

Strategisk analyse & værdiansættelse af Royal Unibrew A/S



Maria Ulriksen

Denne opgave vil med udgangspunkt i en strategisk analyse, regnskabsanalyse og budgettering fastsætte den teoretiske markedsværdi af Royal Unibrew A/S p. 31.12.2018

Copenhagen Business School -
HD 2.del Finansiering
Hovedopgave 2018

Vejleder: Lennart Jønsson

5/2/2018

Indhold

Afsnit 1 - Indledning	4
1.1 - Problemformulering	5
Afsnit 2 - Metode og modelvalg	6
2.1 - Afgrænsning	8
2.2 - Data og kildekritik	9
Afsnit 3 - Introduktion af Royal Unibrew	10
3.1 - Historie	10
3.2 - Markeder og produkter	11
3.2.1 - Vesteuropa	12
3.2.2 - Det baltiske område	13
3.2.2 - Maldrikke og eksport	14
3.3 Aktieinformation og Ejerforhold	14
Opsummering	15
Afsnit 4 - Strategisk analyse	15
4.1 PESTEL Analyse	15
4.1.2 - Politiske forhold	16
4.1.3 - Økonomiske forhold	20
4.1.4 - Sociokulturelle forhold	21
4.1.5 - Teknologi	23
4.1.6 - Miljø	23
4.1.7 - Lovgivning	24
Opsummering af PESTEL	25
4.2 - Porters Five Forces	26
4.2.1 - Konkurrencen i branchen	27
4.2.2 - Truslen fra nye indtrængere	29
4.2.3 - Kundernes forhandlingskraft	31
4.2.4 - Leverandørernes forhandlingskraft	33
4.2.5 - Truslen fra Substituerende produkter	34
Opsummering af Porters Five Forces	34
4.3 - Porters værdikæde	36
4.3.1 - Primære aktiviteter	36
4.3.2 - Støtte aktiviteter	39

Opsummering af porters værdikæde	40
4.4 - SWOT-Analyse	40
Afsnit 5 – Regnskabsanalyse.....	42
5.1 - Reformulering af resultatopgørelsen	43
5.1.1 - Andre driftsindtægter / driftsomkostninger	45
5.1.2 - Skat	45
5.1.3 - Dirty-surplus	46
5.2 - Trendanalyse og Common size analyse.....	46
5.3 - Reformulering af balancen	47
5.3.1 - Likvidbeholdning	49
5.3.2 - Projektudviklingsejendom	49
5.4 - Rentabilitetsanalyse	49
5.4.1 – Egenkapitalens forretning / ROE	50
5.4.2 – Afkastningsgraden / ROIC.....	50
5.4.5 - Finansiell Gearing	51
5.4.3 - Overskudsgraden.....	52
5.4.4 - Aktivernes omsætningshastighed	53
Opsummering af afsnit 5	54
Afsnit 6 - Budgettering	54
6.1 - Budgetperioden.....	55
6.1.1 - Fremtidige investeringer:	56
6.1.2 - Nettoomsætning - udvikling:.....	56
6.1.3 - Overskudsgrad fra salg (efter skat) og Core EBIT-margin- udvikling:.....	57
6.1.4 - Skattesatser:	57
6.1.5 - Arbejdskapital samt anlægskapital:	58
6.1.6 - Finansiell gearing.....	58
6.1.7 - Netto lånerente	58
Opsummering på budgettering	59
Afsnit 7 - Værdiansættelse	60
7.1 - Værdiansættelsesmodeller	60
7.2 - DCF modellen	60
7.3 - De vægtede kapitalomkostninger - WACC	61
7.3.1 - Kapitalstrukturen.....	62

7.3.2 – Afkastkrav til egenkapitalen / CAPM	63
7.3.2.1 - Den risikofrie rente.....	64
7.3.2.2 - Beta.....	65
7.3.2.3 - Markedets risikopræmie	67
7.3.2.4 - Likviditetstillæg.....	68
Beregning af CAPM.....	69
7.3.3 Afkastkravet til fremmedkapitalen.....	69
Beregning af afkastkravet til fremmedkapitalen.....	72
Beregning af WACC.....	72
Delkonklusion – værdiansættelsesmodeller	72
7.5 - Følsomhedsanalyse	73
Afsnit 8 - Konklusion	75
Kilde- og litteratur liste:.....	77
Bøger:	77
Årsregnskaber:.....	77
Passport / Euromonitor international:	78
Øvrig kilde og litteratur:	79
Bilag	82
Bilag 1 - Ølafgifter.....	82
Bilag 2 – Off- trade vs on-trade	83
Bilag 3 – Nasdaq, dansk statsobligation	84
Bilag 4 – Bloomberg, Beta	85
Bilag 5 – Moody’s rating.....	86
Bilag 6 – Royal Unibrew Regnskab	87
Bilag 7 – Reformuleret resultatopgørelse	89
Bilag 8 – Reformuleret Balance	90
Bilag 9 - Nøgletal.....	91
Bilag 10 – Trendanalyse og Common Size analyse	91
Bilag 11 – FCFF.....	92
Bilag 12 – Forecast / budgetperiode	92
Bilag 13 – DCF og RIDO	93
Bilag 14 – Følsomhedsanalyse	93

Afsnit 1 - Indledning

Formålet med denne opgave er at analysere den danske Bryggerivirksomhed Royal Unibrew A/S¹ for at fastsætte den teoretiske markedsværdi af aktien pr. 31.12.2017.

Royal Unibrew A/S er en virksomhed, der har haft deres op- og nedture over årene. Efter Royal Unibrew blev ramt af finanskrisen og måtte nedjustere forventningerne i 2008, tiltrådte Henrik Brandt som CEO. Henrik Brandt blev på mange måder skildret som manden, der sikrede at Royal Unibrew igen kom oven på og nu ses som en virksomhed med stor succes. Efter Henrik Brandts tiltræden og som et forsøg på at få rettet op oven på finanskrisen, foretog man en aktieemission i 2009. Emissionen skulle sikre et kapitalbehov, som var opstået.

I 2013 opkøbte Royal Unibrew det kriseramte bryggeri Hartwall i Finland. Opkøbet var jf. Henrik Brandt et forsøg på at styrke markedspositionen ved opkøb af en virksomhed, der havde et bredt, attraktivt sortiment og en stærk position i Finland. I dag, ca. 5 år efter opkøbet, står Royal Unibrew stærkere og har opnået effektivisering samt udbytte heraf. I oktober 2017 annonceredes det, at Royal Unibrew havde indgået aftale med Campari Group om opkøb af de italienske læskedrikbrands Terme di Crodo og Lemon Soda. Dermed skal Royal Unibrew endnu engang igennem en forandringsproces. Hvad forventningerne er til det, samt hvor meget værdi det kan give Royal Unibrew, er det interessante.

Figur 1 fortæller i nogen grad om investorenes forventninger til Royal Unibrew og markedet. Disse forventninger kan så være mere eller mindre kvalificerede. Som det fremgår af figuren, har markedet haft tiltro til resultaterne samt den rejse, Henrik Brandt har ledt Royal Unibrew ud på. Enkelte udsving har undervejs fundet sted, hvilket forventeligt kan tilskrives investorernes usikkerhed. Et billede på dette er b.l.a. det større fald, der sker ved udgangen af 2016, hvor CEO Henrik Brandt offentliggjorde, at han ville fratræde sin stilling.

¹ Vil herfra alene benævne Royal Unibrew



Figur 1 – Udklip fra Nordea Investor af udvikling på aktiekursen fra 16.11.2012 til 23.03.2018 på Royal Unibrew

Mange investorer foretager ikke en dybdegående analyse. Dette er forventeligt grundet den mængde tid, det tager, samt antallet/mængden af aktier i deres portefølje. Derimod foretages investeringer ud fra nyhedsinformationer, bankernes aktieanalytikeres udsagn eller anden hurtig, tilgængelig information. Derfor kan det også argumenteres hvorfor markedskursen ikke nødvendigvis afspejler den teoretiske værdi.

