostninger	-2.891.835	-2.855.901	-2.670.841	-2.710.907	-2.091.430
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.844.415	-1.871.515	-1.802.490	-1.865.013	-1.376.687
Administrationsomkostninger	-258.435	-278.403	-301.201	-312.411	-250.707
Bruttoresultat (EBITDA)	1.389.701	1.334.557	1.257.583	1.167.567	762.174
Afskrivninger	-270.990	-268.894	-281.574	-278.493	-121.403
Amortiseringer	-25.675	-25.760	-28.794	-26.226	-9.800
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	1.093.036	1.039.903	947.215	862.848	630.971
Skat på EBIT	-240.468	-228.779	-222.596	-211.398	-157.743
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	852.568	811.124	724.619	651.450	473.228
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	2.642
Skatteeffekt	0	0	0	0	-661
Andre driftsindtægter efter skat	0	0	0	0	1.982
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder	18.418	27.802	31.061	34.808	33.552
Andet driftsoverskud efter skat	18.418	27.802	31.061	34.808	37.515
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	870.986	838.926	755.680	686.258	510.743
Core nettofinansielle omkostninger efter skat	-17.357	-21.679	-38.886	-50.449	-28.002
Usædvanlige finansielle poster efter skat	-8.229	5.101	12.235	3.240	-7.331
Samlede nettofinansielle omkostninger, skat	-25.586	-16.578	-26.651	-47.209	-35.333
Totalindkomst til ordinærer aktionærer	845.400	822.348	729.030	639.049	475.410

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 19 – Royal Unibrew A/S' reformulerede balanceopgørelse

Aktiver pr. 31 december 2017					
t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Langfristede aktiver					
<i>Immaterielle aktiver:</i>					
Goodwill	1.451.150	1.449.465	1.455.776	1.451.828	1.430.378
Varemærker	1.232.067	1.230.330	1.233.475	1.233.341	1.236.102
Distributionsrettigheder	170.092	182.083	195.030	206.768	214.592
Kunderelationer	8.757	22.243	35.881	49.310	62.970
Immaterielle aktiver	2.862.066	2.884.121	2.920.162	2.941.247	2.944.042
<i>Materielle aktiver:</i>					
Projektudviklingsejendomme			197.506	238.439	290.539
Grunde og bygninger	1.064.927	1.106.407	1.158.911	1.216.077	1.261.505
Produktionsanlæg og maskiner	747.296	719.358	803.267	830.672	880.267
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	236.533	222.341	214.880	239.003	238.466
Mat. anlæg under opførelse	72.795	94.068	63.660	45.558	38.164
Materielle aktiver	2.121.551	2.142.174	2.438.224	2.569.749	2.708.941
<i>Andre langfristede aktiver, netto:</i>					
Kapitalandele i associerede virksomheder	127.911	143.978	135.371	136.249	132.523
Andre kapitalandele	7.738	7.734	7.704	14.449	15.731
Andre tilgodehavender	1.880	2.340	4.021	2.319	8.354
Udskudt skat	-378.231	-362.117	-375.396	-431.774	-457.571
Anden gæld	-12.960	-13.556	-14.164	-24.713	-17.318
Andre langfristede aktiver, netto	-253.662	-221.621	-242.464	-303.470	-318.281
	0	0	0	0	0
Anlægs kapital	4.729.955	4.804.674	5.115.922	5.207.526	5.334.702
<i>Kortfristede driftsaktiver:</i>					
Driftslikviditet	63.844	63.404	60.321	60.559	44.810
Varebeholdninger	335.338	335.944	316.708	312.041	330.459
Tilgodehavender fra salg	558.409	512.369	516.953	473.569	449.228
Andre tilgodehavender	29.032	21.747	53.485	62.751	56.496
Forudbetalte omkostninger	33.693	18.677	21.714	20.011	23.022
Selskabsskat	16.164				11.754
Kortfristede driftsaktiver	1.036.480	952.141	969.181	928.931	915.769
<i>Kortfristede driftsforpligtelser:</i>					
Leverandørgæld	1.025.688	858.149	913.762	810.529	807.486
Indløsningsforpligtelse, returemballage					103.938
Anden gæld	866.936	894.774	985.219	872.271	782.052
Selskabsskat		21.196	7.044	22.156	
Hensættelser	20.846	16.876			
Kortfristede driftsforpligtelser	1.913.470	1.790.995	1.906.025	1.704.956	1.693.476
Arbejds kapital	-876.990	-838.854	-936.844	-776.025	-777.707
	0	0	0	0	0
Netto driftsaktiver (NDA)	3.852.965	3.965.820	4.179.078	4.431.501	4.556.995

Passiver pr. 31 december 2017					
t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Ordinær egenkapital	2.814.151	2.911.377	2.934.805	2.818.351	2.132.977
<i>Netto finansielle forpligtelser:</i>					
Overskydende likviditet	-620.782	56.487	-272.864	-430.894	-199.152
Realkreditinstitutter (kort- og langfristet)	862.048	863.981	1.014.528	1.177.287	761.901
Kreditinstitutter (kort- og langfristet)	797.548	133.975	502.609	866.757	1.861.269
Netto finansielle forpligtelser	1.038.814	1.054.443	1.244.273	1.613.150	2.424.018
Samlet finansiering	3.852.965	3.965.820	4.179.078	4.431.501	4.556.995

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 20 – Carlsberg A/S’ reformulerede resultatopgørelse

DKK millioner	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsætning	61.808	62.614	65.354	64.506	66.552
Produktionsomkostninger	-27.062	-27.928	-30.341	-29.835	-30.759
Salgs- og distributionsomkostninger	-16.360	-16.616	-17.653	-17.618	-17.672
Administrationsomkostninger	-4.413	-4.764	-4.109	-4.173	-4.171
Bruttoresultat (EBITDA)	13.973	13.306	13.251	12.880	13.950
Afskrivninger	-3.816	-3.920	-4.037	-3.784	-3.733
Amortiseringer	-765	-822	-637	-319	-250
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	9.392	8.564	8.577	8.777	9.967
Selskabsskattesats	22,5%	21,7%	21,4%	23,8%	21,0%
Skat på EBIT	2.113	1.858	1.835	2.089	2.093
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	7.279	6.706	6.742	6.688	7.874
Core nettofinansielle omkostninger efter skat	-627	-879	-1.086	-1.182	-1.415
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger efter skat	-4.272	5.696	-4.611	-16.791	-7.550
Samlede nettofinansielle omkostninger efter skat	-4.899	4.817	-5.697	-17.973	-8.965
Totalindkomst til ordinærer aktionærer	2.380	11.522	1.045	-11.285	-1.091

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 21 – Carlsberg A/S’ reformulerede balanceopgørelse

Bilag 21 - Carlsberg A/S Reformuleret balanceopgørelse

		Reformuleret balance pr. 31. december					
DKK millioner		note					
Langfristede aktiver			2017	2016	2015	2014	2013
Immaterielle aktiver:		2.3, 2.4					
Goodwill			50.497	52.864	50.270	52.863	57.032
Brands			15.690	21.646	19.702	26.108	32.763
Andre immaterielle aktiver			1.606	2.226	2.948	3.438	2.100
Immaterielle aktiver			67.793	76.736	72.920	82.409	91.895
Materielle aktiver:		2.3, 2.4					
Grunde og bygninger			9.274	9.722	10.030	10.682	13.344
Produktionsudstyr og maskiner			10.928	11.363	11.695	13.607	15.414
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar			4.123	4.725	4.953	4.884	4.724
Materielle aktiver			24.325	25.810	26.678	29.173	33.482
Andre langfristede aktiver, netto:							
Investeringer i associerede virksomheder	5.5		4.266	4.701	4.676	4.277	2.359
Tilgodehavender	1.6		952	1.071	1.854	2.130	2.093
Udsudte skatteaktiver	6.2		1.663	1.610	1.697	1.430	1.175
Udsudte skatteforpligtelser		6.2	-5.601	-6.250	-5.924	-7.147	-8.837
Anden gæld			-3.757	-3.199	-1.899	-1.442	-1.354
Hensatte forpligtelser (langfristede)			-3.611	-3.642	-3.374	-3.010	-1.278
Andre langfristede aktiver, netto			-6.088	-5.709	-2.970	-3.762	-5.842
Anlægskapital			86.030	96.837	96.628	107.820	119.535
Kortfristede driftsaktiver:							
Driftslikviditet			869	870	910	916	937
Vareholdninger			3.834	3.963	3.817	4.293	4.762
Tilgodehavender fra salg	1.6		4.611	5.485	5.729	6.851	7.888
Andre tilgodehavender	1.6		2.138	2.488	2.532	2.609	2.001
Forudbetalte omkostninger			1.026	1.137	1.074	949	1.566
Selskabsskat			181	278	324	196	203
Kortfristede driftsaktiver			12.659	14.221	14.386	15.814	17.357
Kortfristede driftsforpligtelser:							
Leverandørgæld			13.474	13.497	12.260	12.048	12.927
Indløsningsforpligtelse, returemballage		1.3.2	1.576	1.681	1.819	2.034	1.630
Anden gæld			7.645	8.233	9.794	9.323	9.248
Selskabsskat			931	935	601	796	531
Hensættelser	3.2		591	722	648	510	530
Kortfristede driftsforpligtelser			24.217	25.068	25.122	24.711	24.866
Arbejdskapital			-11.558	-10.847	-10.736	-8.897	-7.509
Netto driftsaktiver (NDA)			74.472	85.990	85.892	98.923	112.026

Equity and liabilities pr. 31st of December							
DKK millioner			2017	2016	2015	2014	2013
Ordinær egenkapital			49.525	53.650	47.231	55.997	71.499
Netto finansielle forpligtelser:							
Overskydende likviditet			-2.593	-2.632	-2.221	-1.502	-2.777
Udstedte obligationer (kort- og langfris 4.2, 4.4			22.215	25.913	29.091	28.893	28.868
Realkreditinstitutter (kort- og langfriste 4.2, 4.4			0	420	1.248	1.457	1.457
Banklån (kort- og langfristet) 4.2, 4.4			794	2.557	5.414	9.732	9.330
Andre lån (kort- og langfristet) 4.2, 4.4			1.144	1.121	50	74	371
Current portion of other non-current bo 4.2, 4.4			36	193	225	369	185
Retirement benefit obligations and sim 7.4			3.351	4.878	5.235	4.626	3.093
Assets held for sale			0	-125	-469	-723	0
Liabilities, assets held for sale			0	15	88	0	0
Netto finansielle forpligtelser			24.947	32.340	38.661	42.926	40.527
Samlet finansiering			74.472	85.990	85.892	98.923	112.026

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 22 – Heinekens reformulerede resultatopgørelse

In millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsætning	21.888	20.792	20.511	19.257	19.203
Produktionsomkostninger	-9.105	-8.350	-8.582	-8.169	-8.187
Salg- og distributionsomkostninger	-2.533	-2.468	-2.387	-2.116	-2.042
Administrationsomkostninger	-3.550	-3.263	-3.322	-3.080	-3.108
Bruttoresultat (EBITDA)	6.700	6.711	6.220	5.892	5.866
Afskrivninger	-1.172	-1.163	-1.151	-1.080	-1.073
Amortiseringer	-380	-368	-368	-331	-376
Driftsoverskud fra salg (EBIT)	5.148	5.180	4.701	4.481	4.417
Selskabsskattesats	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Selskabsskat	-1.287	-1.295	-1.175	-1.120	-1.104
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	3.861	3.885	3.526	3.361	3.313
Andre driftsindtægter	141	46	411	93	226
Skatteeffekt	-35	-12	-103	-23	-57
Andre driftsindtægter efter skat	106	35	308	70	170
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	3.967	3.920	3.834	3.431	3.482
Core nettofinansielle omkostninger efter skat	-396	-359	-352	-409	-532
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger efter skat	-1.301	-777	142	527	-1.392
Samlede nettofinansielle omkostninger efter skat	-1.697	-1.136	-211	118	-1.924
Totalindkomst til ordinærer aktionærer	2.270	2.784	3.624	3.548	1.559

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 23 – Heinekens reformulerede balanceopgørelse

Assets pr. 31st of December							
In millions of EUR		note					
Langfristede aktiver			2017	2016	2015	2014	2013
<i>Immaterielle aktiver:</i>		15					
Goodwill			11.205	11.029	11.324	10.396	10.016
Brands			3.951	3.735	4.006	3.610	3.492
Kunde-relaterede aktiver			1.375	1.535	1.719	1.524	1.599
Kontrakt-baserede aktiver intangibles			825	858	899	630	609
Software, research and development and other			314	267	235	181	218
Immaterielle aktiver			17.670	17.424	18.183	16.341	15.934
<i>Materielle aktiver:</i>		14					
Grunde og bygninger			4.822	3.265	3.392	3.083	3.145
Produktionsudstyr og maskiner			3.687	3.661	3.658	3.206	3.078
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar			1.706	1.640	1.714	1.636	1.526
Under opførelse			902	666	788	793	705
Materielle aktiver			11.117	9.232	9.552	8.718	8.454
Andre langfristede aktiver, netto:							
Investeringer i associerede virksomheder	16		1.841	2.166	1.985	2.033	1.883
Andre investeringer og tilgodehavender	17		1.113	1.077	856	737	762
Andre investeringer	17				16	13	11
Advances to customers			277	274	266	254	301
Udskudte skatteaktiver	18		768	1.011	958	661	508
Udskudte skatteforpligtelser	18		-1.495	-1.672	-1.858	-1.503	-1.444
Selskabsskat			0	-3	-3	-3	-112
Hensatte forpligtelser (lar 28 (2017/16), 30 (2015/14))			-970	-302	-320	-398	-367
Andre langfristede aktiver, netto			1.534	2.551	1.900	1.794	1.542
Anlægskapital			30.321	29.207	29.635	26.853	25.930
<i>Kortfristede driftsaktiver:</i>							
Driftslikviditet			219	208	205	193	192
Varebeholdninger	19		1.814	1.618	1.702	1.634	1.512
Tilgodehavender	20		2.582	2.283	2.169	2.017	1.804
Andre tilgodehavender	20		672	701	625	580	556
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	20		23	20	27	24	22
Forudbetalte omkostninger			399	328	343	317	218
Selskabsskat			64	47	33	23	0
Kortfristede driftsaktiver			5.773	5.205	5.104	4.788	4.304
<i>Kortfristede driftsforpligtelser:</i>							
Leverandørgæld	29 (2017/2016), 31 (2015/14)		6.756	6.224	6.013	5.533	5.131
Selskabsskat			310	352	379	390	317
Hensættelser	28 (2017/16)		178	154	154	165	171
Kortfristede driftsforpligtelser			7.244	6.730	6.546	6.088	5.619
Arbejdskapital			-1.471	-1.525	-1.442	-1.300	-1.315
Nettodriftsaktiver (NDA)			28.850	27.682	28.193	25.553	24.615