Opgaven her vil fastlægge den teoretiske værdi, hvilket sker ud fra en analyse af virksomhedens historiske formåen, forventninger til fremtiden samt af faktorer der kan have betydning for Royal Unibrews omsætning. Derfor kan det heller ikke forventes, at værdiansættelsen i denne opgave nødvendigvis afspejler aktiens pris pr. den 31.12.2017

1.1 - Problemformulering

Formålet med denne opgave er at analysere og vurdere Royal Unibrews markedsværdi, hvorfor opgavens overordnede problemformulering er:

- Hvad er den teoretiske markedsværdi af Royal Unibrew pr. 31.12.2017

For at kunne besvare den overordnede problemformulering, undersøges følgende underspørgsmål:

Strategisk Analyse:

- Hvilke interne og eksterne faktorer har indflydelse og kan påvirke virksomhedens værdiskabelse henholdsvis positivt såvel som negativt?
- Hvordan har de udefrakommende faktorer påvirket indtil nu, og hvad kan forventes af fremtiden?

Regnskabsanalyse:

- Hvordan har den økonomiske udvikling været de sidste 7 år?
- Hvordan har de finansielle nøgletal udviklet sig, og hvad kan forventes i fremtiden?

Budgettering:

- Hvordan forventes værdidriverne for Royal Unibrew at udvikle sig over budgetperioden, og hvilke forhold gør sig i den forbindelse gældende?

Værdiansættelse:

- Hvordan bestemmes værdien af Royal Unibrew?
- Er den beregnede teoretiske værdi realistisk, eller er den over- eller undervurderet?

Afsnit 2 - Metode og modelvalg

Dette afsnit vil indeholde et overblik over struktur, modeller og metoder. I nedenstående figur 2 er opgavens struktur skitseret. Efterfølgende vil modeller og metoder brugt i de enkelte afsnit blive beskrevet.



Figur 2 : Egen tilvirkning

Indledning

Indledningen vil være et overblik over opgavens indhold, problemformulering, metode og afgrænsning.

Virksomhedsbeskrivelse

Virksomhedsbeskrivelsen vil være en kort beskrivelse af virksomheden, som har til formål, at give overblik over Royal Unibrew som virksomhed i forhold til dens historie og ejerforhold. Ligeledes vil afsnittet give et overblik over virksomhedens markeds- og produksituation.

Strategisk analyse

I den strategiske analyse vil jeg finde frem til de ikke-finansielle værdidrivere og risikofaktorer, som jeg vurderer, påvirker Royal Unibrews nu, og deres fremadrettede værdiskabelse. Formålet med den strategiske analyse er at finde forklaringer, der støtter op om regnskabstallene, for bedre at kunne foretage en realistisk og kvalificeret vurdering i afsnittet om budgettering.

Værdidriverne vil jeg finde frem til ved at foretage en intern og en ekstern analyse af virksomheden.

De makroøkonomiske eksterne faktorer vil blive belyst via PESTEL analyse samt Porters Five Forces.

Begge modeller har det formål at kigge på de samfundsmæssige og branchemæssige forhold, der kan påvirke de ikke-finansielle værdidrivere.

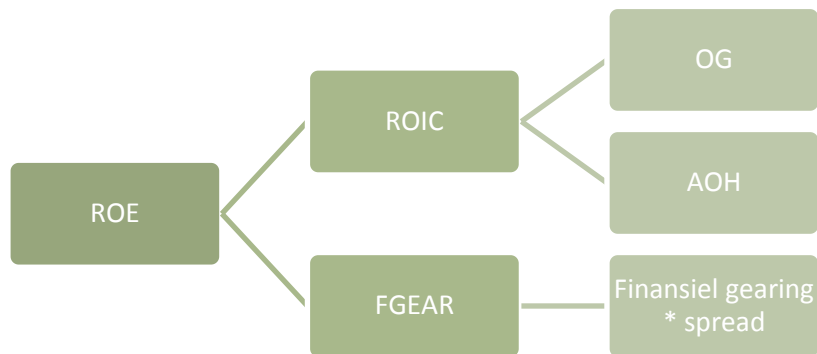
Den interne analyse vil blive foretaget med udgangspunkt i Porters værdikæde.

Porters værdikæde er designet til produktionsvirksomheder og ser på hvilke aktiviteter i virksomheden, der skaber værdi for kunden og aktionærerne.

Til sidst vil det hele blive sammenbragt i en SWOT analyse

Regnskabsanalyse

I dette afsnit vil jeg foretage en regnskabsanalyse af Royal Unibrews seneste 7 årsregnskaber. Formålet er at identificere de finansielle værdidrivere og se på deres historiske udvikling. Dette gøres ved at reformulere regnskaberne for at finde virksomhedens samlede overskud ved opdeling i driftsoverskud og nettofinansielle omkostninger. Opdelingen skal sikre, at posterne fra anden totalindkomst bringes ind i resultatopgørelsen, så en såkaldt "clean surplus accounting" opnåes. Gældende regnskabspraksis gør det muligt at visse regnskabsposter føres direkte over på egenkapitalopgørelsen.



Figur 3: Egen tilvirkning

Budgettering

I afsnittet om budgetteringen vil resultaterne fra regnskabsanalysen og en strategiske analyse blive brugt til at udarbejde en fremtidig budgettering for Royal Unibrew.

Værdiansættelse

I værdiansættelsen vil jeg indledningsvis diskutere valg af værdiansættelsesmodel med fokus på multipler og de indirekte modeller RIDO og DCF. Herfra skal WACC'en estimeres, og denne består bl.a. af afkastkravet til egenkapitalen, også kaldet CAPM, samt fremmedkapitalen. I værdiansættelsen gør jeg brug af de estimer, som er fundet under budgetteringen til at udregne den teoretiske værdi af Royal Unibrew.

Konklusion

Konklusionen vil være en opsummering af opgaven og dens delkonklusioner samt en samlet konklusion, der ligeledes vil besvare problemformuleringen.

2.1 - Afgrænsning

Denne opgave har, som det fremgår af problemformuleringen, til formål at værdiansætte Royal Unibrew. Da en fuld værdiansættelse kan være omfangsrig, er der foretaget enkelte afgrænsninger grundet opgaven er underlagt restriktioner som eksempelvis sideantal. Afgrænsningerne forventes ikke at have en større betydning for værdiansættelsen, men de ville kunne bidrage til større sikkerhed omkring den estimerede værdi.

Som det fremgår af problemformuleringen, vil datoen for værdiansættelsen være 31.12.2017, hvorfor det primært vil være information inden denne dato, opgaven vil tage udgangspunkt i. Enkelte tilfælde

vil dog være at finde. Et eksempel på dette er at Royal Unibrews årsrapport for 2017, som bygger på data og information inden for den givne tidsperiode, men først er fuldt udarbejdet og udgivet efter skæringsdatoen.

Royal Unibrew har som nævnt i indledningen, netop købt nogle af Group Camparis brands. Her er der også enkelte eksempler på information, som er efter skæringsdatoen men da det er relativt nyt, og det hele først er faldet på plads primo januar 2018, har det været en nødvendighed specielt i forhold til budgetteringen. Campari Groups regnskaber afspejler ikke bare det af Royal Unibrew opkøbte brand. De afspejler i lige så stor grad salg af øvrige produkter hos Campari Group. Derfor og grundet opgavens omfang vil jeg ikke udarbejde en fuld reformulering på disse regnskaber, men alene forholde mig til de informationer der er givet i form af omsætning mm. alene for disse brands. Samtidig er der ikke udarbejdet regnskabsanalyser på konkurrerende virksomheder, da det er vurderet at store dele af information og nøgletal vil være at kunne finde i andet materiale.

Royal Unibrew opererer på flere markeder verden over og med flere forskellige produkter. Af hensyn til opgavens omfang og mulighed for data, vil jeg i opgaven primært arbejde med den segmentering og markedsinddeling, Royal Unibrew selv arbejder med.

Sidst men ikke mindst forventes det at læser af denne opgave er bekendt med teorier og begreber inden for værdiansættelse, hvorfor beskrivelse af begreber og teorier vil være i et mindre omfang og kun uddybes i tilfælde, hvor det er af betydning for valg af modeller.

2.2 - Data og kildekritik

Data, der er brugt i denne afhandling, er primært fremfundet ved brug af internetsøgninger, hvorfor det også er offentlige tilgængelige informationer, som anvendes. Fordelen ved det udelukkende er offentlig tilgængelig information er, at værdiansættelsen vil være på grundlag af materiale og information, som en anden analytiker og investor måtte have tilgang til. Det betyder alt andet lige, at den estimerede pris også må være mere sammenlignelig med markedets forventninger. Derudover anvendes data fra leverandører af finansielle data så som Bloomberg og Reuters, der må forventes at have høj troværdighed.