Equity and liabilities pr. 31st of December								
In millions of EUR								
Ordinær egenkapital			14.521	14.573	15.070	13.452	12.356	
<i>Netto finansielle forpligtelser:</i>								
Overskydende likviditet			-2.223	-2.827	-619	-475	-1.098	
Banklån (kort- og langfristet)			14.248	12.935	12.055	11.170	12.048	
Bankkredit			1.265	1.669	542	595	178	
Medarbejder fordele			1.289	1.420	1.289	1.443	1.202	
Derivater - tilgode			-219	-48	-52	-122	-45	
Assets held for sale		7	-33	-57	-123	-688	-37	
Liabilities, assets held for sale		7	2	17	31	178	11	
Netto finansielle forpligtelser			14.329	13.109	13.123	12.101	12.259	
Samlet finansiering			28.850	27.682	28.193	25.553	24.615	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 24 – Anadolu Efes’ reformulerede resultatopgørelse

Thousands of Turkish Lira	2017	2016	2015	2014	2013
Nettomsætning	12.946.918	10.420.257	10.205.146	10.079.137	9.195.773
Produktionsomkostninger	-7.383.566	-5.898.860	-5.622.400	-5.335.937	-4.845.976
Salg- og distributionsomkostninger	-2.553.973	-2.073.285	-2.058.751	-2.272.511	-2.134.397
Administrationsomkostninger	-887.577	-784.813	-792.677	-826.928	-747.281
Andre driftsomkostninger	-215.267	-184.838	-208.381	-137.365	-71.023
Bruttoresultat (EBITDA)	1.906.535	1.478.461	1.522.937	1.506.396	1.397.096
Afskrivninger	-823.642	-1.243.989	-547.070	-74.445	-734.617
Amortiseringer	-36.844	-36.109	-17.590	-5.886	-20.684
Driftsoverskud fra salg (EBIT)	1.046.049	198.363	958.277	1.426.065	641.795
Selskabsskattesats	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Selskabsskat	-209.210	-39.673	-191.655	-285.213	-128.359
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	836.839	158.690	766.622	1.140.852	513.436
Andre driftsindtægter	314.237	288.258	160.724	142.170	79.155
Skatteeffekt	-62.847	-57.652	-32.145	-28.434	-15.831
Andre driftsindtægter efter skat	251.390	230.606	128.579	113.736	63.324
Samlet driftsoverskud efter skat	1.088.229	389.297	895.201	1.254.588	576.760
Core nettofinansielle omkostninger efter skat	-124.747	-130.468	-138.498	-108.200	-79.974
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger efter skat	447.397	1.902.769	427.684	-1.672.201	781.698
Samlede nettofinansielle omkostninger efter skat	322.650	1.772.301	289.186	-1.780.401	701.724

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 25 – Anadolu Efes’ reformulerede balanceopgørelse

Assets pr. 31st of December						
In thousands of Tyrkish Lir	Noter					
Non-current assets		2017	2016	2015	2014	2013
<i>Immaterielle aktiver:</i>						
Goodwill	16 (2017), 18 (2016+2015)	1.840.808	1.675.218	1.334.738	1.232.465	2.453.049
Andre immaterielle aktiver	13 (2017), 17 (2016+2015)	10.403.333	9.964.139	8.841.049	8.236.894	8.636.751
Immaterielle aktiver		12.244.141	11.639.357	10.175.787	9.469.359	11.089.800
<i>Materielle aktiver:</i>						
Property, plant and equipment		7.485.235	7.302.670	6.315.908	5.538.159	5.759.638
Andre materielle aktiver		47.787	57.007	26.280	42.845	16.978
Materielle aktiver		7.533.022	7.359.677	6.342.188	5.581.004	5.776.616
<i>Andre langfristede aktiver, netto:</i>						
Investeringer i associerede virksomheder		46.309	58.406	66.685	72.517	62.755
Investering i ejendomme		101.894	93.897	72.298	77.078	117.135
Investeringer		767	767	767	767	786
Tilgodehavender		1.212	1.278	1.038	0	0
Andre tilgodehavender		22.338	14.505	21.007	9.506	5.566
Forudbetalte omkostninger		235.835	177.667	192.915	252.884	222.670
Udskudte skatteaktiver		307.406	274.330	228.863	153.272	132.529
Udskudte skatteforpligtelser		-1.908.091	-1.831.472	-1.678.997	-1.633.503	-1.730.612
Leverandørgæld		-35.180	-26.425	-21.305	-27.148	-2.895
Anden gæld		-347.171	-301.549	-264.564	-239.124	-210.821
Andre langfristede aktiver, netto		-1.574.681	-1.538.596	-1.381.293	-1.333.751	-1.402.887
Anlægskapital		18.202.482	17.460.438	15.136.682	13.716.612	15.463.529
<i>Kortfristede driftsaktiver:</i>						
Driftslikviditet		129.469	104.203	102.051	100.791	91.958
Varebeholdninger		1.179.231	1.030.992	1.102.915	1.085.532	1.004.016
Tilgodehavender fra salg		1.530.645	1.319.634	1.139.463	1.064.132	894.528
Andre tilgodehavender		103.368	99.093	57.557	55.492	47.523
Forudbetalt selskabsskat		115.653	124.324	80.301	91.945	74.556
Forudbetalte omkostninger		499.150	425.477	406.064	436.152	430.509
Andre kortfristede driftsaktiver		271.572	251.383	264.372	198.671	198.641
Kortfristede driftsaktiver		3.829.088	3.355.106	3.152.723	3.032.715	2.741.731
<i>Kortfristede driftsforpligtelser:</i>						
Leverandørgæld		1.676.381	1.284.222	1.022.339	886.719	801.317
Anden gæld		851.122	661.646	646.778	571.691	414.449
Selskabsskat		6.498	1.441	8.174	5.186	6.753
Andre driftsforpligtelser		24.215	21.043	20.461	9.951	6.414
Udskudte skatteindkomst (lang)		1.331	544	1.581	2.611	3.643
Deferred income (kort)		33.169	33.453	31.865	26.414	50.654
Hensættelser		897	560	207	1.544	5.396
Kortfristede driftsforpligtelser		2.593.613	2.002.909	1.731.405	1.504.116	1.288.626
Arbejdskapital		1.235.475	1.352.197	1.421.318	1.528.599	1.453.105
Nettodriftsaktiver (NDA)		19.437.957	18.812.635	16.558.000	15.245.211	16.916.634

Equity and liabilities pr. 31st of December						
In thousands of Tyrkish Lira		2017	2016	2015	2014	2013
Ordinær egenkapital		15.826.868	14.817.022	12.573.505	11.823.939	13.461.926
<i>Netto finansielle omkostninger:</i>						
Overskydende likviditet		-5.280.153	-2.641.061	-1.789.408	-1.458.727	-1.654.411
Langfristede lån		5.464.012	5.682.403	4.638.623	3.631.155	3.535.490
Kortfristede lån		89.359	117.754	265.812	521.571	303.369
Current portion of long term borrowings		2.956.119	383.116	478.781	354.072	1.437.073
Other non current liabilities		165.512	166.420	141.152	128.333	185.976
Derivative instruments (langfristede)				98		
Derivative instruments (kortsigtede)		0	65	11.279	388	479
Derivative instruments (aktiver)		-152	-1.472	-260	-3.005	0
Provisions for employee benefit (langfristede)		124.086	116.267	99.102	94.269	88.319
Provisions for employee benefits (kortfristede)		114.532	129.081	91.770	112.165	67.786
Employee Benefit Obligations		66.362	54.076	47.697	44.022	53.612
Financial investments (værdipapirer)		-88.588	-11.036	-151	-2.971	-562.985
Netto finansielle omkostninger		3.611.089	3.995.613	3.984.495	3.421.272	3.454.708
Total equity and liabilities		19.437.957	18.812.635	16.558.000	15.245.211	16.916.634

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 26 – Olvi Oyj's reformulerede resultatopgørelse

In thousands of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsætning	345.185	321.478	310.494	328.239	327.256
Produktionsomkostninger	-144.855	-135.883	-129.818	-134.106	-139.178
Administrationsomkostninger	-45.639	-43.047	-41.320	-42.506	-41.734
Andre driftsomkostninger	-71.654	-67.539	-70.561	-79.691	-75.744
Bruttoresultat (EBITDA)	83.037	75.009	68.795	71.936	70.600
Afskrivninger	-18.498	-17.462	-15.495	-14.139	-12.988
Amortiseringer	-1.048	-964	-862	-794	-639
Driftsoverskud fra salg (EBIT)	63.491	56.583	52.438	57.003	56.973
Selskabsskattesats	20%	20%	20%	20%	20%
Skat på EBIT	-12.698	-11.317	-10.488	-11.401	-11.395
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	50.793	45.266	41.950	45.602	45.578
Andre driftsindtægter	2.034	1.582	1.743	1.626	983
Skatteeffekt	-407	-316	-349	-325	-197
Andre driftsindtægter efter skat	1.627	1.266	1.394	1.301	786
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	52.420	46.532	43.345	46.903	46.365
Core nettofinansielle omkostninger	-206	-273	-820	-921	-869
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger	-8.987	-343	-23.052	-1.948	-3.280
Samlede nettofinansielle omkostninger efter skat	-9.193	-616	-23.872	-2.869	-4.149
Totalindkomst til ordinære aktionærer	43.227	45.916	19.473	44.034	42.216

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 27 – Olvi Oyj's reformulerede balanceopgørelse

Assets pr. 31st of December						
In thousands of EUR	2013	2014	2015	2016	2017	
Non-current assets						
<i>Immaterielle aktiver:</i>						
Goodwill	17.805	18.217	16.017	15.978	15.279	
Andre immaterielle aktiver	2.701	4.562	4.183	5.295	5.340	
Immaterielle aktiver	20.506	22.779	20.200	21.273	20.619	
<i>Materielle aktiver:</i>						
Property, plant and equipment	136.068	142.695	164.519	170.642	162.949	
Andre langfristede aktiver	6.339	7.340	6.188	18.773	17.261	
Andre langfristede aktiver	142.407	150.035	170.707	189.415	180.210	
Andre langfristede aktiver, netto:						
Investeringer i associerede virksomheder	1.077	1.125	1.146	1.183	1.113	
Udsudte skatteaktiver	87	163	147	265	379	
Andre tilgodehavender (Loan receivables and other n	349	333	310	280	433	
Finansielle investeringer	549	549	543	543	543	
Udsudte skatteforpligtelser	-3.761	-5.598	-6.777	-7.749	-6.443	
Anden gæld	-2.845	-2.698	-2.610	-2.472	-1.915	
Advance payments and unfinished purchases	23.376	42.113	14.531	6.824	7.946	
Andre langfristede aktiver, netto	18.832	35.987	7.290	-1.126	2.056	
Anlægs kapital	181.745	208.801	198.197	209.562	202.885	
<i>Kortfristede driftsaktiver:</i>						
Driftslikviditet	3.273	3.208	3.105	3.207	3.452	
Varebeholdninger	41.178	43.522	42.236	32.669	34.336	
Tilgodehavender fra salg	56.075	63.208	47.406	52.718	59.952	
Andre tilgodehavender	1.630	3.101	3.826	2.909	4.229	
Selskabsskat	848	1.023	236	129	235	
Kortfristede driftsaktiver	103.004	114.062	96.809	91.632	102.204	
<i>Kortfristede driftsforpligtelser:</i>						
Leverandørgæld	66.704	72.899	74.153	92.328	100.052	
Selskabsskat	878	25	36	222	1.885	
Anden gæld	943	798	804	907	860	
Kortfristede driftsforpligtelser	68.525	73.722	74.993	93.457	102.797	
Arbejdskapital	34.479	40.340	21.816	-1.825	-593	
Nettodriftsaktiver (NDA)	216.224	249.141	220.013	207.737	202.292	

Equity and liabilities pr. 31st of December								
In thousands of EUR			2013	2014	2015	2016	2017	
Ordinær egenkapital			171.539	192.539	186.665	203.549	216.987	
<i>Netto finansielle forpligtelser:</i>								
Overskydende likviditet			-4.234	-1.174	-9.681	-17.090	-25.173	
Lån (kort- og langfristet)			49.043	58.198	43.452	21.278	10.477	
Other non-current assets held for sale			-124	-421	-421			
Netto finansielle forpligtelser			44.685	56.603	33.350	4.188	-14.696	
Samlet finansiering			216.224	249.142	220.015	207.737	202.291	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 28 – Royal Unibrew A/S' reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer

År, t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	-3.084.314	-3.053.150	-2.857.459	-2.906.089	-2.195.788
Rapporterede afskrivninger	192.479	197.249	186.618	195.182	104.358
Produktionsomkostninger	-2.891.835	-2.855.901	-2.670.841	-2.710.907	-2.091.430
Salg- og distributionsomkostninger	-1.956.367	-1.981.803	-1.922.282	-1.987.350	-1.448.530
Rapporterede afskrivninger	84.044	81.407	87.487	84.712	54.039
Tab på tilgodehavender fra salg (note 5+6)	-2.233	-3.121	-3.511	-11.399	-8.004
Amortiseringer på immaterielle aktiver (note 11)	-25.675	-25.760	-28.794	-26.226	-9.800
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.844.415	-1.871.515	-1.802.490	-1.865.013	-1.376.687
Administrationsomkostninger	-275.104	-304.734	-335.418	-336.241	-264.090
Rapporterede afskrivninger	16.669	26.331	34.217	23.830	13.383
Administrationsomkostninger	-258.435	-278.403	-301.201	-312.411	-250.707

Kilde: Egen tilvirkning

År, t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	192.479	197.249	186.618	195.182	104.358
Salgs- og distributionsomkostninger	84.044	81.407	87.487	84.712	54.039
Administrationsomkostninger	16.669	26.331	34.217	23.830	13.383
Rapporterede afskrivninger i alt	-293.192	-304.987	-308.322	-303.724	-171.780
Note	6	6	6	6	5
Afskrivninger på materielle aktiver	-270.990	-268.894	-281.574	-278.493	-121.403
Note	12	12	12	12	12
Gevinst/Tab	-22.202	-36.093	-26.748	-25.231	-50.377

Kilde: Egen tilvirkning

Amortiseringer - t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Immaterielle langfristede aktiver	-25.675	-25.760	-28.794	-26.226	-9.800
Note	11	11	11	11	11

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 29 – Royal Unibrew A/S' netto finansielle omkostninger

År, t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013		
Note 7							Klassifikation
Finansieringsindtægter							
Likvide beholdninger				62	242	P	P= permanent
Tilgodehavender fra salg	1.148	213	1.452	1.507	318	U	U= Usædvanlig
Øvrige finansielle indtægter	19	1.152	4.833	1.482	2.614	U	UD = Usædvanlig
Kursreguleringer							
Likvide beholdninger og eksterne lån				805		U	
Leverandører	551	348		461	363	U	
Tilgodehavende fra salg			2.295	3.296		U	
Koncerninterne lån	333	1.481		561		U	
Terminsforsætninger	997	861	179		808	U	
Finansielle indtægter i alt	3.048	4.055	8.759	8.174	4.345		
Note 8	2.017	2.016	2.015	2.014	2.013		
Finansieringsudgifter							
Realkreditinstitutter	-13.614	-16.775	-32.321	-33.849	-25.457	P	
Kreditinstitutter	-8.639	-11.019	-18.510	-33.033	-12.121	P	
Factoring	-3.562	-3.535	0	0	0	U	
Øvrige finansielle omkostninger	-2.911	-2.765	0	0	0	U	
Anden gæld	0	0	0	0	-225	U	
Kursreguleringer							
Likvide beholdninger og eksterne lån	-1.888	-719	-3.441	0	-989	U	
Tilgodehavender fra Salg	-3.624	-128	0	0	-1.698	U	
Terminsforsætninger	-209	-21	-170	-1.585	-507	U	
Øvrige finansielle omkostninger	0	0	-28	-129	-8.688	U	
Finansielle omkostninger i alt	-34.447	-34.962	-54.470	-68.596	-49.685		
Nettofinansielle omkostninger	-31.399	-30.907	-45.711	-60.422	-45.340		

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 30 – Royal Unibrew A/S' core nettofinansielle omkostninger

År, t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Note 7					
Core finansielle omkostninger					
Finansieringsudgifter					
Realkreditinstitutter	-13.614	-16.775	-32.321	-33.849	-25.457
Kreditinstitutter	-8.639	-11.019	-18.510	-33.033	-12.121
Core finansielle indtægter					
Finansieringsindtægter					
Likvide beholdninger				62	242
Nettofinansielle omkostninger	-22.253	-27.794	-50.831	-66.820	-37.336
Skatteprocent	22,0%	22,0%	23,5%	24,5%	25,0%
Skattefordele	4.896	6.115	11.945	16.371	9.334
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-17.357	-21.679	-38.886	-50.449	-28.002

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 31 – Royal Unibrew A/S' usædvanlige finansielle poster

År, t.DKK	2017	2016	2015	2014	2013
Usædvanlige finansielle omkostninger					
Factoring	-3.562	-3.535	0	0	0
Øvrige finansielle omkostninger	-2.911	-2.765	0	0	0
Anden gæld	0	0	0	0	-225
Kursreguleringer					
Likvide beholdninger og eksterne lån	-1.888	-719	-3.441	0	-989
Tilgodehavender fra Salg	-3.624	-128	0	0	-1.698
Terminsforsætninger	-209	-21	-170	-1.585	-507
Øvrige finansielle omkostninger	0	0	-28	-129	-8.688
Usædvanlige finansielle omkostninger i alt	-12.194	-7.168	-3.639	-1.714	-12.107
Usædvanlige finansielle indtægter					
Tilgodehavender fra salg	1.148	213	1.452	1.507	318
Øvrige finansielle indtægter	19	1.152	4.833	1.482	2.614
Kursreguleringer					
Likvide beholdninger og eksterne lån				805	
Leverandører	551	348		461	363
Tilgodehavende fra salg			2.295	3.296	
Koncerninterne lån	333	1.481		561	
Terminsforsætninger	997	861	179		808
Usædvanlige finansielle indtægter i alt	3.048	4.055	8.759	8.112	4.103
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger før skat	-9.146	-3.113	5.120	6.398	-8.004
Skatteprocent	22,0%	22,0%	23,5%	24,5%	25,0%
Skattefordele	2.012	685	0	0	2.001
	-7.134	-2.428	5.120	6.398	-6.003
Valutakursregulering af tilknyttede udenlandske virksomheder	-5.232	-9.180	5.374	-14.184	-11.638
Værdiregulering af sikringsinstrumenter efter skat	4.137	16.709	1.741	11.026	10.310
Usædvanlige finansielle poster, efter skat	-8.229	5.101	12.235	3.240	-7.331

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 32 – Carlsberg A/S' reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer

År, DKK millioner	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	-30.325	-31.195	-33.429	-32.725	-33.622
Rapporterede afskrivninger	-3.263	-3.267	-3.088	-2.890	-2.863
Produktionsomkostninger	-27.062	-27.928	-30.341	-29.835	-30.759
Salgs- og distributionsomkostninger	-18.105	-18.476	-19.158	-18.695	-18.717
Rapporterede afskrivninger	-980	-1.038	-868	-758	-795
Salgs- og distributionsomkostninger	-17.125	-17.438	-18.290	-17.937	-17.922
Administrationsomkostninger	-4.877	-5.220	-4.909	-4.633	-4.502
Rapporterede afskrivninger	-464	-456	-800	-460	-331
Administrationsomkostninger	-4.413	-4.764	-4.109	-4.173	-4.171

Kilde: Egen tilvirkning

År, DKK millioner	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	-3.263	-3.267	-3.088	-2.890	-2.863
Salgs- og distributionsomkostninger	-980	-1.038	-868	-758	-795
Administrationsomkostninger	-464	-456	-800	-460	-331
Rapporterede afskrivninger i alt	4.707	4.761	4.756	4.108	3.989
Note	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
År, DKK millioner	2017	2016	2015	2014	2013
Afskrivninger på materielle aktiver	-3.816	-3.920	-4.037	-3.784	-3.733
Note	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
Gevinst/Tab	891	841	719	324	256

Kilde: Egen tilvirkning

Amortiseringer - DKK millioner	2017	2016	2015	2014	2013
Immaterielle aktiver	-765	-822	-637	-319	-250
Note	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 33 – Carlsberg A/S’ netto finansielle omkostninger

År, DKK millioner	2017	2016	2015	2014	2013	Sektion 4.1	
						Klassifikation	P= permanent U= Usædvanlig UD = Usædvanlig og
Finansielle indtægt							
Renteindtægt	144	152	173	245	307	P	
Fair value regulering af finansielle instrumenter	0	564	68	226	0	U	
Kursregulering	484		0	65	178	U	
forventet afkast på plan assets	152	173	204	245	218	U	
Anden finansiell indtægt	23	30	45	25	18	U	
Finansielle indtægter i alt	803	919	490	806	721		
Finansielle omkostninger							
Renteudgifter	-775	-1.034	-1.266	-1.439	-1.726	P	
Kapitaliserede finansielle udgifter	4	3	7	12	4	P	
Fair value regulering af finansielle instrumenter					-17	U	
Nedskrivninger på finansielle aktiver	-292	0	-178	-1	0	U	
Tab på kursreguleringer	0	-148	0	0	-8	U	
renteomkostninger på forpligtelser	-250	-296	-349	-371	-332	U	
Andre finansielle udgifter	-278	-691	-235	-198	-175	U	
Finansielle omkostninger i alt	-1.591	-2.166	-2.021	-1.997	-2.254		
Nettofinansielle omkostninger	-788	-1.247	-1.531	-1.191	-1.533		

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 34 – Carlsberg A/S’ core nettofinansielle omkostninger

År, DKK millioner	2017	2016	2015	2014	2013
Finansielle indtægt					
Renteindtægt	144	152	173	245	307
Samlede core nettofinansielle indtægter	144	152	173	245	307
Finansiel udgift					
Renteudgifter	-775	-1034	-1266	-1439	-1726
Kapitaliserede finansielle udgifter	4	3	7	12	4
Samlede core nettofinansielle udgifter	-771	-1031	-1259	-1427	-1722
Core nettofinansielle omkostninger	-627	-879	-1086	-1182	-1415

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 35 – Carlsberg A/S' usædvanlige finansielle poster

År, DKK millioner	2017	2016	2015	2014	2013
Usædvanlige nettofinansielle indtægter					
Fair value regulering af finansielle instrumenter	0	564	68	226	0
Kursregulering	484	0	0	65	178
forventet afkast på plan assets	152	173	204	245	218
Anden finansiell indtægt	23	30	45	25	18
Usædvanlig nettofinansiell indtægt	659	767	317	561	414
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger					
Fair value regulering af finansielle instrumenter	0	0	0	0	-17
Nedskrivninger på finansielle aktiver	-292	0	-178	-1	0
Tab på kursreguleringer	0	-148	0	0	-8
renteomkostninger på forpligtelser	-250	-296	-349	-371	-332
Andre finansielle udgifter	-278	-691	-235	-198	-175
Usædvanlig nettofinansiell udgift	-820	-1.135	-762	-570	-532
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger før skat	-161	-368	-445	-9	-118
Skatteprocent	22,5%	21,7%	21,4%	23,8%	21,0%
Skattefordel	36	80	95	2	25
	-125	-288	-350	-7	-93
Foreign exchange adjustments of foreign entities	-3.842	5.843	-3.824	-16.938	-7.499
Value adjustments of hedging instruments	-305	141	-437	151	10
Effect of hyperinflation	0			0	61
Other	0			3	-29
Usædvanlige nettofinansielle poster efter skat	-4.272	5.696	-4.611	-16.791	-7.550

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 36 – Heinekens reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer

År, In millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	-10.627	-10.167	-10.176	-9.606	-9.768
Salgs- og distributionsomkostninger	-2.913	-2.836	-2.755	-2.447	-2.418
Administrationsomkostninger	-3.550	-3.263	-3.322	-3.080	-3.108
Produktionsomkostninger	-10.627	-10.167	-10.176	-9.606	-9.768
Afskrivninger	1.522	1.817	1.594	1.437	1.581
Produktionsomkostninger	-9.105	-8.350	-8.582	-8.169	-8.187
Note	11	11	11	11	11
Salgs- og distributionsomkostninger*	-2.913	-2.836	-2.755	-2.447	-2.418
Administrationsomkostninger*	-3.550	-3.263	-3.322	-3.080	-3.108

Kilde: Egen tilvirkning

* Heineken opdeler ikke afskrivninger på deres omkostninger, hvorfor samtlige afskrivninger trækkes ud af produktionsomkostninger, og de resterende forbliver uændret.

År, In millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	-1.522	-1.817	-1.594	-1.437	-1.581
Salgs- og distributionsomkostninger					
Administrationsomkostninger					
Rapporterede afskrivninger i alt	-1.522	-1.817	-1.594	-1.437	-1.581
År, In millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Afskrivninger på materielle aktiver	-1.172	-1.163	-1.151	-1.080	-1.073
Gevinst/Tab	-350	-654	-443	-357	-508

Kilde: Egen tilvirkning

Amortiseringer - in millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Immaterielle aktiver	-380	-368	-368	-331	-376
Note	15	15	15	15	15

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 37 – Heinekens netto finansielle omkostninger

År, In millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013		Klassifikation	
Nettofinansielle indtægter								P= permanent
Renteindtægter	72	60	60	48	47		P	U= Usædvanlig
Dividend income from available-for-sale investments	10	12	10	10	15		U	UD = Usædvanlig
Net foreign exchange Gain	56	0	0	0	0		U	
Gain on disposal available-for-sale investments	0	0	18	0	0		U	
Net change in fair value of derivatives	0	19	143	173	16		U	
Andre finansielle indtægter	7	0	0	0	0		U	
Nettofinansielle indtægter i alt	145	91	231	231	78			
Nettofinansielle omkostninger								
Renteudgifter	-468	-419	-412	-457	-579		P	
Net change in fair value of derivatives	-149	0	0	0	0		U	
Net foreign exchange loss	0	-114	-179	-205	-31		U	
Unwinding discounts on provisions	-14	-1	-3	-5	-5		UD	
Interest on the net defined benefit obligation	-33	-40	-44	-49	-56		U	
Andre finansielle omkostninger	0	-10	-2	-3	-61		U	
Nettofinansielle omkostninger i alt	-664	-584	-640	-719	-732			
Nettofinansielle omkostninger	-519	-493	-409	-488	-654			

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 38 – Heinekens core nettofinansielle omkostninger

År, In millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Core nettofinansielle indtægter					
Renteindtægter	72	60	60	48	47
Core nettofinansielle indtægter i alt	72	60	60	48	47
Core nettofinansielle udgifter					
Renteudgifter	-468	-419	-412	-457	-579
Core nettofinansielle udgifter	-468	-419	-412	-457	-579
Samlede core nettofinansielle omkostninger	-396	-359	-352	-409	-532

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 39 – Heinekens usædvanlige finansielle poster

År, In millions of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Usædvalinge nettofinansielle indtægter					
Dividend income from available-for-sale investments	10	12	10	10	15
Net foreign exchange Gain	56	0	0	0	0
Gain on disposal available-for-sale investments	0	0	18	0	0
Net change in fair value of derivatives	0	19	143	173	16
Andre finansielle indtægter	7	0	0	0	0
Usædvanlige nettofinansielle indtægter i alt	73	31	171	183	31
Usædvanlige nettofinansielle udgifter					
Net change in fair value of derivatives	-149	0	0	0	0
Net foreign exchange loss	0	-114	-179	-205	-31
Interest on the net defined benefit obligation	-33	-40	-44	-49	-56
Andre finansielle omkostninger	0	-10	-2	-3	-61
Usædvalinge nettofinansielle udgifter i alt	-182	-164	-225	-257	-148
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger i alt før skat	-109	-133	-54	-74	-117
Selskabsskattesats	0	0	0	0	0
Skattefordel	27	33	14	19	29
	-82	-100	-41	-56	-88
Currency translation differences	-1.485	-908	-43	697	-1.282
Recycling of currency translation differences to profit or loss	59	0	129	0	1
Effective portion of net investment hedges	26	44	15	-5	13
Effective portion of changes in fair value cash flow hedges	109	6	23	-99	16
Effective portion of cash flow hedges transferred to profit or loss	-3	41	24	-3	-4
Net change in fair value available-for-sale investments	68	140	43	-1	-53
Recycling of fair value of available-for-sale investments to profit or loss	0	0	-16	0	0
Share of other comprehensive income associates	7	0	7	-7	5
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger i alt efter skat	-1.301	-777	142	527	-1.392

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 40 – Anadolu Efes’ reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer

År, thousands of Turkish Lira	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	-7.906.500	-6.329.642	-6.018.448	-5.662.038	-5.200.108
Afskrivninger	-522.934	-430.782	-396.048	-326.101	-354.132
Produktionsomkostninger	-7.383.566	-5.898.860	-5.622.400	-5.335.937	-4.845.976
Salgs- og distributionsomkostninger	-2.915.856	-2.393.763	-2.344.357	-2.610.369	-2.461.797
Afskrivninger	-325.039	-284.369	-268.016	-331.972	-306.716
Amortiseringer på immaterielle aktiver	-36.844	-36.109	-17.590	-5.886	-20.684
Salgs- og distributionsomkostninger	-2.553.973	-2.073.285	-2.058.751	-2.272.511	-2.134.397
Administrationsomkostninger	-955.534	-841.227	-849.031	-891.023	-797.048
Afskrivninger	-67.957	-56.414	-56.354	-64.095	-49.767
Administrationsomkostninger	-887.577	-784.813	-792.677	-826.928	-747.281
Andre driftsomkostninger	-231.316	-203.943	-225.157	-141.701	-72.121
Afskrivninger	-16.049	-19.105	-16.776	-4.336	-1.098
Andre driftsomkostninger	-215.267	-184.838	-208.381	-137.365	-71.023