Der er i opgaven brugt kvalitativ såvel som kvantitativ data. Store dele af opgaven bygger på data fra Royal Unibrews egne rapporter samt markedsrapporter for Euromonitor international, men derudover er der til brug for den strategiske analyse også indhentet artikler fra diverse medier og hjemmesider.

Da Royal Unibrews egne årsrapporter som kilde har en betydelig størrelse for dette projekt, er det vigtigt at holde en kritisk tilgang. Det skyldes, at rapporterne er Royal Unibrews egen præsentation af deres virksomhed, og de har incitament for at præsentere deres virksomhed bedst muligt. Det samme kan være gældende for materiale indhentet for eksempelvis bryggeriforeningen, som kan have et ønske om at fremstille industrien i et bedre lys.

Teori og metoder som PESTEL, Porters Five Forces og DCF modellen er alle fremfundet via litteraturen. Om end modellerne kan være af ældre dato vurderes de stadig akutte og valide. Ligeledes ses de oftest stadig brugt i praksis.

Afsnit 3 - Introduktion af Royal Unibrew

I dette kapitel vil jeg give en kort introduktion af Royal Unibrew. Afsnittet skrives primært på baggrund af Royal Unibrews årsrapporter.

Royal Unibrew er en dansk bryggerivirksomhed, der producerer, markedsfører, distribuerer og sælger drikkevarer. Ud over deres egne brands har de ligeledes licensaftaler på brands som Pepsi og Heineken.

Strategien for Royal Unibrew er *”at være en fokuseret, stærk regional drikkevarevirksomhed inden for øl, malt-og læskedrikke, herunder sodavand, vand og juice samt cider og long drinks. Vores mål er med egne brands suppleret med stærke internationale licens brands at opnå ledende positioner på de markeder eller segmenter, hvor vi opererer.”*²

Royal Unibrew har hovedsæde i Faxe og beskæftiger ca. 2.300 ansatte på verdensplan³.

Ejerskabet er bredt fordelt mellem udenlandske investorer, danske institutionelle investorer samt danske privatpersoner og fonde foruden Royal Unibrew selv.

3.1 - Historie

Virksomheden blev stiftet i 1989 under navnet Bryggerierne Faxe Jyske A/S som et resultat af fusion mellem de Jyske bryggerier, der er også kendes som Ceres og Thor bryggerierne og Faxe Bryggeri. Faxe Jyske A/S blev senere omdøbt til Bryggerigruppen A/S.

² Royal Unibrew årsrapport 2017 – Side 19

³ Royal Unibrew årsrapport 2017- side 4

I 1998 blev Bryggerigruppen A/S børsnoteret, hvilket gav mulighed for kapitaltilførelse og dermed mulighed for yderligere opkøb og fusion af bryggerier. På det danske hjemmemarked blev en fusion med Albani bryggerierne en realitet i 2001, og dermed manifesterede de sig som den andenstørste udbyder. Også i udlandet begyndte opkøb og fusioner efter børsnoteringen. I Litauen blev bryggerierne Tauras og Kalnapilio-Tauro opkøbt i hhv. 1999 og 2000, og i 2004 blev de lettiske bryggerier Cido Partikas Grupa og Lacplesa Alus A/S opkøbt⁴.

Som øl- og læskedrikudbyder på flere forskellige markeder besluttede Bryggerigruppen A/S i 2005, at det var tid til det mere internationale navn Royal Unibrew⁵.

Efter navneændringen har der været yderligere opkøb af bryggerier i Caribien, Letland og Polen. Senest har Royal Unibrew indgået aftale med Gruppo Campari i Italien om køb af Terme di Crodo og LemonSoda⁶, hvilket i starten af 2018 er faldet på plads.

3.2 - Markeder og produkter

Royal Unibrew har med de mange opkøb fået en bred produktportefølje og er repræsenteret på mange markeder. Jeg vil i nedenstående danne et overblik over markederne og deres produkter. Royal Unibrew definerer selv tre hovedmarkeder og produktkategorier:

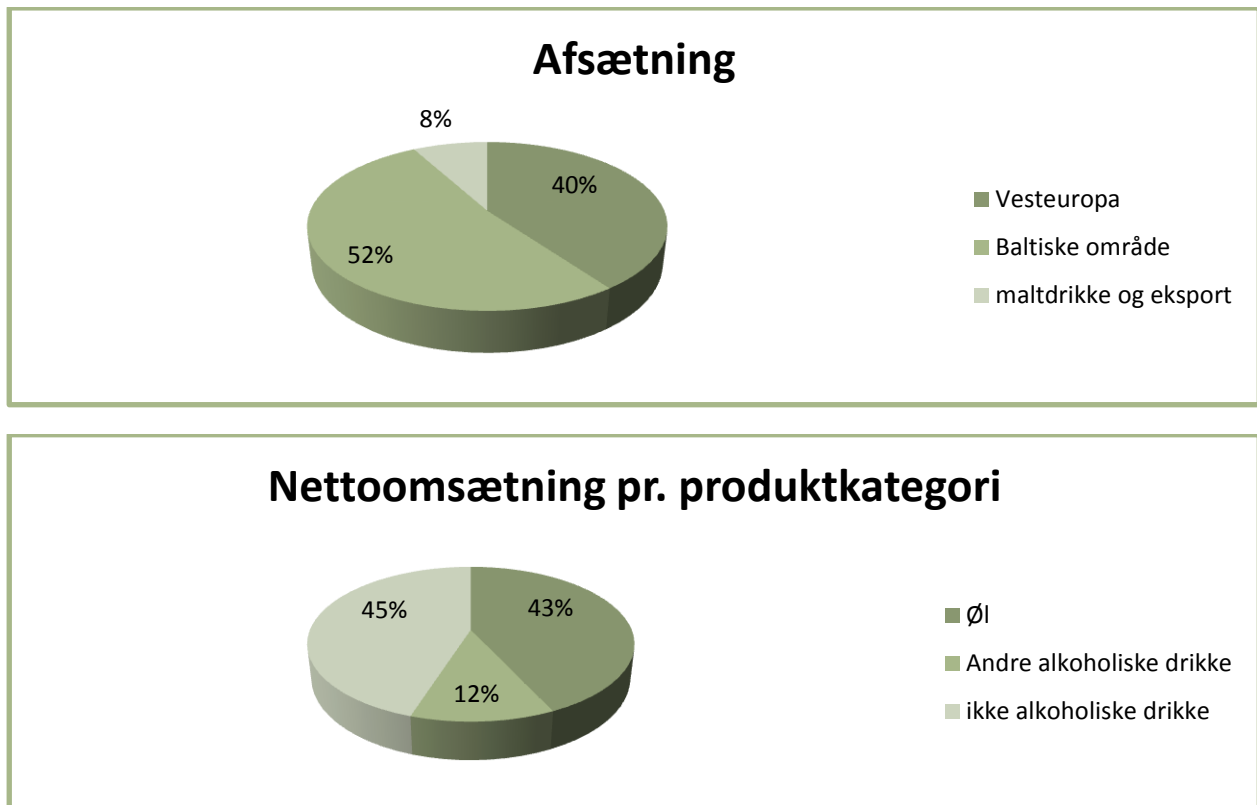
- Vesteuropa
 - Det baltiske område
 - Maltdrikke og eksport.
-
- Øl
 - Andre alkoholiske drikke
 - Ikke alkoholiske drikke

Hvor afsætningen til de enkelte markeder og omsætningen i produktkategorierne i 2017 er som vist i figur 4 og 5.

⁴ Historie Royal Unibrew, a - http://www.jo-hansen.dk/beer/Historie/Royal_Unibrew.html

⁵ Historie Royal Unibrew, b - https://da.wikipedia.org/wiki/Royal_Unibrew

⁶ Herfra benævnes de alene som Terme di Crodo



Figur 4 & 5: Egen tilvirkning,

På markederne kan der desuden også kigges ind i "On trade" og "Off trade" markederne. On trade markederne skal ses som restaurationsbranchen via restauranter, barer, cafeer eller andre, hvor produktet nydes på stedet. Off trade markedet vil være supermarkeds-kæder, kiosker og andre steder, hvor produktet købes af forbrugeren, som tager det med hjem.