Kilde: Egen tilvirkning

År, in thousands of Tyrkish Lira	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	-522.934	-430.782	-396.048	-326.101	-354.132
Administrationsomkostninger	-67.957	-56.414	-56.354	-64.095	-49.767
Salgs- og distributionsomkostninger	-325.039	-284.369	-268.016	-331.972	-306.716
Andre driftsomkostninger	-16.049	-19.105	-16.776	-4.336	-1.098
Rapporterede afskrivninger i alt	-931.979	-790.670	-737.194	-726.504	-711.713
Afskrivninger på materielle aktiver	-823.642	-1.243.989	-547.070	-74.445	-734.617
Note	15	15	16	16	16
Gevinst / Tab	-108.337	453.319	-190.124	-652.059	22.904

Kilde: Egen tilvirkning

År, in thousands of Tyrkish Lira	2017	2016	2015	2014	2013
Amortiseringer					
Immaterielle aktiver	-36844	-36109	-17590	-5886	-20684
Note	16	16	17	17	17

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 41 – Anadolu Efes’ netto finansielle omkostninger

År, thousands of Turkish Lira	2017	2016	2015	2014	2013	Note 27
Nettofinansielle indtægter						
Foreign exchange gain	963.657	727.294	702.312	723.203	340.161	U
Interest income	141.276	81.142	81.600	85.107	66.820	P
Gain on derivative transactions	255	24.090	183	2.579	0	U
Total nettofinansielle indtægter	1.105.188	832.526	784.095	810.889	406.981	
Nettofinansielle udgifter						
Foreign exchange loss	-1.487.771	-1.368.249	-1.544.021	-1.229.697	-797.956	U
Interest expenses	-266.023	-211.610	-220.098	-193.307	-146.794	P
Loss on derivative transactions	-255	-28.337	-661	0	0	U
Borrowing costs	-661	-661	-1.355	-661	-661	U
Other financial expenses	-24.711	-25.821	-26.778	-15.763	-10.994	U
Total nettofinansielle omkostninger	-1.779.421	-1.634.678	-1.792.913	-1.439.428	-956.405	
Nettofinansielle omkostninger	-674.233	-802.152	-1.008.818	-628.539	-549.424	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 42 – Anadolu Efes' core nettofinansielle omkostninger

År, thousands of Tyrkish Lira	2017	2016	2015	2014	2013
Core nettofinansielle indtægter					
Interest income	141.276	81.142	81.600	85.107	66.820
Core nettofinansielle udgifter					
Interest expenses	-266.023	-211.610	-220.098	-193.307	-146.794
Core nettofinansielle omkostninger	-124.747	-130.468	-138.498	-108.200	-79.974

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 43 – Anadolu Efes’ usædvanlige finansielle poster

År, thousands of Turkish Lira	2017	2016	2015	2014	2013
Usædvanlige nettofinansielle indtægter					
Foreign exchange gain	963.657	727.294	702.312	723.203	340.161
Gain on derivative transactions	255	24.090	183	2.579	0
Usædvanlige nettofinansielle indtægter i alt	963.912	751.384	702.495	725.782	340.161
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger					
Foreign exchange loss	-1.487.771	-1.368.249	-1.544.021	-1.229.697	-797.956
Loss on derivative transactions	-255	-28.337	-661	0	0
Borrowing costs	-661	-661	-1.355	-661	-661
Other financial expenses	-24.711	-25.821	-26.778	-15.763	-10.994
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger i alt	-1.513.398	-1.423.068	-1.572.815	-1.246.121	-809.611
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger før skat	-549.486	-671.684	-870.320	-520.339	-469.450
Selskabsskattesats	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Skattefordel	109.897	134.337	174.064	104.068	93.890
	-439.589	-537.347	-696.256	-416.271	-375.560
Currency translation differences	948.564	2.356.757	1.092.798	-1.297.816	1.231.176
Available-for-sale financial investment revolution	0	0	0	0	-63.158
Cash Flow hedge	0	0	0	4.431	-754
Other comprehensive income that will be reclassified	-61.578	83.359	31.142	37.455	-10.006
Usædvanlige finansielle omkostninger efter skat	447.397	1.902.769	427.684	-1.672.201	781.698

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 44 – Olvi Oyj's reformulerede driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer

År, in thousands of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Produktionsomkostninger	-164.562	-153.653	-145.304	-148.219	-152.805
Afskrivninger	-19.707	-17.770	-15.486	-14.113	-13.627
Produktionsomkostninger	-144.855	-135.883	-129.818	-134.106	-139.178
Andre driftsomkostninger	-72.702	-68.503	-71.423	-80.485	-76.383
Rapporterede afskrivninger	0	0	0	0	0
Amortiseringer på immaterielle aktiver (note 13)	-1.048	-964	-862	-794	-639
Andre driftsomkostninger*	-71.654	-67.539	-70.561	-79.691	-75.744

Kilde: Egen tilvirkning

* Olvi Oyj reporterer ikke salgs- og distributionsomkostninger, hvor det tætteste er andre driftsomkostninger, hvorfor amortiseringer fratrækkes dette beløb.

År, in thousands of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Rapporterede afskrivninger					
Produktionsomkostninger					
Salgs- og distributionsomkostninger					
Administrationsomkostninger					
Rapporterede afskrivninger i alt	19707	17770	15486	14113	13627
Note	5	5	5	5	5
Afskrivninger på materielle aktiver	-18498	-17462	-15495	-14139	-12988
Note	12	12	12	12	12
Gevinst/Tab	1209	308	-9	-26	639

Kilde: Egen tilvirkning

År, in thousands of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Amortiseringer					
Immaterielle langfristede aktiver	-1048	-964	-862	-794	-639
Note	13	13	13	13	13

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 45 – Olvi Oyj's netto finansielle omkostninger

År, in thousands of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Nettofinansielle indtægter					
Dividend income from investment held as fixed assets	4	2	3	4	6 U
Interest income from bank deposits	173	321	129	263	8 P
Adjustment for hyperinflation	0	0	0	2.845	2.575 U
Other interest and financial income	300	884	149	878	516 U
Gains from interest derivatives		0	0		U
Nettofinansielle indtægter i alt	477	1.207	281	3.990	3.105
Nettofinansielle udgifter					
Interest expenses on finance lease contracts	74	83	91	100	48 P
Interest expenses on financial liabilities measured at original amortised cost	305	511	858	1.084	829 P
Net gains (-) / losses (+) from interest derivatives	-102	23	4	-171	387 U
Other financial expenses	2.542	1.199	10.688	2.972	3.237 U
Total nettofinansielle omkostninger	2.819	1.816	11.641	3.985	4.501
Nettofinansielle omkostninger	-2.342	-609	-11.360	5	-1.396
Note	8+9	8+9	8+9	8+9	8+9

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 46 – Olvi Oyj's core nettofinansielle omkostninger

År, in thousands of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Core nettofinansielle indtægter					
Interest income from bank deposits	173	321	129	263	8
Core nettofinansielle indtægter i alt	173	321	129	263	8
Core nettofinansielle udgifter					
Interest expenses on finance lease contracts	74	83	91	100	48
Interest expenses on financial liabilities measured at original amortised cost	305	511	858	1084	829
Core nettofinansielle udgifter i alt	-379	-594	-949	-1184	-877
Core nettofinansielle omkostninger i alt	-206	-273	-820	-921	-869

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 47 – Olvi Oyj's usædvanlige finansielle poster

År, in thousands of EUR	2017	2016	2015	2014	2013
Usædvanlige nettofinansielle indtægter					
Dividend income from investment held as fixed as	4	2	3	4	6
Adjustment for hyperinflation	0	0	0	2.845	2.575
Other interest and financial income	300	884	149	878	516
Gains from interest derivatives	0	0	0	0	0
Usædvanlige nettofinansielle indtægter i alt	304	886	152	3.727	3.097
Usædvanlige nettofinansielle udgifter					
Net gains (-)/ losses (+) from interest derivatives	-102	23	4	-171	387
Other financial expenses	2.542	1.199	10.688	2.972	3.237
Usædvanlige nettofinansielle udgifter i alt	-2.440	-1.222	-10.692	-2.801	-3.624
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger	-2.136	-336	-10.540	926	-527
Selskabsskattesats	0	0	0	0	0
Skattefordel	427	67	2.108		105
	-1.709	-269	-8.432	926	-422
Translation differences related to foreign subsidia	-7.278	-74	-14.620	-2.874	-2.858
Usædvanlige nettofinansielle omkostninger i alt	-8.987	-343	-23.052	-1.948	-3.280

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 48 – Nøgletal til rentabilitetsanalysen for Royal Unibrew A/S og peers

Royal Unibrew A/S					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	510.743	686.258	755.680	838.926	870.986
Nettodriftsaktiver	4.556.995	4.431.501	4.179.078	3.965.820	3.852.965
Afkastningsgrad	11,2%	15,5%	18,1%	21,2%	22,6%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	510.743	686.258	755.680	838.926	870.986
Nettoomsætning	4.480.998	6.055.898	6.032.115	6.340.376	6.384.386
Overskudsgrad	11,4%	11,3%	12,5%	13,2%	13,6%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsætning	4.480.998	6.055.898	6.032.115	6.340.376	6.384.386
Nettodriftsaktiver	4.556.995	4.431.501	4.179.078	3.965.820	3.852.965
Aktivernes omsætningshastighed	0,98	1,37	1,44	1,60	1,66
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle omkostninger efter skat	35.333,00	47.209,10	26.650,72	16.578,46	25.586,22
Netto finansielle forpligtelser	2.424.017,98	1.613.149,98	1.244.273,15	1.054.442,76	1.038.813,86
Netto lånerente	1,46%	2,93%	2,14%	1,57%	2,46%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle forpligtelser	2.424.018	1.613.150	1.244.273	1.054.443	1.038.814
Egenkapital	2.132.977	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151
Finansiel gearing	1,14	0,57	0,42	0,36	0,37
År	2013	2014	2015	2016	2017
Afkastningsgrad	11,2%	15,5%	18,1%	21,2%	22,6%
Netto lånerente	1,5%	2,9%	2,1%	1,6%	2,5%
SPREAD	9,8%	12,6%	15,9%	19,6%	20,1%
Finansiel gearing	1,14	0,57	0,42	0,36	0,37
Egenkapitalforrentning	22,3%	22,7%	24,8%	28,2%	30,0%
År	2013	2014	2015	2016	2017
SPREAD	9,8%	12,6%	15,9%	19,6%	20,1%
Finansiel gearing	1,14	0,57	0,42	0,36	0,37
Effekt af finansiel gearing	11,1%	7,2%	6,8%	7,1%	7,4%

Kilde: Egen tilvirkning

Carlsberg A/S					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	7.874	6.688	6.742	6.706	7.279
Nettodriftsaktiver	112.026	98.923	85.892	85.990	74.472
Afkastningsgrad	7,0%	6,8%	7,8%	7,8%	9,8%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	7.874	6.688	6.742	6.706	7.279
Nettoomsætning	66.552	64.506	65.354	62.614	61.808
Overskudsgrad	11,8%	10,4%	10,3%	10,7%	11,8%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsætning	66.552	64.506	65.354	62.614	61.808
Nettodriftsaktiver	112.026	98.923	85.892	85.990	74.472
Aktivernes omsætningshastighed	0,59	0,65	0,76	0,73	0,83
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle omkostninger efter skat	1.415	1.182	1.086	879	627
Netto finansielle forpligtelser	40.527	42.926	38.661	32.340	24.947
Netto lånerente	3,49%	2,75%	2,81%	2,72%	2,51%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle forpligtelser	40.527	42.926	38.661	32.340	24.947
Egenkapital	71.499	55.997	47.231	53.650	49.525
Finansiel gearing	0,57	0,77	0,82	0,60	0,50
År	2013	2014	2015	2016	2017
Afkastningsgrad	7,0%	6,8%	7,8%	7,8%	9,8%
Netto lånerente	3,5%	2,8%	2,8%	2,7%	2,5%
SPREAD	3,5%	4,0%	5,0%	5,1%	7,3%
Finansiel gearing	0,57	0,77	0,82	0,60	0,50
Egenkapitalforrentning	9,0%	9,8%	12,0%	10,9%	13,4%
År	2013	2014	2015	2016	2017
SPREAD	3,5%	4,0%	5,0%	5,1%	7,3%
Finansiel gearing	0,57	0,77	0,82	0,60	0,50
Effekt af finansiel gearing	2,0%	3,1%	4,1%	3,1%	3,7%

Kilde: Egen tilvirkning

Heineken					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	3.482	3.431	3.834	3.920	3.967
Nettodriftsaktiver	24.615	25.553	28.193	27.682	28.850
Afkastningsgrad	14,1%	13,4%	13,6%	14,2%	13,7%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	3.482	3.431	3.834	3.920	3.967
Nettoomsætning	19.203	19.257	20.511	20.792	21.888
Overskudsgrad	18,1%	17,8%	18,7%	18,9%	18,1%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsætning	19.203	19.257	20.511	20.792	21.888
Nettodriftsaktiver	24.615	25.553	28.193	27.682	28.850
Aktivernes omsætningshastighed	0,78	0,75	0,73	0,75	0,76
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle omkostninger efter skat	1.924	-118	211	1.136	1.697
Netto finansielle forpligtelser	12.259	12.101	13.123	13.109	14.329
Netto lånerente	15,7%	-1,0%	1,6%	8,7%	11,8%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle forpligtelser	12.259	12.101	13.123	13.109	14.329
Egenkapital	12.356	13.452	15.070	14.573	14.521
Finansiel gearing	0,99	0,90	0,87	0,90	0,99
År	2013	2014	2015	2016	2017
Afkastningsgrad	14,1%	13,4%	13,6%	14,2%	13,7%
Netto lånerente	15,7%	-1,0%	1,6%	8,7%	11,8%
SPREAD	-1,5%	14,4%	12,0%	5,5%	1,9%
Finansiel gearing	0,99	0,90	0,87	0,90	0,99
Egenkapitalforrentning	12,6%	26,4%	24,0%	19,1%	15,6%
År	2013	2014	2015	2016	2017
SPREAD	-1,55%	14,40%	12,00%	5,50%	1,91%
Finansiel gearing	0,99	0,90	0,87	0,90	0,99
Effekt af finansiel gearing	-1,53%	12,95%	10,45%	4,94%	1,88%

Kilde: Egen tilvirkning

Anadolu Efes					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	576.760	1.254.588	895.201	389.297	1.088.229
Nettodriftsaktiver	16.916.634	15.245.211	16.558.000	18.812.635	19.437.957
Afkastningsgrad	3,4%	8,2%	5,4%	2,1%	5,6%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	576.760	1.254.588	895.201	389.297	1.088.229
Nettoomsætning	9.195.773	10.079.137	10.205.146	10.420.257	12.946.918
Overskudsgrad	6,3%	12,4%	8,8%	3,7%	8,4%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsætning	9.195.773	10.079.137	10.205.146	10.420.257	12.946.918
Nettodriftsaktiver	16.916.634	15.245.211	16.558.000	18.812.635	19.437.957
Aktivernes omsætningshastighed	0,54	0,66	0,62	0,55	0,67
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle omkostninger efter skat	701.724	-1.780.401	289.186	1.772.301	322.650
Netto finansielle forpligtelser	3.454.708	3.421.272	3.984.495	3.995.613	3.611.089
Netto lånerente	20,3%	-52,0%	7,3%	44,4%	8,9%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle forpligtelser	3.454.708	3.421.272	3.984.495	3.995.613	3.611.089
Egenkapital	13.461.926	11.823.939	12.573.505	14.817.022	15.826.868
Finansiel gearing	0,26	0,29	0,32	0,27	0,23
År	2013	2014	2015	2016	2017
Afkastningsgrad	3,4%	8,2%	5,4%	2,1%	5,6%
Netto lånerente	20,3%	-52,0%	7,3%	44,4%	8,9%
SPREAD	-16,9%	60,3%	-1,9%	-42,3%	-3,3%
Finansiel gearing	0,26	0,29	0,32	0,27	0,23
Egenkapitalforrentning	-0,93%	25,67%	4,82%	-9,33%	4,84%
År	2013	2014	2015	2016	2017
SPREAD	-16,9%	60,3%	-1,9%	-42,3%	-3,3%
Finansiel gearing	0,26	0,29	0,32	0,27	0,23
Effekt af finansiell gearing	-4,3%	17,4%	-0,6%	-11,4%	-0,8%

Kilde: Egen tilvirkning

Olvi					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	46.365	46.903	43.345	46.532	52.420
Nettodriftsaktiver	216.224	249.141	220.013	207.737	202.292
Afkastningsgrad	21,4%	18,8%	19,7%	22,4%	25,9%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Samlet driftsoverskud efter skat (DO)	46.365	46.903	43.345	46.532	52.420
Nettoomsætning	327.256	328.239	310.494	321.478	345.185
Overskudsgrad	14,2%	14,3%	14,0%	14,5%	15,2%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Nettoomsætning	327.256	328.239	310.494	321.478	345.185
Nettodriftsaktiver	216.224	249.141	220.013	207.737	202.292
Aktivernes omsætningshastighed	1,51	1,32	1,41	1,55	1,71
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle omkostninger efter skat	4.149	2.869	23.872	616	9.193
Netto finansielle forpligtelser	44.685	56.603	33.350	4.188	-14.696
Netto lånerente	9,3%	5,1%	71,6%	14,7%	-62,6%
År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansielle forpligtelser	44.685	56.603	33.350	4.188	-14.696
Egenkapital	171.539	192.539	186.665	203.549	216.987
Finansiel gearing	0,26	0,29	0,18	0,02	-0,07
År	2013	2014	2015	2016	2017
Afkastningsgrad	21,4%	18,8%	19,7%	22,4%	25,9%
Netto lånerente	9,3%	5,1%	71,6%	14,7%	-62,6%
SPREAD	12,2%	13,8%	-51,9%	7,7%	88,5%
Finansiel gearing	0,26	0,29	0,18	0,02	-0,07
Egenkapitalforrentning	24,6%	22,9%	10,4%	22,6%	19,9%
År	2013	2014	2015	2016	2017
SPREAD	12,2%	13,8%	-51,9%	7,7%	88,5%
Finansiel gearing	0,26	0,29	0,18	0,02	-0,07
Effekt af finansiel gearing	3,2%	4,0%	-9,3%	0,2%	-6,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 49 – Dekomponering af afkastningsgrad for Royal Unibrew A/S og peers

Rentabilitetsnøgletal for Royal Unibrew A/S og peers					
Royal Unibrew A/S					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Overskudsgrad	11,4%	11,3%	12,5%	13,2%	13,6%
Aktivernes omsætningshastigh	0,98	1,37	1,44	1,60	1,66
Afkastningsgrad	11,2%	15,5%	18,1%	21,2%	22,6%
Carlsberg A/S					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Overskudsgrad	11,8%	10,4%	10,3%	10,7%	11,8%
Aktivernes omsætningshastigh	0,59	0,65	0,76	0,73	0,83
Afkastningsgrad	7,0%	6,8%	7,8%	7,8%	9,8%
Heineken					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Overskudsgrad	18,1%	17,8%	18,7%	18,9%	18,1%
Aktivernes omsætningshastigh	0,78	0,75	0,73	0,75	0,76
Afkastningsgrad	14,1%	13,4%	13,6%	14,2%	13,7%
Anadolu Efes					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Overskudsgrad	6,3%	12,4%	8,8%	3,7%	8,4%
Aktivernes omsætningshastigh	0,54	0,66	0,62	0,55	0,67
Afkastningsgrad	3,4%	8,2%	5,4%	2,1%	5,6%
Olvi					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Overskudsgrad	14,2%	14,3%	14,0%	14,5%	15,2%
Aktivernes omsætningshastigh	1,51	1,32	1,41	1,55	1,71
Afkastningsgrad	21,4%	18,8%	19,7%	22,4%	25,9%

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 50 – Dekomponering af overskudsgrad for Royal Unibrew A/S og peers

Royal Unibrew A/S					
2013	2014	2015	2016	2017	År
100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Nettoomsætning
83,4%	81,3%	79,7%	79,4%	78,7%	Driftsomkostninger
16,6%	18,7%	20,3%	20,6%	21,3%	EBITDA-margin
-2,7%	-4,6%	-4,7%	-4,2%	-4,2%	Afskrivninger
-0,2%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,4%	Amortiseringer
14,1%	14,2%	15,7%	16,4%	17,1%	EBIT-margin
-3,5%	-3,5%	-3,7%	-3,6%	-3,8%	Skat på EBIT
10,6%	10,8%	12,0%	12,8%	13,4%	NOPAT-margin
0,8%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	Andet driftsoverskud, efter skat
11,4%	11,3%	12,5%	13,2%	13,6%	Samlet overskudsgrad

Kilde: Egen tilvirkning

Carlsberg A/S					
2013	2014	2015	2016	2017	År
100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Nettoomsætning
79,0%	80,0%	79,7%	78,7%	77,4%	Driftsomkostninger
21,0%	20,0%	20,3%	21,3%	22,6%	EBITDA-margin
-5,6%	-5,9%	-6,2%	-6,3%	-6,2%	Afskrivninger
-0,4%	-0,5%	-1,0%	-1,3%	-1,2%	Amortiseringer
15,0%	13,6%	13,1%	13,7%	15,2%	EBIT-margin
-3,1%	-3,2%	-2,8%	-3,0%	-3,4%	Skat på EBIT
11,8%	10,4%	10,3%	10,7%	11,8%	NOPAT-margin
0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Andet driftsoverskud, efter skat
11,8%	10,4%	10,3%	10,7%	11,8%	Samlet overskudsgrad

Kilde: Egen tilvirkning

Heineken					
2013	2014	2015	2016	2017	År
100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Nettoomsætning
69,5%	69,4%	69,7%	67,7%	69,4%	Driftsomkostninger
30,5%	30,6%	30,3%	32,3%	30,6%	EBITDA-margin
-5,6%	-5,6%	-5,6%	-5,6%	-5,4%	Afskrivninger
-2,0%	-1,7%	-1,8%	-1,8%	-1,7%	Amortiseringer
23,0%	23,3%	22,9%	24,9%	23,5%	EBIT-margin
-5,8%	-5,8%	-5,7%	-6,2%	-5,9%	Skat på EBIT
17,3%	17,5%	17,2%	18,7%	17,6%	NOPAT-margin
0,9%	0,4%	1,5%	0,2%	0,5%	Andet driftsoverskud, efter skat
18,1%	17,8%	18,7%	18,9%	18,1%	Samlet overskudsgrad

Kilde: Egen tilvirkning

Anadolu Efes					
2013	2014	2015	2016	2017	År
100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Nettoomsætning
84,8%	85,1%	85,1%	85,8%	85,3%	Driftsomkostninger
15,2%	14,9%	14,9%	14,2%	14,7%	EBITDA-margin
-8,0%	-0,7%	-5,4%	-11,9%	-6,4%	Afskrivninger
-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	Amortiseringer
7,0%	14,1%	9,4%	1,9%	8,1%	EBIT-margin
-1,4%	-2,8%	-1,9%	-0,4%	-1,6%	Skat på EBIT
5,6%	11,3%	7,5%	1,5%	6,5%	NOPAT-margin
0,7%	1,1%	1,3%	2,2%	1,9%	Andet driftsoverskud, efter skat
6,3%	12,4%	8,8%	3,7%	8,4%	Samlet overskudsgrad

Kilde: Egen tilvirkning

Olvi					
2013	2014	2015	2016	2017	År
100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Nettoomsætning
78,4%	78,1%	77,8%	76,7%	75,9%	Driftsomkostninger
21,6%	21,9%	22,2%	23,3%	24,1%	EBITDA-margin
-4,0%	-4,3%	-5,0%	-5,4%	-5,4%	Afskrivninger
-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	Amortiseringer
17,4%	17,4%	16,9%	17,6%	18,4%	EBIT-margin
-3,5%	-3,5%	-3,4%	-3,5%	-3,7%	Skat på EBIT
13,9%	13,9%	13,5%	14,1%	14,7%	NOPAT-margin
0,2%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	Andet driftsoverskud, efter skat
14,2%	14,3%	14,0%	14,5%	15,2%	Samlet overskudsgrad

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 51 – Dekomponering af aktivernes omsætningshastighed for Royal Unibrew A/S og peers

Royal Unibrew A/S					
2013	2014	2015	2016	2017	År
1,02	0,73	0,69	0,63	0,60	Nettodriftsaktiver / Nettoomsætning
					<i>Styring af arbejdskapital:</i>
0,07	0,05	0,05	0,05	0,05	Varebeholdninger / Nettoomsætning
0,10	0,08	0,09	0,08	0,09	Tilgodehavender fra salg / Nettoomsætning
0,20	0,15	0,16	0,15	0,16	Andre kortfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
-0,18	-0,13	-0,15	-0,14	-0,16	Leverandørgæld / Nettoomsætning
-0,38	-0,28	-0,32	-0,28	-0,30	Andre kortfristede driftsforpligtelser / Nettoomsætning
-0,18	-0,13	-0,17	-0,13	-0,16	Arbejdskapital / Nettoomsætning
					<i>Styring af anlægskapital:</i>
0,66	0,49	0,48	0,45	0,45	Immaterielle aktiver / Nettoomsætning
0,60	0,42	0,40	0,34	0,33	Materielle aktiver / Nettoomsætning
-0,07	-0,05	-0,04	-0,03	-0,04	Andre langfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
1,19	0,86	0,85	0,76	0,74	Anlægskapital / Nettoomsætning

Kilde: Egen tilvirkning

Carlsberg A/S					
2013	2014	2015	2016	2017	År
1,68	1,53	1,31	1,37	1,20	Nettodriftsaktiver / Nettoomsætning
					<i>Styring af arbejdskapital:</i>
0,07	0,07	0,06	0,06	0,06	Varebeholdninger / Nettoomsætning
0,12	0,11	0,09	0,09	0,07	Tilgodehavender fra salg / Nettoomsætning
0,26	0,25	0,22	0,23	0,20	Andre kortfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
-0,19	-0,19	-0,19	-0,22	-0,22	Leverandørgæld / Nettoomsætning
-0,37	-0,38	-0,38	-0,40	-0,39	Andre kortfristede driftsforpligtelser / Nettoomsætning
-0,12	-0,15	-0,21	-0,24	-0,27	Arbejdskapital / Nettoomsætning
					<i>Styring af anlægskapital:</i>
1,38	1,28	1,12	1,23	1,10	Immaterielle aktiver / Nettoomsætning
0,50	0,45	0,41	0,41	0,39	Materielle aktiver / Nettoomsætning
-0,09	-0,06	-0,05	-0,09	-0,10	Andre langfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
1,80	1,67	1,48	1,55	1,39	Anlægskapital / Nettoomsætning

Kilde: Egen tilvirkning

Heineken					
2013	2014	2015	2016	2017	År
1,28	1,33	1,37	1,33	1,32	Nettodriftsaktiver / Nettoomsætning
					<i>Styring af arbejdskapital:</i>
0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	Varebeholdninger / Nettoomsætning
0,09	0,10	0,11	0,11	0,12	Tilgodehavender fra salg / Nettoomsætning
0,22	0,25	0,25	0,25	0,26	Andre kortfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
-0,27	-0,29	-0,29	-0,30	-0,31	Leverandørgæld / Nettoomsætning
-0,29	-0,32	-0,32	-0,32	-0,33	Andre kortfristede driftsforpligtelser / Nettoomsætning
-0,16	-0,17	-0,17	-0,19	-0,18	Arbejdskapital / Nettoomsætning
					<i>Styring af anlægskapital:</i>
0,83	0,85	0,89	0,84	0,81	Immaterielle aktiver / Nettoomsætning
0,44	0,45	0,47	0,44	0,51	Materielle aktiver / Nettoomsætning
0,08	0,09	0,09	0,12	0,07	Andre langfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
1,35	1,39	1,44	1,40	1,39	Anlægskapital / Nettoomsætning

Kilde: Egen tilvirkning

Anadolu Efes					
2013	2014	2015	2016	2017	År
1,84	1,51	1,62	1,81	1,50	Nettodriftsaktiver / Nettoomsætning
					<i>Styring af arbejdskapital:</i>
0,11	0,11	0,11	0,10	0,09	Varebeholdninger / Nettoomsætning
0,10	0,11	0,11	0,13	0,12	Tilgodehavender fra salg / Nettoomsætning
0,30	0,30	0,31	0,32	0,30	Andre kortfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
-0,09	-0,09	-0,10	-0,12	-0,13	Leverandørgæld / Nettoomsætning
-0,14	-0,15	-0,17	-0,19	-0,20	Andre kortfristede driftsforpligtelser / Nettoomsætning
0,28	0,28	0,26	0,23	0,18	Arbejdskapital / Nettoomsætning
					<i>Styring af anlægskapital:</i>
1,21	0,94	1,00	1,12	0,95	Immaterielle aktiver / Nettoomsætning
0,63	0,55	0,62	0,71	0,58	Materielle aktiver / Nettoomsætning
-0,15	-0,13	-0,14	-0,15	-0,12	Andre langfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
1,68	1,36	1,48	1,68	1,41	Anlægskapital / Nettoomsætning

Kilde: Egen tilvirkning

Olvi					
2013	2014	2015	2016	2017	År
0,66	0,76	0,71	0,65	0,59	Nettodriftsaktiver / Nettoomsætning
					<i>Styring af arbejdskapital:</i>
0,13	0,13	0,14	0,10	0,10	Varebeholdninger / Nettoomsætning
0,17	0,19	0,15	0,16	0,17	Tilgodehavender fra salg / Nettoomsætning
0,32	0,35	0,31	0,29	0,30	Andre kortfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
-0,20	-0,22	-0,24	-0,29	-0,29	Leverandørgæld / Nettoomsætning
-0,21	-0,22	-0,24	-0,29	-0,30	Andre kortfristede driftsforpligtelser / Nettoomsætning
0,20	0,23	0,12	-0,03	-0,02	Arbejdskapital / Nettoomsætning
					<i>Styring af anlægskapital:</i>
0,06	0,07	0,07	0,07	0,06	Immaterielle aktiver / Nettoomsætning
0,44	0,46	0,55	0,59	0,52	Materielle aktiver / Nettoomsætning
0,06	0,11	0,02	0,00	0,01	Andre langfristede driftsaktiver / Nettoomsætning
0,56	0,64	0,64	0,65	0,59	Anlægskapital / Nettoomsætning