3.2.1 - Vesteuropa

Det vesteuropæiske marked omfatter primært øl og læskedrikke i Danmark, Italien, Tyskland samt grænsehandel. På dette marked udgør afsætningen i 2017 40%⁷

Kigger vi til Tyskland, er en stor del af eksporten til grænsehandel, og der sælges primært Faxe øl.

På det danske marked sælges en kombination af internationale, nationale og lokale brands. Inden for øl er det brands som Albani, Ceres og Thor brands, som primært udbydes i stærkt lokalt forankret områder. Ellers ses brands som Royal Beer, Schiøtz, Lotterup, Kissmeyer og Anarkist på hele det danske marked. Ud over egne brands har Royal Unibrew også licensaftale med Heineken, som også udbydes på det danske marked.

⁷ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 4

Ikke alkoholiske drikke er repræsenteret på det danske marked via egne mærker som Faxe Kondi, Nikoline, Egekilde og Faxe Koral. Samtidig udbydes der også en lang række produkter via licensaftalen med Pepsi. Inden for andre alkoholiske drikke er brandet Tempt udbudt det danske marked.

I Danmark har Royal Unibrew bryggerier i hhv. Odense og Faxe hvoraf bryggeriet i Odense i 2017 er udvidet med faciliteter, der har fokus på craft og special øl.

I Italien er Royal Unibrew en af de førende leverandører. Ceres brandet er generelt stærkt men specielt Ceres Strong Ale er en af markedslederne. Dette brand ses specielt stort på on-trade markedet hvor det vurderes at 70% bliver forbrugt⁸. Derudover er Nørden, Polar Monkey og Faxe nogle af de ølbrands vi ser på dette marked.

Af ikke alkoholiske drikke har Royal Unibrew netop indtrådt på det italienske marked ved køb af Terme di Crodo. Dermed er Royal Unibrew nu på det italienske læskedrik marked med de kendte brands LemonSoda, OranSoda, PelmoSoda, Crodo Lisiel og Crodo Chinotto. Med dette opkøb har Royal Unibrew også fået produktionsfaciliteter i det nordlige Italien, samt der er indgået aftale om, at Royal Unibrew fortsat skal varetage produktionen af nogle af Gruppo Camparis produkter. Produkterne som Royal Unibrew skal foretage produktion af, er produkter, der allerede produceres på produktionsfaciliteterne.

3.2.2 - Det baltiske område

Dette markedssegment omfatter de baltiske lande Estland, Letland og Litauen og med købet af Hartwall i 2013 også Finland. I Baltikum er Royal Unibrew blandt de førende leverandør af øl og læskedrikke, og i Finland er de den næststørste leverandør. På dette marked udgør afsætningen i 2017 52%⁹.

I Baltikum ser vi på øl siden en lang række brands. I Estland udbydes Meistriti Gildi og Faxe. I Letland Lacplesa Alus og Livu Alus samt Craft Beer brandet Lielvares og i Litauen faxe, Kalnapilis, Taurus og craft brandet Vilkmergs. På læskedrik siden ser vi brands som, Cido, Kalnapilis Norte, Fruts og Mangali vand.

På det finske marked har Royal Unibrew egne øl brands som Karjala, Lapin Kulta, Aura, Hartwall Classic og Polar Monkey samt det internationale licensbrand Fosters. Af andre alkoholiske drikke udbydes

⁸ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 27

⁹ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 4

Original Long Drink i RTD-kategorien samt Upcider og Happy Joe i cider-kategorien. Derudover udbyder Royal Unibrew energidrikken ED, læskedrikken Jaffa og vand via brandet Novelle. I Finland er der desuden på argenturbasis vin og spiritus brands J.P Chenet, Johnny Walker, Captain Morgan, Lanson og Baileys.

På alle markeder i det baltiske område ses desuden de internationale licensbrands Heineken og Pepsi.

Royal Unibrew har 3 produktionsanlæg i Baltikum- 2 i Letland og et i Litauen, samt 2 produktionsfaciliteter i Finland.

3.2.2 - Maldrikke og eksport

London er det største marked for maldrikke i Europa. Men derudover afsættes størstedelen af maldrikke og eksport af Faxe til Caribien og Afrika, hvor Royal Unibrew eksporterer til 23 af landene. På dette hovedmarked udgør afsætningen i 2017 8%¹⁰

Brands inden for ikke alkoholiske maldrikke består af Vitamalt, Super malt og Powermalt. Alle 3 brands er stærke, men med Vitamalt, som vurderes at være bedst distribueret på globalt plan, står Royal Unibrew stærkt¹¹.

Markedet forsynes i stor grad af eksport fra de danske bryggerier, men der er også enkelte licensaftaler med lokale bryggerier.

3.3 Aktieinformation og Ejerforhold

Royal Unibrew er noteret på NASDAQ København og havde ved udgangen af 2017 52.700.000 aktier med ca. 17.000 navnenoterede aktionærer, som tilsammen ejede 88% af den samlede kapital. Alle navnenoterede aktionærer har samme stemmeberettigelse.

Til og med 2017 var de 2 hovedaktionærer Chr. Augustinus Fabrikker A/S og HC Royal Holding OY Ab. HC Royal Holding OY Ab også kendt som Hartwall Capital valgte i januar 2018 dog at sælge sin aktiebeholdning hvorfor det nu alene er Chr. Augustinus Fabrikker, der har en aktiebeholdning på mere end 15,02% af aktiekapitalen¹².

¹⁰ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 4

¹¹ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 32

¹² Royal Unibrew årsrapport 2017, side 35

Opsummering

Der er nu indblik i opgavens problemstillinger, og hvordan jeg vil finde frem til svaret på disse via struktur og modeller. Ligeledes er der nu dannet overblik over Royal Unibrew som virksomhed samt deres forretningsområder.

Afsnit 4 - Strategisk analyse

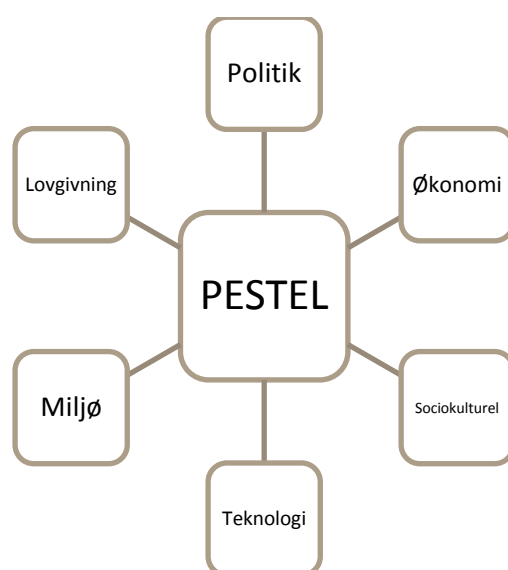
Dette afsnit vil være en strategisk analyse som har til formål af finde og analysere de ikke-finansielle værdidrivere, der påvirker værdien af Royal Unibrew. Den strategiske analyse vil blive lavet på baggrund af 3 analysemodeller.

4.1 PESTEL Analyse

PESTEL er en forkortelse for politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold. Modellen bruger dermed makroøkonomiske faktorer til at belyse og analysere, hvilke udfordringer og muligheder Royal Unibrew kan stå over for både nu og i fremtiden.

PESTEL modellen kan kritiseres for, at der hurtigt kan komme "informations overload", og analysen i høj grad afhænger af analytikeres opfattelse og informations kvalitet. Samtidig er modellen statisk, hvilket ikke stemmer overens med virkeligheden, og analysen kan dermed hurtig blive forældet.

Derfor er det vigtigt, at faktorerne begrænses til at fokusere på de nøglefaktorer, som har en direkte indvirkning, og som må forventes at være nogenlunde konstante, eller kan have længere tids påvirkning.