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 52 – Common-size analyse for Royal Unibrew A/S og peers

Royal Unibrew A/S									
t.DKK	2017		2016		2015		2014		2013
Langfristede aktiver									
Goodwill	1.451.150	31%	1.449.465	30%	1.455.776	28%	1.451.828	28%	1.430.378
Andre immaterielle aktiver	1.410.916	30%	1.434.656	30%	1.464.386	29%	1.489.419	29%	1.513.664
Materielle aktiver	2.121.551	45%	2.142.174	45%	2.438.224	48%	2.569.749	49%	2.708.941
Andre langfristede aktiver, netto	-253.662	-5%	-221.621	-5%	-242.464	-5%	-303.470	-6%	-318.281
Anlægs kapital	4.729.955	100%	4.804.674	100%	5.115.922	100%	5.207.526	100%	5.334.702
Kortfristede driftsaktiver									
Driftslikviditet	63.844	6%	63.404	7%	60.321	6%	60.559	7%	44.810
Varebeholdninger	335.338	32%	335.944	35%	316.708	33%	312.041	34%	330.459
Tilgodehavender fra salg	558.409	54%	512.369	54%	516.953	53%	473.569	51%	449.228
Andre tilgodehavender	29.032	3%	21.747	2%	53.485	6%	62.751	7%	56.496
Forudbetalte omkostninger	33.693	3%	18.677	2%	21.714	2%	20.011	2%	23.022
Selskabsskat	16.164	2%	0	0%	0	0%	0	0%	11.754
Kortfristede driftsaktiver	1.036.480	100%	952.141	100%	969.181	100%	928.931	100%	915.769
Kortfristede driftsforpligtelser									
Leverandørgæld	1.025.688	54%	858.149	48%	913.762	48%	810.529	48%	807.486
Indløsningsforpligtelse, returemballage	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	103.938
Anden gæld	866.936	45%	894.774	50%	985.219	52%	872.271	51%	782.052
Selskabsskat	0	0,0%	21.196	1,2%	7.044	0,4%	22.156	1,3%	0
Hensættelser	20.846	1%	16.876	1%	0	0%	0	0%	0
Kortfristede driftsforpligtelser	1.913.470	100%	1.790.995	100%	1.906.025	100%	1.704.956	100%	1.693.476
Arbejdskapital	-876.990		-838.854		-936.844		-776.025		-777.707
Nettodriftsaktiver	3.852.965		3.965.820		4.179.078		4.431.501		4.556.995

Kilde: Egen tilvirkning

Carlsberg A/S									
DKK millioner	2017		2016		2015		2014		2013
Langfristede aktiver									
Goodwill	50.497	59%	52.864	55%	50.270	52%	52.863	49%	57.032
Andre immaterielle aktiver	17.296	20%	23.872	25%	22.650	23%	29.546	27%	34.863
Materielle aktiver	24.325	28%	25.810	27%	26.678	28%	29.173	27%	33.482
Andre langfristede aktiver, netto	-6.088	-7%	-5.709	-6%	-2.970	-3%	-3.762	-3%	-5.842
Anlægs kapital	86.030	100%	96.837	100%	96.628	100%	107.820	100%	119.535
Kortfristede driftsaktiver									
Driftslikviditet	869	7%	870	6%	910	6%	916	6%	937
Vareholdninger	3.834	30%	3.963	28%	3.817	27%	4.293	27%	4.762
Tilgodehavender fra salg	4.611	36%	5.485	39%	5.729	40%	6.851	43%	7.888
Andre tilgodehavender	2.138	17%	2.488	17%	2.532	18%	2.609	16%	2.001
Forudbetalte omkostninger	1.026	8%	1.137	8%	1.074	7%	949	6%	1.566
Selskabsskat	181	1%	278	2%	324	2%	196	1%	203
Kortfristede driftsaktiver	12.659	100%	14.221	100%	14.386	100%	15.814	100%	17.357
Kortfristede driftsforpligtelser									
Leverandørgæld	13.474	56%	13.497	54%	12.260	49%	12.048	49%	12.927
Indløsningsforpligtelse, returemballage	1.576	7%	1.681	7%	1.819	7%	2.034	8%	1.630
Anden gæld	7.645	32%	8.233	33%	9.794	39%	9.323	38%	9.248
Selskabsskat	931	4%	935	4%	601	2%	796	3%	531
Hensættelser	591	2%	722	3%	648	3%	510	2%	530
Kortfristede driftsforpligtelser	24.217	100%	25.068	100%	25.122	100%	24.711	100%	24.866
Arbejdskapital	-11.558		-10.847		-10.736		-8.897		-7.509
Nettodriftsaktiver	74.472		85.990		85.892		98.923		112.026

Kilde: Egen tilvirkning

Heineken										
In millions of EUR	2017		2016		2015		2014		2013	
Langfristede aktiver										
Goodwill	11.205	37%	11.029	38%	11.324	38%	10.396	39%	10.016	39%
Andre immaterielle aktiver	6.465	21%	6.395	22%	6.859	23%	5.945	22%	5.918	23%
Materielle aktiver	11.117	37%	9.232	32%	9.552	32%	8.718	32%	8.454	33%
Andre langfristede aktiver, netto	1.534	5%	2.551	9%	1.900	6%	1.794	7%	1.542	6%
Anlægs kapital	30.321	100%	29.207	100%	29.635	100%	26.853	100%	25.930	100%
Kortfristede driftsaktiver										
Driftslikviditet	219	4%	208	4%	205	4%	193	4%	192	4%
Vareholdninger	1.814	31%	1.618	31%	1.702	33%	1.634	34%	1.512	35%
Tilgodehavender fra salg	2.582	45%	2.283	44%	2.169	42%	2.017	42%	1.804	42%
Andre tilgodehavender	695	12%	721	14%	652	13%	604	13%	578	13%
Forudbetalte omkostninger	399	7%	328	6%	343	7%	317	7%	218	5%
Selskabsskat	64	1%	47	1%	33	1%	23	0%	0	0%
Kortfristede driftsaktiver	5.773	100%	5.205	100%	5.104	100%	4.788	100%	4.304	100%
Kortfristede driftsforpligtelser										
Leverandørgæld	6.756	93%	6.224	92%	6.013	92%	5.533	91%	5.131	91%
Selskabsskat	310	4%	352	5%	379	6%	390	6%	317	6%
Hensættelser	178	2%	154	2%	154	2%	165	3%	171	3%
Kortfristede driftsforpligtelser	7.244	100%	6.730	100%	6.546	100%	6.088	100%	5.619	100%
Arbejdskapital	-1.471		-1.525		-1.442		-1.300		-1.315	
Nettodriftsaktiver	28.850		27.682		28.193		25.553		24.615	

Kilde: Egen tilvirkning

Anadolu Efes										
In thousands of Turkish Lira	2017		2016		2015		2014		2013	
Langfristede aktiver										
Goodwill	1.840.808	10%	1.675.218	10%	1.334.738	9%	1.232.465	9%	2.453.049	16%
Andre immaterielle aktiver	10.403.333	57%	9.964.139	57%	8.841.049	58%	8.236.894	60%	8.636.751	56%
Materielle aktiver	7.533.022	41%	7.359.677	42%	6.342.188	42%	5.581.004	41%	5.776.616	37%
Andre langfristede aktiver, netto	-1.574.681	-9%	-1.538.596	-9%	-1.381.293	-9%	-1.333.751	-10%	-1.402.887	-9%
Anlægs kapital	18.202.482	100%	17.460.438	100%	15.136.682	100%	13.716.612	100%	15.463.529	100%
Kortfristede driftsaktiver										
Driftslikviditet	129.469	3%	104.203	3%	102.051	3%	100.791	3%	91.958	3%
Vareholdninger	1.179.231	31%	1.030.992	31%	1.102.915	35%	1.085.532	36%	1.004.016	37%
Tilgodehavender fra salg	1.530.645	40%	1.319.634	39%	1.139.463	36%	1.064.132	35%	894.528	33%
Andre tilgodehavender	103.368	3%	99.093	3%	57.557	2%	55.492	2%	47.523	2%
Forudbetalte omkostninger	499.150	13%	425.477	13%	406.064	13%	436.152	14%	430.509	16%
Selskabsskat	115.653	3%	124.324	4%	80.301	3%	91.945	3%	74.556	3%
Andre kortfristede driftsaktiver	271.572	7%	251.383	7%	264.372	8%	198.671	7%	198.641	7%
Kortfristede driftsaktiver	3.829.088	100%	3.355.106	100%	3.152.723	100%	3.032.715	100%	2.741.731	100%
Kortfristede driftsforpligtelser:										
Leverandørgæld	1.676.381	65%	1.284.222	64%	1.022.339	59%	886.719	59%	801.317	62%
Anden gæld	851.122	33%	661.646	33%	646.778	37%	571.691	38%	414.449	32%
Selskabsskat	6.498	0,3%	1.441	0,1%	8.174	0,5%	5.186	0,3%	6.753	0,5%
Andre driftsforpligtelser	24.215	1%	21.043	1%	20.461	1%	9.951	1%	6.414	0%
Udsudte skatteindkomst (lang)	1.331	0%	544	0%	1.581	0%	2.611	0%	3.643	0%
Deferred income (kort)	33.169	1%	33.453	2%	31.865	2%	26.414	2%	50.654	4%
Hensættelser	897	0%	560	0%	207	0%	1.544	0%	5.396	0%
Kortfristede driftsforpligtelser:	2.593.613	100%	2.002.909	100%	1.731.405	100%	1.504.116	100%	1.288.626	100%
Arbejdskapital	-1.235.475		-1.352.197		-1.421.318		-1.528.599		-1.453.105	
Nettodriftsaktiver	16.967.007		16.108.241		13.715.364		12.188.013		14.010.424	

Kilde: Egen tilvirkning

Olvi Oyj									
In thousands of EUR	2017		2016		2015		2014		2013
Langfristede aktiver									
Goodwill	15.279	8%	15.978	8%	16.017	8%	18.217	9%	17.805
Andre immaterielle aktiver	5.340	3%	5.295	3%	4.183	2%	4.562	2%	2.701
Materielle aktiver	180.210	89%	189.415	90%	170.707	86%	150.035	72%	142.407
Andre langfristede aktiver, netto	2.056	1%	-1.126	-1%	7.290	4%	35.987	17%	18.832
Anlægs kapital	202.885	100%	209.562	100%	198.197	100%	208.801	100%	181.745
Kortfristede driftsaktiviteter									
Driftslikviditet	3.452	3%	3.207	3%	3.105	3%	3.208	3%	3.273
Vareholdninger	34.336	34%	32.669	36%	42.236	44%	43.522	38%	41.178
Tilgodehavender fra salg	59.952	59%	52.718	58%	47.406	49%	63.208	55%	56.075
Andre tilgodehavender	4.229	4%	2.909	3%	3.826	4%	3.101	3%	1.630
Selskabsskat	235	0%	129	0%	236	0%	1.023	1%	848
Kortfristede driftsaktiviteter	102.204		91.632		96.809		114.062		103.004
				7%					
				50%					
Kortfristede driftsforpligtelser									
Leverandørgæld	100.052	97%	92.328	99%	74.153	99%	72.899	99%	66.704
Selskabsskat	1.885	2%	222	0%	36	0%	25	0%	878
Anden gæld	860	1%	907	1%	804	1%	798	1%	943
Kortfristede driftsforpligtelser	102.797	100%	93.457	100%	74.993	100%	73.722	100%	68.525
Arbejdskapital	-593		-1.825		21.816		40.340		34.479
Nettodriftsaktiver	202.292		207.737		220.013		249.141		216.224

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 53 – Trendanalyse af resultatopgørelse for Royal Unibrew A/S

Royal Unibrew A/S									
t.DKK	2017		2016		2015		2014		2013 =100
Nettoomsætning	6.384.386	142,5	6.340.376	141,5	6.032.115	134,6	6.055.898	135,1	4.480.998
Produktionsomkostninger	-2.891.835	138,3	-2.855.901	136,6	-2.670.841	127,7	-2.710.907	129,6	-2.091.430
Salgs og distributionsomkostninger	-1.844.415	134,0	-1.871.515	135,9	-1.802.490	130,9	-1.865.013	135,5	-1.376.687
Administrationsomkostninger	-258.435	103,1	-278.403	111,0	-301.201	120,1	-312.411	124,6	-250.707
Bruttoresultat (EBITDA)	1.389.701	182,3	1.334.557	175,1	1.257.583	165,0	1.167.567	153,2	762.174
Afskrivninger	-270.990	223,2	-268.894	221,5	-281.574	231,9	-278.493	229,4	-121.403
Amortiseringer	-25.675	262,0	-25.760	262,9	-28.794	293,8	-26.226	267,6	-9.800
Driftsoverskud fra salg (EBIT)	1.093.036	173,2	1.039.903	164,8	947.215	150,1	862.848	136,7	630.971
Skat på EBIT	-240.468	152,4	-228.779	145,0	-222.596	141,1	-211.398	134,0	-157.743
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	852.568	180,2	811.124	171,4	724.619	153,1	651.450	137,7	473.228
Andre driftsindtægter	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	2.642
Skatteeffekt	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	-661
Andre driftsindtægter efter skat	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1.982
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder	18.418	54,9	27.802	82,9	31.061	92,6	34.808	103,7	33.552
Andet driftsoverskud efter skat	18.418	49,1	27.802	74,1	31.061	82,8	34.808	92,8	37.515
Samlet driftsoverskud efter skat	870.986	170,5	838.926	164,3	755.680	148,0	686.258	134,4	510.743
Core nettofinansielle omkostninger efter skat	-27.149	58,2	-33.909	72,7	-62.776	134,5	-83.191	178,3	-46.670
Usædvanlige finansielle poster efter skat	-8.229	112,2	5.101	-69,6	12.235	-166,9	3.240	-44,2	-7.331
Samlede nettofinansielle omkostninger, skat	-35.378	65,5	-28.808	53,3	-50.541	93,6	-79.951	148,1	-54.001
Totalindkomst til ordinære aktionærer	835.609	182,9	810.119	177,4	705.139	154,4	606.307	132,7	456.742

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 54 – Trendanalyse af balance for Royal Unibrew A/S

t.DKK	Royal Unirew A/S									
Langfristede aktiver	2017		2016		2015		2014		2013	
<i>Immaterielle aktiver:</i>										
Goodwill	1.451.150	101,5	1.449.465	101,3	1.455.776	101,8	1.451.828	101,5	1.430.378	
Varemærker	1.232.067	99,7	1.230.330	99,5	1.233.475	99,8	1.233.341	99,8	1.236.102	
Distributionsrettigheder	170.092	79,3	182.083	84,9	195.030	90,9	206.768	96,4	214.592	
Kunderelationer	8.757	13,9	22.243	35,3	35.881	57,0	49.310	78,3	62.970	
Immaterielle aktiver	2.862.066	97,2	2.884.121	98,0	2.920.162	99,2	2.941.247	99,9	2.944.042	
<i>Materielle aktiver:</i>										
Projektudviklingsejendomme		0,0		0,0	197.506	68,0	238.439	82,1	290.539	
Grunde og bygninger	1.064.927	84,4	1.106.407	87,7	1.158.911	91,9	1.216.077	96,4	1.261.505	
Produktionsanlæg og maskiner	747.296	84,9	719.358	81,7	803.267	91,3	830.672	94,4	880.267	
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	236.533	99,2	222.341	93,2	214.880	90,1	239.003	100,2	238.466	
Mat. anlæg under opførelse	72.795	190,7	94.068	246,5	63.660	166,8	45.558	119,4	38.164	
Materielle aktiver	2.121.551	78,3	2.142.174	79,1	2.438.224	90,0	2.569.749	94,9	2.708.941	
<i>Andre langfristede aktiver, netto:</i>										
Kapitalandele i associerede virksomheder	127.911	96,5	143.978	108,6	135.371	102,1	136.249	102,8	132.523	
Andre kapitalandele	7.738	49,2	7.734	49,2	7.704	49,0	14.449	91,9	15.731	
Andre tilgodehavender	1.880	22,5	2.340	28,0	4.021	48,1	2.319	27,8	8.354	
Udsdudt skat	-378.231	82,7	-362.117	79,1	-375.396	82,0	-431.774	94,4	-457.571	
Anden gæld	-12.960	74,8	-13.556	78,3	-14.164	81,8	-24.713	142,7	-17.318	
Andre langfristede aktiver, netto	-253.662	79,7	-221.621	69,6	-242.464	76,2	-303.470	95,3	-318.281	
Anlægskapital	4.729.955	88,7	4.804.674	90,1	5.115.922	95,9	5.207.526	97,6	5.334.702	
<i>Kortfristede driftsaktiver:</i>										
Driftslikviditet	63.844	142,5	63.404	141,5	60.321	134,6	60.559	135,1	44.810	
Varebeholdninger	335.338	101,5	335.944	101,7	316.708	95,8	312.041	94,4	330.459	
Tilgodehavender fra salg	558.409	124,3	512.369	114,1	516.953	115,1	473.569	105,4	449.228	
Andre tilgodehavender	29.032	51,4	21.747	38,5	53.485	94,7	62.751	111,1	56.496	
Forudbetalte omkostninger	33.693	146,4	18.677	81,1	21.714	94,3	20.011	86,9	23.022	
Selskabsskat	16.164	137,5	0		0	0,0	0	0,0	11.754	
Kortfristede driftsaktiver	1.036.480	113,2	952.141	104,0	969.181	105,8	928.931	101,4	915.769	
<i>Kortfristede driftsforpligtelser:</i>										
Leverandørgæld	1.025.688	127,0	858.149	106,3	913.762	113,2	810.529	100,4	807.486	
Indløsningsforpligtelse, returemballage	0		0		0		0	0,0	103.938	
Anden gæld	866.936	110,9	894.774	114,4	985.219	126,0	872.271	111,5	782.052	
Selskabsskat	0	0,0	21.196	0,0	7.044	0,0	22.156	0,0	0	
Hensættelser	20.846	0,0	16.876	0,0	0	0,0	0	0,0	0	
Kortfristede driftsforpligtelser	1.913.470	113,0	1.790.995	105,8	1.906.025	112,6	1.704.956	100,7	1.693.476	
Arbejdskapital	-876.990	112,8	-838.854	107,9	-936.844	120,5	-776.025	99,8	-777.707	
Netto driftsaktiver (NDA)	3.852.965	84,6	3.965.820	87,0	4.179.078	91,7	4.431.501	97,2	4.556.995	

t.DKK	2017		2016		2015		2014		2013 = 100	
Ordinær egenkapital	2.814.151	131,9	2.911.377	136,5	2.934.805	137,6	2.818.351	132,1	2.132.977	
<i>Netto finansielle forpligtelser:</i>										
Overskydende likviditet	-620.782	311,7	56.487	-28,4	-272.864	137,0	-430.894	216,4	-199.152	
Realkreditinstitutter (kort- og langfristet)	862.048	113,1	863.981	113,4	1.014.528	133,2	1.177.287	154,5	761.901	
Kreditinstitutter (kort- og langfristet)	797.548	42,8	133.975	7,2	502.609	27,0	866.757	46,6	1.861.269	
Netto finansielle forpligtelser	1.038.814	42,9	1.054.443	43,5	1.244.273	51,3	1.613.150	66,5	2.424.018	
Samlet finansiering	3.852.965	84,6	3.965.820	87,0	4.179.078	91,7	4.431.501	97,2	4.556.995	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 55 – Budgetforudsætninger for Royal Unibrew A/S

Budgetforudsætninger for Royal Unibrew A/S							
		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T
Omsætningsvækst		4%	3,50%	3%	3%	2,50%	2,0%
EBITDA / Nettoomsætning		21,5%	22,0%	22,5%	23,0%	23,0%	24,0%
Afskrivning som % af materielle aktiver		-14%	-14%	-15%	-15%	-15%	-15%
Skattesats		22%	22%	22%	22%	22%	22%
Nettolånerente		2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%
Materielle aktiver / Nettoomsætning		30%	30%	30%	30%	30%	30%
Immaterielle aktiver / Nettoomsætning		45%	45%	45%	45%	45%	45%
Andre langfristede driftsaktiver / Nettoomsætning		-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Nettoarbejdskapital / Nettoomsætning		-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
Finansiel gearing (FGEAR)		0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 56 – Budgetterede resultatopgørelse for Royal Unibrew A/S

FORECAST - RESULTATOPGØRELSE									
År	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T		
Omsætningsvækst			4%	3,5%		3%	3%		2%
Nettomætning	6.384.386,0	6.639.761,4	6.872.153,1	7.078.317,7	7.290.667,2	7.472.933,9	7.622.392,6		
Driftsomkostninger	4.994.685,0	-5.212.212,7	-5.360.279,4	-5.485.696,2	-5.613.813,8	-5.754.159,1	-5.793.018,4		
Bruttoresultat (EBITDA)	1.389.701,0	1.427.548,7	1.511.873,7	1.592.621,5	1.676.853,5	1.718.774,8	1.829.374,2		
Afskrivninger	-270.990,0	-278.870,0	-288.630,4	-318.524,3	-328.080,0	-336.282,0	-343.007,7		
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	1.118.711,0	1.148.678,7	1.223.243,3	1.274.097,2	1.348.773,4	1.382.492,8	1.486.366,6		
Skat på EBIT	-246.116,4	-252.709,3	-269.113,5	-280.301,4	-296.730,2	-304.148,4	-327.000,6		
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	872.594,6	895.969,4	954.129,7	993.795,8	1.052.043,3	1.078.344,4	1.159.365,9		
Særlige indtægter	18.418,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Andre driftsomkostninger	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Nettofinansielle omkostninger	-25.586,2	-23.015,0	-23.820,5	-24.535,2	-25.271,2	-25.903,0	-26.421,0		
Skatteskjold	5.629,0	5.063,3	5.240,5	5.397,7	5.559,7	5.698,7	5.812,6		
Årets resultat	871.055,3	878.017,7	935.549,7	974.658,4	1.032.331,7	1.058.140,0	1.138.757,5		

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 57 – Budgetterede balance for Royal Unibrew A/S

FORECAST - BALANCE								
År	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T	
Immaterielle aktiver	2.862.066,00	2.987.892,65	3.092.468,89	3.185.242,96	3.280.800,25	3.362.820,25	3.430.076,66	
Materielle aktiver	2.121.551,00	1.991.928,43	2.061.645,93	2.123.495,30	2.187.200,16	2.241.880,17	2.286.717,77	
Andre langfristede driftsaktiver	-253.662,00	-331.988,07	-343.607,65	-353.915,88	-364.533,36	-373.646,69	-381.119,63	
Anlægskapital	4.729.955,00	4.647.833,01	4.810.507,16	4.954.822,38	5.103.467,05	5.231.053,73	5.335.674,80	
Nettoarbejdskapital	-876.990,14	-995.964,22	-1.030.822,96	-1.061.747,65	-1.093.600,08	-1.120.940,08	-1.143.358,89	
Nettodriftsaktiver (NDA)	3.852.964,86	3.651.868,79	3.779.684,20	3.893.074,73	4.009.866,97	4.110.113,64	4.192.315,91	
Egenkapital primo	2.814.151,00	2.814.151,00	2.745.766,01	2.841.867,82	2.927.123,85	3.014.937,57	3.090.311,01	
+ Årets resultat		878.017,70	935.549,72	974.658,38	1.032.331,74	1.058.140,03	1.138.757,49	
- Dividender		-946.402,69	-839.447,91	-889.402,35	-944.518,02	-982.766,59	-1.076.951,27	
Egenkapital ultimo		2.745.766,01	2.841.867,82	2.927.123,85	3.014.937,57	3.090.311,01	3.152.117,23	
Netto finansielle forpligtelser	1.038.813,86	906.102,78	937.816,38	965.950,87	994.929,40	1.019.802,63	1.040.198,69	0,75
		0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
								0,25
Samlet finansiering	3.852.964,86	3.651.868,79	3.779.684,20	3.893.074,73	4.009.866,97	4.110.113,64	4.192.315,91	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 58 – Budgetkontrol for Royal Unibrew A/S

BUDGETKONTROL								
År	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T	
Samlet driftsoverskud efter skat (NOPAT)	872.595	895.969	954.130	993.796	1.052.043	1.078.344	1.159.366	
Nettodriftsaktiver (NDA)	3.852.965	3.651.869	3.779.684	3.893.075	4.009.867	4.110.114	4.192.316	
Afkastningsgrad	22,65%	24,53%	25,24%	25,53%	26,24%	26,24%	27,65%	
Samlet driftsoverskud efter skat (NOPAT)	872.595	895.969	954.130	993.796	1.052.043	1.078.344	1.159.366	
Nettoomsætning	6.384.386	6.639.761	6.872.153	7.078.318	7.290.667	7.472.934	7.622.393	
Overskudsgrad	13,67%	13,49%	13,88%	14,04%	14,43%	14,43%	15,21%	
Nettoomsætning	6.384.386	6.639.761	6.872.153	7.078.318	7.290.667	7.472.934	7.622.393	
Nettodriftsaktiver	3.852.965	3.651.869	3.779.684	3.893.075	4.009.867	4.110.114	4.192.316	
Aktivernes omsætningshastighed	1,66	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 59 – Cash flow statement for Royal Unibrew A/S

Cash flow statement							
År		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023T
Samlet driftsoverskud efter skat (NOPAT)		895.969	954.130	993.796	1.052.043	1.078.344	1.159.366
Afskrivninger		278.870	288.630	318.524	328.080	336.282	343.008
Δ Nettoarbejdskapital (NWC)		118.974	34.859	30.925	31.852	27.340	22.419
Δ Investeringer i immaterielle og materielle aktiver		-196.748	-451.305	-462.840	-476.725	-463.869	-447.629
Free cash flow to the firm (FCFF)		1.097.065	826.314	880.405	935.251	978.098	1.077.164
Δ Netto finansielle forpligtelser		-132.711	31.714	28.134	28.979	24.873	20.396
Netto finansielle omkostninger		-23.015	-23.821	-24.535	-25.271	-25.903	-26.421
Skatteskjold		5.063	5.241	5.398	5.560	5.699	5.813
Free cash flow to equity (FCFE)		946.403	839.448	889.402	944.518	982.767	1.076.951
Dividends		-946.403	-839.448	-889.402	-944.518	-982.767	-1.076.951
Cash surplus		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Cash flow statement								Betegnelse / Beregning
År	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
t	1	2	3	4	5	6		
Omsætningsvækst		4%	3,50%	3%	3%	2,50%	2,0%	Growth, g
(1) NOPAT		895.969	954.130	993.796	1.052.043	1.078.344	1.159.366	
(2) + Afskrivninger		278.870	288.630	318.524	328.080	336.282	343.008	Materielle aktiver * Afskrivningssats
(3) - Δ Nettoarbejdskapital (NWC)		118.974	34.859	30.925	31.852	27.340	22.419	Nettoarbejdskapital_t-1-NDA_t
(4) - Δ Investeringer i immaterielle og materielle aktiver		-196.748	-451.305	-462.840	-476.725	-463.869	-447.629	Anlægskapital_t-1 - Anlægskapital_t - Afskrivninger
Free cash flow to the firm (FCFF)		1.097.065	826.314	880.405	935.251	978.098	1.077.164	1+2+3+4
Diskonteringsfaktor for budgetperioden		0,944998	0,893022	0,843904	0,797488	0,753625		(1+WACC)^-n
Diskonteringsfaktor for terminalperioden							0,027207	(WACC - g) * (1+WACC)^-n
WACC	5,820%							
Nutidsværdi af FCFF i budgetperioden		1.160.918,0	925.301,5	1.043.252,9	1.172.746,5	1.297.858,0		FCFF/(1+WACC)^-n
Nutidsværdi af FCFF i terminalperioden							39.591.152,7	FCFF/((WACC-g)*(1+WACC)^-n)
Estimeret enterprise value	45.191.230							
Netto finansielle forpligtelser	1.038.814							
Estimeret markedsværdi af egenkapital	44.152.416							
Antal udstående aktier ultimo 2017, tusinder	52.700							
Pris per aktie	838							
Nettoarbejdskapital	-876.990	-995.964	-1.030.823	-1.061.748	-1.093.600	-1.120.940	-1.143.359	
Δ Nettoarbejdskapital		118.974	34.859	30.925	31.852	27.340	22.419	Nettoarbejdskapital_t-1-NDA_t
Anlægskapital ultimo		4.647.833	4.810.507	4.954.822	5.103.467	5.231.054	5.335.675	
Afskrivninger		278.870	288.630	318.524	328.080	336.282	343.008	
Anlægskapital primo		-4.729.955	-4.647.833	-4.810.507	-4.954.822	-5.103.467	-5.231.054	
Investeringer i anlægskapital		196.748	451.305	462.840	476.725	463.869	447.629	
WACC	5,820%							
r_F	2,00%							
r_S	0,54%							
T	22%							
r_D	1,98%							
r_F	2,00%							
r_M	8,00%							
Beta	0,85							
r_E	7,10%							
E	75%							
D	25%							

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 60 – EV/EBITDA multipler for Royal Unibrew og peers

FR 1-BLOOMBERG

CANCEL HELP SEARCH NEWS QUOTE QUOTE MSG MENU PRINT PG BA PG FW

< > ROYAL UNIBREW Equity FA Related Function... Menu Message

RBREW DC DKK C 557.00 +2.00 C-- / -- C -- X--
On 17 Aug d Vol 117,322 O 556.50 C H 564.00 C L 556.00 C Val 65.478M