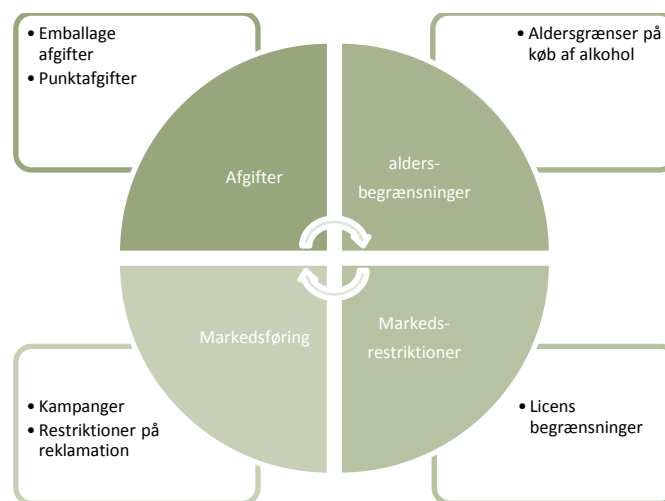
Figur 6: Egen tilvirkning

4.1.2 - Politiske forhold

Som tidligere beskrevet under introduktionen af Royal Unibrew, er denne en virksomhed, som opererer på flere markeder både inden og uden for EU. En stor del af markedet er inden for EU, og disse lande må på mange parametre være underlagt samme politiske dagsorden, dog med enkelte lokale undtagelser.

Der er en stigende tendens til at have fokus på befolkningens sundhed og her ses specielt alkohol og sukker som parametre, der påvirker. WHO oplyser at 3,3 millioner af dødsfald verden over skyldes misbrug af alkohol og det ligeledes er en afgørende faktor i mere end 200 sygdomme¹³. Derfor er der også en overvejende sandsynlighed for, at der fra politisk side indføres strengere krav (på dette område).

Som det ses af figur 7, kan krav fra politisk side blive indført på flere måder. Jeg vil i nedenstående komme lidt mere ind på de enkelte områder.



Figur 7: egen tilvirkning

Afgifter:

Politiske tiltag indføres først og fremmest for at begrænse og kontrollere indtaget af alkohol, men et yderligere incitament er, at det kan bidrage til yderligere indtægter i statskassen. Disse indtægter er i nogen grad med til at bidrage til lavere direkte skatter, men som tidligere nævnt spiller alkohol også en afgørende faktor i mange sygdomme. Dermed kan afgifterne også være med til at betale nogle af statens omkostninger for behandling af disse sygdomme.

¹³WHO - <http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs349/en/>

Afgifterne er ofte et større diskussionsemne politisk set, da forbrugerne har det med at finde andre veje, når afgifterne, og dermed prisen på produktet, bliver for højt. Ser vi tilbage i historien er afgifterne gået op og ned flere gange. Når afgifterne går op, er bryggerierne i høj grad nødsaget til at hæve prisen på deres produkter. Bliver prisen for høj, har vi før set, at konsekvensen af dette er langt større græsehandel. Det skaber en anden uligevægt i markedet, hvilket politikkerne så forsøger at fjerne ved at sænke afgifterne igen. Som eksempel kan det ses, at der med den nye grænsehandelpakke sættes fokus på afskaffelse af flere afgifter, herunder fjernelse af emballageafgiften, med virkning fra 2019¹⁴.

Ølafgifterne har i Danmark ligget fast siden 2015. Hvor meget, der betales i afgift, afhænger af alkoholprocenten. Som det fremgår af flere af Royal Unibrews årsrapporter, er afgiftsstigninger og indførelse af pant, på flere af de udenlandske markeder en parameter, de er påvirket af. Kigger vi på ølafgifterne på markederne, Royal Unibrew opererer på, varierer de en del. Som det fremgår af Figur 8, ligger Finland i toppen med en ølafgift på 11,54 DKK. pr. liter med 2,8% vol. Dertil skal der tillægges moms, hvorfor det samlet bliver hele 23,32 dkk. Hvorimod Tyskland ligger klart i bunden med en ølafgift på 0,71 DKK og moms på kun 19%.

Land	Ølafgift Dkk/liter 4,8% vol.	Moms %	Ølafgift + moms DKK
Finland	11,54	24%	14,31
Estland	3,29	20%	3,94
Danmark	2,69	25%	3,36
Italien	2,72	22%	3,32
Litauen	2,56	21%	3,10
Letland	1,51	21%	1.83
Tyskland	0,71	19%	0.84

Figur 8 - Kilde: Bryggeriforeningen – egen tilvirkning – bilag 1

Antag at landene gentagende kigger på deres afgifter i et forsøg på markedsregulering, da kan det både blive en fordel og en ulempe for Royal Unibrew. Sænker Finland eksempelvis afgiften, må det alt andet lige betyde større afsætning, hvor en forhøjelse af afgifterne i Tyskland vil betyde mindre afsætning og mindre grænsehandel.

Ud over ølafgifterne skal der også tages højde for emballageafgift. Emballageafgiften afhænger i Danmark af volumen, samt hvorvidt der er pant på emballagen. Det betyder, at der er højere

¹⁴ Afgifter og grænsehandel - <https://www.regeringen.dk/nyheder/erhvervs-og-ivaerksaetter-aftale/graensehandelspakke-og-afgiftssanering/>

emballageafgift på eksempelvis vinflasker, som ikke bliver genindsamlet via pantsystemet.¹⁵ Det har derimod ingen betydning hvilken type emballage (plast, glas, aluminium), der er tale om.

Aldersgrænser:

Tyskland og Danmark er nogle af de få lande i EU, hvor det endnu er muligt at købe alkohol allerede i en alder af 16 år. I næsten alle andre lande er aldersgrænsen 18 år. Desuden ligger Danmark blandt de 3 lande, som er dårligst til at mindske tilgængeligheden af alkohol for de unge forbrugere¹⁶.

Dette er statistikker, som det må forventes politikerne vil sætte ind over for, da både kræftens bekæmpelse og WHO anbefalere højere aldersgrænser for at mindske indtaget af alkohol samt nedbringe antallet af ulykker.

Det vil endda kunne forventes, at der på et tidspunkt vil blive kigget på lande, hvor aldersgrænsen er endnu højere, eksempelvis USA hvor aldersgrænsen er 21, for at se på eventuel indvirkning ved at hæve aldersgrænsen yderligere.

Da der ses et stort forbrug af alkohol hos de unge, vil en hævnning af aldersgrænser kunne påvirke salget hos Royal Unibrew.

Markedsføring:

Et andet politisk forhold, der kan påvirke Royal Unibrew, er restriktioner på markedsføring.

Restriktionerne er blevet mere og mere omfattende løbende med retningslinjer og regelsæt for markedsføring af alkoholiske drikke.

I Danmark var markedsføring af alkohol specielt oppe og vende, da Cult Shakers kampagner med letpåkledte damer var at se på alle busstoppesteder, og igen senere da Carlsbergs reklame med øl-spil blev sendt midt i den bedste sendetid, hvor også børnene så med. Dette resulterede bl.a. i at statister i reklamerne skulle være mindst 25 år og markedsføringen måtte ikke finde sted, hvor mere end 30% af brugerne var børn og unge¹⁷. Det har sågar været på tale at der skulle være totalt forbud mod kommerciel reklamering af alkohol. Det blev dog ikke til noget¹⁸.

I dag omhandler de gode råd til markedsføring af alkoholprodukter specielt at:

¹⁵ Bryggerforeningen a - <http://www.bryggeriforeningen.dk/ol/ol-afgifter/emballageafgift/>

¹⁶ Fakta om unge og alkohol - <http://www.ft.dk/samling/20161/almdel/SUU/bilag/329/1758605.pdf>

¹⁷ Markedsføring a, - <https://www.b.dk/danmark/reklameregler-alkohol-strammes>

¹⁸ Markedsføring b, <https://politiken.dk/forbrugogliv/livsstil/art5419078/Forbud-mod-alkoholreklamer-bliver-ikke-til-noget>

- Markedsføringen må ikke få det til at fremstå som om det giver bedre præstationer eller man bliver klogere, smartere eller mere populære
- Markedsføring må ikke skabe positivitet omkring overforbrug eller negativitet om afholdelse fra alkohol. Det bør derfor fremstilles som skal det indtages i moderate mængder
- Markedsføring må aldrig henvende sig til børn eller unge
- Markedsføring må ikke forbindes med transport¹⁹

Det er ikke kun over for alkoholiske drikke, der er indført markedsføringsrestriktioner. Det samme er gældende for læskedrikke med den argumentation, at læskedrikke oftest er sødet med sukker eller sødemidler, og specielt unge ikke har forudsætninger for at vide, hvad der er sund og varieret kost, samt de har sværere ved at skelne mellem reklame og information.

Det kan muligvis diskuteres, hvorvidt reklamer og anden markedsføring har en stor indvirkning på alkohol forbruget. Men vi ved, at markedsføring kan have indflydelse på, hvilket produkt forbrugeren tager fra hylden, da forbrugeren oftere vil have en tendens til at tage det genkendelige.

Om end det er nogle år siden diskussionerne om sådanne reklamer var på sit højeste, er det stadig en gældende faktor og ikke kun noget, der er til stede på det danske marked. Dermed er det hele tiden en faktor Royal Unibrew bliver nødt til at forholde sig til. Derfor forsøger Royal Unibrew ved deltagelse i internationale og lokale samarbejdsfora for bryggeriindustrien at påvirke sådanne restriktioner og derved finde en middelvej²⁰.

Ud over restriktionerne ses også andre markedsføringsmæssige tiltag, som påvirker Royal Unibrew. Eksempelvis ses flere kampagner med fokus på sundere livsstil og færre genstande samt deciderede skræmmekampagner mod eksempelvis spirituskørsel. Sundhedsstyrelsen har eksempelvis gentagende gange haft kampagner med anbefaling om, at mænd maksimalt drikker 14 genstande om ugen og kvinder maksimalt 7 genstande.²¹

Royal Unibrew vil forventeligt fortsat være underlagt løbende tiltag med henblik på at reducere befolkningens indtag af alkohol og sukker.

¹⁹ Alkoholreklamenævnet - <https://alkoholreklamenævnet.dk/retningslinjerne/gode-raad-til-markedsfoeringen/>

²⁰ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 41

²¹ Sundhedsstyrelsen - <https://www.sst.dk/da/sundhed-og-livsstil/alkohol>

Markeds restriktioner:

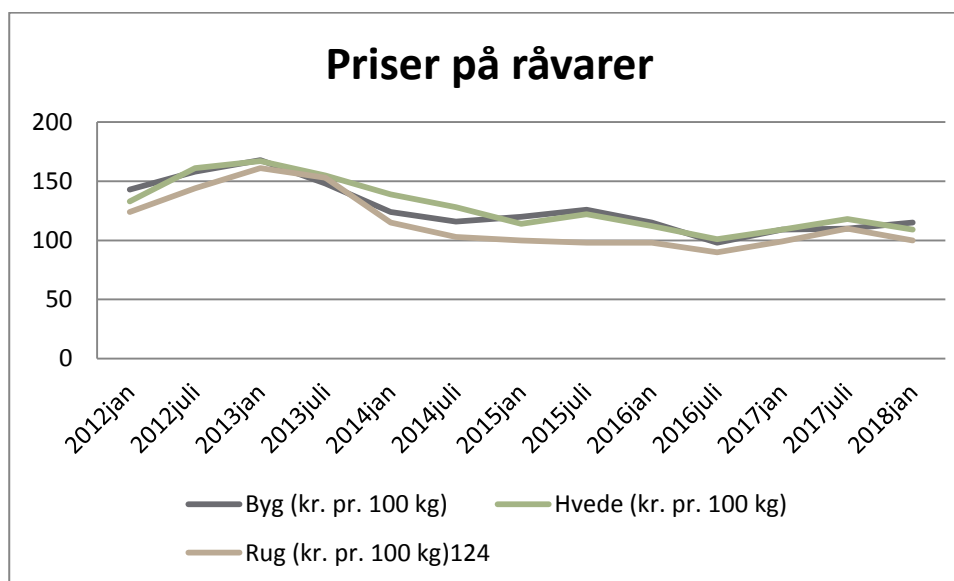
Af markedsrestriktioner ses eksempelvis udfordringer på "On trade" segmentet, hvor barer, cafeer og andre, der ønsker at skænke alkohol, skal have bevilling til dette. Dette er også en betydelig begrænsning for Royal Unibrew.

Derudover kan der findes restriktioner i forhold til fusioner og opkøb. Disse vil dog blive beskrevet under lovgivning.

4.1.3 - Økonomiske forhold

Af flere af Royal Unibrews årsrapporter fremgår det, at forventningerne til markedernes økonomiske forhold samt vejret har en betydning for forventningen til afsætningen. Resultatet af økonomisk ustabilitet eller såkaldte kriser, resulterer som oftest i lavere disponible indtægter som følge af eksempelvis arbejdsløshed og lønreduktioner. Her har Royal Unibrew specielt været ramt på det italienske marked. De lavere disponible indtægter medfører, at forbrugeren bliver langt mere opmærksom på forbrug. Hos forbrugeren vil produkter, betegnet som værende basisvarer, være af førte prioritet. Dernæst kan ses tilvalg i form af luksusgoder, såfremt økonomien tillader det. Øl og læskedrikke vil som udgangspunkt ikke blive betragtet som en basisvare. Det må ligeledes forventes at specielt "On trade" markederne bliver påvirket, da forbrugeren også i mindre grad vil have økonomisk overskud til at gå ud og fornøje sig.

Økonomisk set er Royal Unibrew særligt eksponeret over for prisen på råvarer, da råvarer har en stor betydning for slutproduktet.



Figur 9 -Egen tilvirkning. Kilde: statistikbanken

Af figur 9. fremgår prisudviklingen siden januar 2012 på henholdsvis byg, hvede og rug, som er et udpluk af nogle af de råvarer, Royal Unibrew bruger. Som det ses af figuren, svinger prisen, hvilket kan skyldes miljøregulering i landbruget, svigtende høst, vejret mv. Da det er råvarer, der bruges i store mængder, har udsvingene stor betydning for Royal Unibrew. Dette er en generel risikoparameter for hele bryggeribranchen. Noget af denne risiko kan afdækkes via finansielle instrumenter eller via kompensation i form af højere salgspriser. Højere salgspriser er dog ikke altid den rette løsning, da det kan resultere i mindre salg, og Royal Unibrew må derfor hele tiden vurdere, hvor meget de vil kunne hente ind på højere salgspriser kontra at acceptere et eventuelt tab.

En anden økonomisk risiko er valuta risiko. Royal Unibrew er eksponeret over for valutarisiko, da flere af deres aktiviteter foregår uden for Danmark. Som eksempler kan gives indtjeningen i lokal valuta, eksportaktiviteter samt indkøb af de fremtalte råvarer. Royal Unibrew forsøger dog at foretage væsentlige indkøb i selskabets indtægtsvaluta²².

Hovedsageligt er Royal Unibrew eksponeret over for EUR, USD og GBP hvilke overvåges og afdækkes. Undtagelsesvis afdækkes der ikke mod EUR grundet den danske fastkurspolitik. Dermed er der nogen valutarisiko, men den antages som begrænset.

4.1.4 - Sociokulturelle forhold

Tiden, tendenser og forventninger er noget, Royal Unibrew som virksomhed er nødt til at holde et skarpt fokus på.

Seneste tendens har fokus på, at den almene borgerer blevet langt mere bevidst om sin personlige sundhed. Sammen med den tendens, er det ligeledes blevet populært at indkøbe mere sofistikerede øl i form af craft og special øl, samt at købe lokalt og dermed støtte lokalsamfundet. Tendensen er formegentlig et resultat af de fremtalte skræmmekampanjer samt et generelt fokus via eksempelvis tv programmer om mad og sundhed. Derudover har befolkningen større fokus på træning og øvrige aktiviteter, hvorfor de ikke i samme grad går ud og indtager alkoholiske drikke.

Fokus har dermed ændret sig en del de sidste år til en efterspørgsel på drikke, som er alkoholfri eller med lav alkohol. Faktisk var salget på disse produkter øget med 8% i 2016, og det forventes at være en tendens, som fortsætter.²³ Også i Finland har alkoholfri øl eller øl med lav alkohol vundet indpas med en vækst på 6%. Markedet for disse øl ses dog som værende relativt lille i Finland, da

²² Royal Unibrew årsrapport 2017, side 75

²³ Beer in Denmark - Euromonitor

forbrugertendensen i større grad går mod kvalitetsbevidsthed og det mere sofistikerede. Derfor er det specielt ale, som tager stor fremgang i Finland.²⁴

Tendenserne udfordrer Royal Unibrew, hvis primære produkter er baseret på alkohol og sukker, som anses for værende to af hoved synderne mod folkesundheden. Jf. Royal Unibrews egne årsrapporter er dette også en af hovedårsagerne til at de ser større salg i deres light produkter og hvorfor de har stor fokus på deres sortiment og produktudvikling. Royal Unibrew har her især fulgt med ifht. vand, hvor deres Egekilde brand nu fås i flere forskellige smagsvarianter samt andre varianter med vitaminer. Samtidig har deres nye økologiske øl samt øl med smag som ginger beer også fået en plads på hylderne. Dertil har Royal Unibrew også sat fokus på craft og special øl og på denne måde udvidet deres produktsortiment og fulgt tendensen.