RBREW DC Equity 96) Actions 97) Export 98) Settings Financial Analysis

ADJ Royal Unibrew A/S Periods 10 Annuals Cur DKK

	2015 Y	2016 Y	2017 Y	Current	2018 Y Est	2019 Y Est
In Millions of DKK except Per Share	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	08/20/2018	12/31/2018	12/31/2019
12 Months Ending	0.03	2.42	2.30			
EV/EBITDA	13.29	11.81	14.66	21.62	19.17	18.75
Average	10.17	14.09	13.77			
High	15.92	15.69	15.88			
Low	3.48	11.90	11.63			
EV/EBIT	17.79	15.29	18.73	27.57	25.19	24.06
Average	13.93	18.86	17.82			
High	21.79	21.00	20.55			
Low	4.76	15.73	15.05			
Price/Share	280.10	272.60	371.80	557.00		
High	310.00	334.80	374.40	564.00		
Low	42.72	246.00	259.60	556.00		
Enterprise Value	16,309.5	15,301.7	20,009.8	30,631.4		
Average	11,511.7	17,300.8	17,840.8			
High	18,006.1	19,253.4	20,568.8			
Low	3,934.3	14,606.2	15,062.4			

341 BSE 8:54 RELIC TECH (RLCF) Sales 2.25, Profit 0.30, 06/30/18
340 BSE 8:54 TERA SOFTWARE (TERA) Sales 240.38, Profit 2.11, 06/30/18
BN 8:54 *TURKIYE IS BANKASI TO BUY BACK GROUP C SHRS UP TO 130,000,000
339 ASX 8:54 [Delayed] IVC:CEASING TO BE A SUBSTANTIAL HOLDER (SPGS)

Set targets & stop losses in 2-clicks for better trading. APPS MRKV<GO> APPS

Kilde: Bloomberg

4-BLOOMBERG

CANCEL HELP SEARCH NEWS QUOTE QUOTE MSG MENU PRINT PG BA PG FW

< > CARLSBERG-B Equity FA Related Functions Menu Message

CARLB DC Equity 96) Actions 97) Export 98) Settings Financial Analysis

ADJ Carlsberg A/S Periods 10 Annuals Cur DKK

	2015 Y	2016 Y	2017 Y	Current	2018 Y Est	2019 Y Est
In Millions of DKK except Per Share	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	08/20/2018	12/31/2018	12/31/2019
12 Months Ending	1.77	1.70	1.77			
EV/EBITDA	31.67	9.49	15.87	16.72	10.33	9.93
Average	11.24	31.66	10.36			
High	31.80	34.14	15.71			
Low	9.86	9.48	9.43			
EV/EBIT	-	14.99	33.83	33.41	15.25	14.49
Average	17.28	14.98	16.40			
High	18.99	14.98	33.48			
Low	15.27	14.98	14.90			
Price/Share	612.50	609.50	745.00	784.00		
High	652.50	681.00	756.50	795.40		
Low	458.60	516.00	600.50	782.40		
Enterprise Value	130,080.0	122,524.4	136,976.8	139,805.9		
Average	129,064.9	130,376.0	133,508.7			
High	141,863.8	140,258.8	143,735.2			
Low	114,058.8	116,228.3	121,744.7			

Create chart packs and custom reports from fundamental data. RWR

Kilde: Bloomberg

4-BLOOMBERG

CANCEL HELP SEARCH NEWS QUOTE QUOTE MSG MENU PRINT PG BA PG FW

< > HEINEKEN NV Equity FA Related Functions Menu Message

HEIA NA Equity 96 Actions 97 Export 98 Settings Financial Analysis

ADJ Heineken NV Periods 10 Annuals Cur EUR

	2015 Y	2016 Y	2017 Y	Current	2018 Y Est	2019 Y Est
12 Months Ending	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	08/20/2018	12/31/2018	12/31/2019
EV/EBITDA	12.39	11.61	12.91	13.34	11.51	10.83
Average	12.72	12.40	13.17			
High	14.46	13.20	13.96			
Low	10.57	11.16	11.45			
EV/EBIT	18.81	19.26	19.03	20.12	16.76	15.49
Average	19.30	18.84	21.84			
High	21.93	20.04	23.17			
Low	16.04	16.95	19.00			
Price/Share	78.77	71.26	86.93	86.00		
High	85.90	86.95	89.71	87.14		
Low	56.14	67.47	69.04	85.34		
Enterprise Value	57,847.0	53,062.5	63,781.0	63,869.2		
Average	53,667.4	57,898.8	60,227.6			
High	60,958.7	61,610.7	64,285.9			
Low	44,588.7	52,123.9	52,343.7			

TOPLive: Keep up on events with Bloomberg's live blogs. TLIV

Kilde: Bloomberg

4-BLOOMBERG

CANCEL HELP SEARCH NEWS QUOTE QUOTE MSG MENU PRINT PG BA PG FW

< > ANADOLU EFES BIR Equity FA Related Functions Menu Message

AEFES TI TRY C 21.14 -0.30

On 17 Aug c Vol 693,155 C 21.44 I H 21.58 I L 20.94 I Val 14.749M

AEFES TI Equity 96 Actions 97 Export 98 Settings Financial Analysis

ADJ Anadolu Efes Biracilik Ve Malt Sanayii AS Acct Con Mixed Periods 10 Annuals Cur TRY

	2015 Y	2016 Y	2017 Y	Current	2018 Y Est	2019 Y Est
12 Months Ending	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	08/20/2018	12/31/2018	12/31/2019
EV/EBITDA	11.36	11.20	10.62	10.72	10.52	8.74
Average	12.02	11.41	12.43			
High	13.43	12.58	13.58			
Low	10.82	10.59	10.62			
EV/EBIT	19.88	20.57	18.53	18.00	18.45	14.68
Average	21.27	19.97	22.84			
High	23.75	22.01	24.95			
Low	19.15	18.53	18.53			
Price/Share	18.89	17.63	24.20	21.14		
High	26.05	22.62	24.80	21.58		
Low	18.00	14.41	17.86	20.94		
Enterprise Value	19,541.2	19,419.5	23,193.3	27,291.0		
Average	20,088.1	19,624.6	21,575.9			
High	22,434.5	21,631.3	23,546.5			
Low	18,088.5	18,214.8	19,804.4			

Focus on trading, not document management. KYC

Kilde: Bloomberg

4-BLOOMBERG

CANCEL HELP SEARCH NEWS QUOTE QUOTE MSG MENU PRINT PG BA PG FW

< > OLVI OYJ-A Equity FA Related Functions Menu Message

OLVI FH Equity 90 Actions 97 Export 98 Settings Financial Analysis

ADJ Olvi OYJ Periods 10 Annuals Cur EUR

1 Key Stats 2 I/S 3 B/S 4 C/F 5 Ratios 6 Segments 7 Addl 8 ESG 9 Custom

11 Adj Highlights 12 GAAP Highlights 13 Earnings 14 Enterprise Value 15 Multiples 16 Per Share 17 Stock Value

In Millions of EUR except Per Share

	2013 Y	2014 Y	2015 Y	2016 Y	2017 Y	Current
12 Months Ending	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	08/20/2018
EV/EBITDA	11.28	8.87	9.13	9.91	9.24	10.04
Average	10.72	9.91	9.89	10.41	10.25	
High	12.30	11.44	11.14	11.55	11.44	
Low	8.84	8.53	8.82	8.50	8.93	
EV/EBIT	14.83	12.09	13.06	14.50	13.53	14.68
Average	18.36	13.03	13.49	14.90	15.00	
High	21.09	15.04	15.19	16.53	16.74	
Low	14.83	11.23	12.03	12.17	13.07	
Price/Share	28.60	21.07	22.19	28.00	29.87	32.10
High	28.75	29.90	27.20	28.51	32.49	32.30
Low	19.70	20.70	20.51	20.30	25.05	31.50
Enterprise Value	641.0	496.4	495.5	586.4	605.3	662.1
Average	561.5	563.1	553.7	565.2	607.0	
High	644.1	650.2	623.7	626.8	677.1	
Low	463.1	485.2	493.9	461.6	528.6	

Kilde: Bloomberg

Bilag 61 – P/E multipler for Royal Unibrew og peers

1-BLOOMBERG

ROYAL UNIBREW Equity

Financial Analysis

Key Stats	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	Current	2018 Y Est
P/E	19.24	21.55	18.54	23.24	33.19	29.09
Average	3.89	15.87	22.69	21.54		
High	4.78	26.24	25.69	25.27		
Low	2.99	3.80	18.54	17.69		
P/Book	4.26	5.15	4.92	6.76	10.52	9.92
Average	0.92	3.51	5.43	5.71		
High	1.14	5.81	6.15	6.76		
Low	0.71	0.84	4.57	4.69		
P/Tangible Book		1,032.95	525.05			
Average		1,032.95	1,086.19	609.56		
High		1,032.95	1,231.72	715.34		
Low		1,032.95	525.05	500.97		
P/Sales	1.98	2.54	2.29	3.03	4.42	4.06
Average	0.42	1.64	2.68	2.66		
High	0.52	2.83	3.04	3.15		
Low	0.32	0.39	2.23	2.18		

Charts Featured on TV: Browse, save and watch the day's top data visualizations.

Kilde: Bloomberg

4-BLOOMBERG

CARLSBERG-B Equity

Financial Analysis

Key Stats	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	Current	2018 Y Est	2019 Y Est
P/E	19.56	20.73	23.58	83.89	22.76	21.08
Average	22.41	20.73	90.24			
High	16.06	20.73	20.56			
Low						
P/Book	2.15	1.83	2.42	2.60	2.40	2.27
Average	1.65	2.15	2.06			
High	2.15	2.38	2.42			
Low	1.35	1.82	1.81			
P/Sales	1.43	1.48	1.84	1.96	1.95	1.90
Average	1.34	1.43	1.67			
High	1.54	1.59	1.85			
Low	1.08	1.20	1.46			
P/Cash Flow	8.05	0.73	0.43	0.51	11.43	10.51

The right investors are everything. Find them here.

Kilde: Bloomberg

4-BLOOMBERG

CANCEL HELP SEARCH NEWS QUOTE QUOTE MSG MENU PRINT PG BA PG FW

< > HEINEKEN NV Equity FA Related Functio... Menu Message ★ ✎ ⚙ ?

HEIA NA Equity 96) Actions 97) Export 98) Settings Financial Analysis

ADJ Heineken NV Periods 10 Annuals Cur EUR

1) Key Stats	2) I/S	3) B/S	4) C/F	5) Ratios	6) Segments	7) Addl	8) ESG	9) Custom
11) Adj Highlights	12) GAAP Highlights	13) Earnings	14) Enterprise Value	15) Multiples	16) Per Share	17) Stock Value		
In Millions of EUR except Per Share		2015 Y	2016 Y	2017 Y	Current	2018 Y Est	2019 Y Est	
12 Months Ending		12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	08/20/2018	12/31/2018	12/31/2019	
P/E		23.80	26.39	25.64	24.32	21.05	19.20	
Average		27.46	23.58	30.68				
High		32.28	26.39	33.04				
Low		21.52	20.53	25.64				
P/Book		3.32	3.07	3.72	3.63	3.33	3.00	
Average		3.36	3.28	3.57				
High		3.95	3.55	3.84				
Low		2.63	2.86	2.98				
P/Tangible Book		-	-	-				
Average		-	-	-				
High		-	-	-				
Low		-	-	-				
P/Sales		2.20	1.95	2.26	2.21	2.20	2.11	
Average		2.17	2.18	2.27				
High		2.56	2.43	2.46				
Low		1.68	1.88	1.89				

Factors to Watch: Pay attention to the metrics that matter. FTW

Kilde: Bloomberg

4-BLOOMBERG

CANCEL HELP SEARCH NEWS QUOTE QUOTE MSG MENU PRINT PG BA PG FW

< > ANADOLU EFES BIR Equity FA Related Functio... Menu Message ★ ✎ ⚙ ?

AEFES TI Equity 96) Actions 97) Export 98) Settings Financial Analysis

ADJ Anadolu Efes Biracilik Ve Malt Sanayii AS Acct Con Mixed Periods 10 Annuals Cur TRY

1) Key Stats	2) I/S	3) B/S	4) C/F	5) Ratios	6) Segments	7) Addl	8) ESG	9) Custom
11) Adj Highlights	12) GAAP Highlights	13) Earnings	14) Enterprise Value	15) Multiples	16) Per Share	17) Stock Value		
In Millions of TRY except Per Share		2015 Y	2016 Y	2017 Y	Current	2018 Y Est	2019 Y Est	
12 Months Ending		12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	08/20/2018	12/31/2018	12/31/2019	
P/E		-	-	95.90	284.40	31.32	19.72	
Average		-	-	95.90				
High		-	-	95.90				
Low		-	-	95.90				
P/Book		1.45	1.13	1.44	1.07	1.20	1.05	
Average		1.70	1.46	1.36				
High		2.01	1.72	1.57				
Low		1.44	1.13	1.17				
P/Tangible Book		-	-	-				
Average		-	-	-				
High		-	-	-				
Low		-	-	-				
P/Sales		1.10	1.00	1.11	0.84	0.80	0.70	
Average		1.29	1.10	1.21				
High		1.54	1.31	1.41				
Low		1.06	0.84	1.01				

Reduce your execution slippage with intelligent futures algorithms. APPS QB<GO> APPS

Kilde: Bloomberg

4-BLOOMBERG

CANCEL HELP SEARC NEWS QUOTE QUOTE MSG MENU PRINT PG BA PG FW

< > OLVI OYJ-A Equity FA Related Function... Menu Message

OLVI FH Equity 96) Actions 97) Export 98) Settings Financial Analysis

ADJ Olvi OYJ Periods 10 Annuals Cur EUR

1) Key Stats 2) I/S 3) B/S 4) C/F 5) Ratios 6) Segments 7) Addl 8) ESG 9) Custom

11) Adj Highlights 12) GAAP Highlights 13) Earnings 14) Enterprise Value 15) Multiples 16) Per Share 17) Stock Value

In Millions of EUR except Per Share	2015 Y	2016 Y	2017 Y	Current	2018 Y Est	2019 Y Est
12 Months Ending	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	08/20/2018	12/31/2018	12/31/2019
P/E	20.55	17.83	17.27	18.24	17.83	16.69
Average	15.21	23.62	18.45			
High	20.55	26.40	20.61			
Low	13.34	17.83	16.05			
P/Book	2.51	2.88	2.87	3.06	2.80	2.57
Average	2.60	2.88	2.98			
High	2.97	3.22	3.33			
Low	2.29	2.32	2.59			
P/Tangible Book	2.82	3.22	3.18	3.64		
Average	2.95	3.24	3.33			
High	3.37	3.62	3.72			
Low	2.60	2.61	2.90			
P/Sales	1.48	1.81	1.80	1.88	1.82	1.78
Average	1.54	1.71	1.87			
High	1.76	1.91	2.10			
Low	1.33	1.36	1.62			

Map cross-border equity and bond action. FOFP

Kilde: Bloomberg