Et andet sociokulturelt forhold, der påvirker Royal Unibrew, er befolkningsudviklingen. Befolkningen på Royal Unibrews primære markeder ældes samtidig med de får færre børn end før. Det betyder, at befolkningen er lavt stigende hvis ikke faldende.

Jf. Globalis og deres statistiske befolkningstal forventes en mindre befolkningsstigning i Danmark og Finland frem til 2050. Hvorimod der i Tyskland, Italien og det baltiske område forventes et fald i befolkningen. Se figur 10.

Land	Befolkning i 2017 (i tusinde)	Befolkning i 2050 (i tusinde)	Ændring i % ca.
Danmark	5.734.000	6.314.000	10,1%
Tyskland	82.114.000	79.238.000	-3,5%
Italien	59.360.000	55.093.000	-7,2%
Finland	5.523.000	5.866.000	6,2%
Estland	1.310.000	1.145.000	-12,6%
Letland	1.950.000	1.517.000	-22,2%
Litauen	2.890.000	2.407.000	-16,7%

Figur 10 – Egen udarbejdelse fra kilde: Globalis

Det siger sig selv, at jo lavere befolkningstal jo mindre er efterspørgselsgrundlaget. Det betyder samtidig, at det er vigtigt og af betydning, at Royal Unibrew forstår at følge deres eksisterende kunder og tiltrække nye via produktudvikling for fastholdelse af markedsandele. Dette gælder både inden for øl, men i lige så stor grad inden for læskedrik- og vandkategorier. Ved produktudvikling sikrer de ikke at miste kunder til andre varegrupper og samtidig tiltrække kunder fra andre varegrupper.

²⁴ Beer in Finland - Euromonitor

4.1.5 - Teknologi

De teknologiske forhold kan ligeledes være af afgørende betydning for Royal Unibrew både i forhold til afsætning men også omkostningseffektivitet.

I forhold til omkostningseffektivitet stilles der krav til teknologien for omkostningerne kan nedbringes eksempelvis via energibesparelse, reduktion af materiale forbrug og produktion. Royal Unibrew udvikler løbende sin emballage i takt med, at den teknologiske udvikling tillader det. Lettere, nemmere håndterbare og miljøvenligere emballage vil altid være en stærk konkurrenceparameter for Royal Unibrew. I produktionen kan den teknologiske udvikling hjælpe med en mere effektiv og miljøvenlig produktion, som kan medføre lavere produktionsomkostninger.

Senest ser vi også teknologi, der kan være med til at effektivisere eksempelvis distribution. Droner er et godt eksempel på dette. Flere post- og pakke virksomheder har allerede gjort sig bekendte med droner, og til trods for det må forventes, det ligger lidt ude i fremtiden, kunne dette eller anden førerløse leveringsmidler forventes at være en udvikling inden for distribution af fødevarer. Betydningen af dette kunne eksempelvis være at dele af detailhandelsleddet kunne springes over.

En anden teknologi, der er snakket om, og som kan blive afgørende for bryggeriindustrien, er selvkørende biler. Det er teknologi, vi ser mere og mere af, omend der stadig er lidt vej til bilerne kan kører helt selv. Ydermere bliver den politiske diskussion om ansvar og hvilken lovgivning, der skal være gældende, af afgørende betydning. Når vi dertil at disse førerløse/ selvkørende biler bliver en mulighed, vil det potentielt medføre at "don't drink and drive" problematikken for bryggerier vil forsvinde, og alkoholforbruget må forventelig stige.

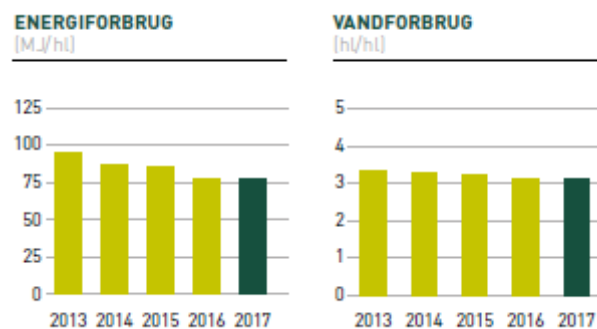
4.1.6 - Miljø

Miljø er en faktor, der også spiller ind på flere måder. Som nævnt under teknologi, er emballage et godt eksempel på, hvor der kan omkostningseffektiviseres, men ligeledes vil bedre og mere miljørigtig emballage også bidrage til et godt image. Emballage til drikkevarer er tidligere blevet spottet i vildtlevende dyr i naturen, hvilket har resulteret i betydelig badwill til for bryggeribranchen. Emballage, som kan nedbrydes i naturen, kan forventes at blive et krav fra myndighederne inden for en kort årrække.

Bryggerier anvender ligeledes betragtelige mængder af vand og energi og udgør dermed en miljøbelastning. Det medfører udgifter i form af afgifter, som med fordel kan spares ved introduktion

af miljørigtige tiltag. Royal Unibrew har stor fokus på dette og har derfor valgt at udskifte alt lys til LED lys samt haft fokus på reduktion og vandforbrug.²⁵

Ydermere har Royal Unibrew eksempelvis investeret i nyt tappeudstyr, hvilket sparer på energi, vand og dermed også spildevand.



Figur 3 – Royal Unibrew Årsrapport 2017 side 55

Den generelle fokus på miljøet er også kommet i takt med at vejrforholdene har ændret sig. Oftest forbindes det med flere tsunamier, jordskælv osv. Men også alene på forholdet mellem sol og regn har det en betydning. Og som tidligere beskrevet har vejret også en større betydning for Royal Unibrew i form af afsætning men også via råvarer.

4.1.7 - Lovgivning

Som tidligere nævnt under markedsrestriktioner har der de seneste år været en kraftig tendens til fusioner og opkøb blandt bryggerier, som ved hjælp af disse opkøb og fusioner bliver i stand til at opnå stordriftsfordele. Fusionerne er dog vanskeliggjort af konkurrenceregler, som skal sikre mod monopolitiske tilstande i de enkelte nationale markeder.

En anden lovgivning, der har stor betydning for Royal Unibrew, er lovgivning omkring alkoholpromille i trafikken. Da størstedelen af omsætningen stammer fra alkoholrelaterede produkter, vil et krav om 0-promille eller lempeligere krav til alkoholpromille i trafikken have stor betydning for omsætningen.

Derudover kan nationale bestemmelsers krav til eksempelvis emballages udformning, funktionalitet og miljøkrav, gøre det vanskeligt at få udbytte af stordriftsfordele i forbindelse med tapning. Det samme gælder ved krav til ingredienser.

²⁵ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 55

Opsummering af PESTEL

Jeg har nu været igennem PESTEL analysen og vil i dette afsnit lave en kort opsummering for at overskueliggøre analysen.

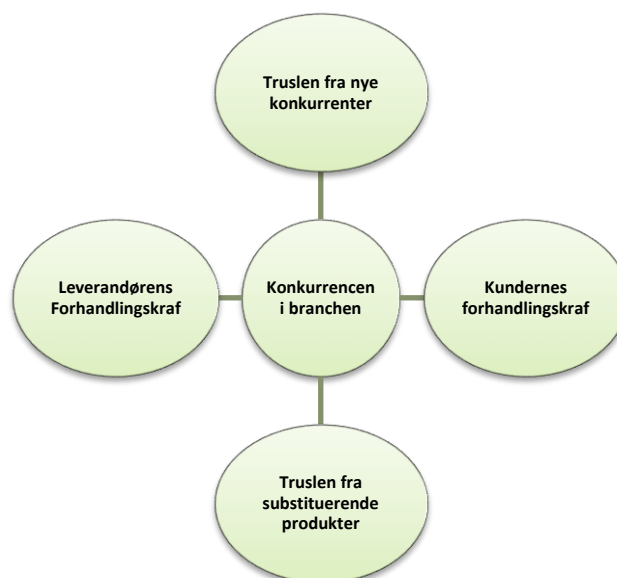
- Politiske forhold
 - *Afgifter* – afgifter på øl, sukker og emballage påvirker produktprisen og i sidste ende afsætning. Det har primært påvirket Royal Unibrew i negativ retning, men i takt med at politikkerne også i nogen grad sænker afgifter for at påvirke markedsforhold, kan det også have en positiv effekt.
 - *Aldersgrænser* – Når aldersgrænserne bliver hævet, mindsker det afsætningen.
 - *Markedsføring* – restriktionerne inden for markedsføring påvirker Royal Unibrews mulighed for branding og dermed afsætning- og indtjeningspotentiale.
 - *Markedsrestriktioner* – besværliggør On-trade markedet og eventuelle fusioner og opkøb
- Økonomiske forhold
 - *Markedsøkonomiske forhold* – landets økonomiske situation påvirker afsætning i både positiv og negativ retning.
 - *Råvarepriser* - påvirker profitmargin i både positiv og negativ retning. Dette afdækkes dog finansielt
 - *Valutarisiko* – Royal Unibrew arbejder i flere valutaer hvorfor der er en vis valutarisiko. Denne afdækkes dog finansielt
- Sociokulturelle forhold
 - *Trends og tendenser* – Tidens trends og tendenser stiller store krav til en bred produktportefølje og produktudvikling
 - *Befolkningsvækst* – Den lave, hvis ikke negative befolkningsvækst betyder færre forbrugere og dermed mindre indtjeningspotentiale
- Teknologi
 - *Produktion* – i takt med den teknologiske udvikling bliver det muligt for Royal Unibrew at mindske produktionsomkostningerne i form af mindre forbrug og mindre spild
 - *Distribution* – Droner kan på sigt effektivisere og mindske distributionsomkostninger

- *Selvkørende biler* – Selvkørende biler kunne blive en mulighed i fremtiden. Dette kan potentielt betyde mere omsætning, da alkohol muligvis så vil blive indtaget af flere ved festlige lejligheder
- Miljø
 - *Emballage* – strengere krav til emballage i forhold til at sikre miljøet kan blive en realitet, hvilket kan give Royal Unibrew yderligere omkostninger.
 - *Miljø fokus* – Mindsker badwill og kan samtidig mindske Royal Unibrews omkostninger
- Lovgivning
 - *Konkurrenceregler* – kan vanskeliggøre at opnå stordriftsfordele ved køb og fusioner

4.2 - Porters Five Forces.

Porters Five Forces kan anvendes til at beskrive konkurrencesituationen for Royal Unibrew. Modellen tager udgangspunkt i fem parametre; truslen fra nye konkurrenter, kundernes forhandlingskraft, truslen fra substituerende produkter og leverandørernes forhandlingskraft. Formålet er at få indblik i hvilke kræfter i markedet, der påvirker attraktiviteten og konkurrenceintensiteten i bryggeribranchen.

Kritikken af Porters Five forces går ligesom på PESTEL analysen på, at det er et statisk billede af konkurrencesituationen og det dermed hurtigt bliver forældet.



Figur 7: Egen tilvirkning

4.2.1 - Konkurrencen i branchen

Til at starte med vil jeg kigge på konkurrencen i branchen. Overordnet kan det siges, branchen kan inddeles på lokalt, regionalt og globalt niveau i forhold til udbydere. Royal Unibrew er en regional udbyder da de opererer på flere markeder, men ikke globalt.

Bryggeribrancherne er pressede af en vigende efterspørgsel efter bryggeriprodukter. Det har igangsat en konsolideringsfase i branchen, hvor der bliver færre, men større aktører på markedet, som ved hjælp af løbende effektiviseringer kan opretholde indtjening. Afhængigt af markedet kan det også argumenteres, at der er kommet flere små lokale bryggerier til, da specialøl og "køb lokalt" er blevet en trend.

Med en markedsandel på 0,2%²⁶ på det globale marked må det anses at Royal Unibrew på ingen måde er en stor aktør. Ses der derimod på de hovedmarkeder, Royal Unibrew opererer på, besidder de stærke markedsandele både inden for øl og læskedrikke.

I det baltiske område har Royal Unibrew på ølmarkedet kun 2 større konkurrenter, som er Carlsberg og Olvi Oyj. Tendensen viser, med enkelte undtagelser, at sammen har Royal Unibrew og Carlsberg godt og vel en markedsandel på ca. 50%, hvor Carlsberg primært har størstedelen. Derudover ses som sagt Olvi Oyj og en lang række mindre udbydere. På læskedrik siden har Royal Unibrew også pæne andele om end noget lavere. Specielt Cido tager i Letland størstedelen af markedsandelene med hele 24,5%²⁷ og i Finland har Hartwall markedsandele på 9,2%²⁸

Som på det baltiske ølmarked kæmper Royal Unibrew også mod Carlsberg i Danmark. Carlsberg ligger dog med store solide markedsandele på over 50%, hvor Royal Unibrew har 17,5%²⁹. Derefter ligger Heineken med 5,7%, hvilket også må tilsiges Royal Unibrew taget licensaftale mellem Heineken og Royal Unibrew i betragtning. Derudover ses igen en række mindre bryggerier med en lokal forankring samt Harboe. Som tidligere nævnt har trenden inden for specialøl udbredt sig mere og mere, hvorfor Royal Unibrew også har måtte udvide og produktudvikle for at fastholde deres markedsandele som siden 2012 og frem til 2016 har været en smule ustabile og varieret fra 14,1% til 17,9%³⁰.

²⁶ Company share beer world

²⁷ Soft drinks in Latvia

²⁸ Soft drinks in Finland

²⁹ Beer in Denmark

³⁰ Beer in Denmark

Også på markedet for ikke alkoholiske drikke ligger Carlsberg og Royal Unibrew i toppen med flest markedsandele. Markedsandelene her er dog mindre med henholdsvis 16,1% og 14,7%³¹. Taget procentandelene i betragtning er det dog tydeligt, at Carlsberg ikke har lige så godt fat på dette marked som på ølmarkedet, hvor Royal Unibrew i større grad har fat i andelene på dette marked. Hvis udviklingen fortsat går på mindre ølsalg, kan dette blive en fordel for Royal Unibrew.

Royal Unibrew er en mindre aktør på det tyske ølmarked, hvor der er mange nationale og globale aktører og markedsandelen ikke kommer op i samme niveauer som på de øvrige markeder, der er kigget på³². Med den primære handel som grænsehandel er der heller ikke tegn på at Royal Unibrew her vil optage store markedsandele fremadrettet.

På det italienske marked er Royal Unibrew primært repræsenteret med Ceres Brandet i Premium segmentet, som besidder en stærk brand position. Samlet set havde Royal Unibrew en markedsandel på ølmarkedet på 3,8%³³. Ellers er det Heineken, der tager størstedelen af markedsandelen med hele 30,7%. Der er på det italienske marked tale om udbydere med markedsandele på over 3%. Udbyderne er primært repræsenteret på On-trade markedet hvor størstedelen af omsætningen ligger med hele 5846,7 millioner EUR mod 2286,4 millioner EUR på Off-trade markedet i 2016³⁴. Det kan have den konsekvens at det kan være svært at få større markedsposition hvad enten der er tale om tilføjelse af nye produkter eller større markedsposition med nuværende.

Når det kommer til de ikke alkoholiske drikke, forsøger Royal Unibrew nu at være mere aktive inden for dette på det italienske marked og få nogle markedsandele ved opkøbet af Terme di Crodo. Opkøbet vil dog ikke gøre Royal Unibrew markedsledende i Italien.

Generelt kan det siges om de ikke alkoholiske drikke at de store aktører, der skal slås, er Pepsi og Coca-cola. Dermed kommer Royal Unibrew også langt med deres licensaftale med Pepsi, men der er lang vej til at komme op og have markedsandele i nærheden af disse aktører. Dermed må det antages, at Royal Unibrew er opmærksomme på, at de inden for ikke alkoholiske drikke aldrig bliver markedsledende, hvorfor samarbejdet med Pepsi er bedste mulighed.

³¹ Soft drinks in Denmark

³² Beer in Germany

³³ Beer in Italy

³⁴ Beer in Italy

Globalt set er de største aktører på ikke alkoholiske drikke Coca-cola, Pepsi, Danone og Nestlé der alle har markedsandele på 4% eller over³⁵.

Forretningsområdet maldrikke og eksport består primært af salg af Maldrikke og øl under Faxe brandet til markeder i Syd- og Mellemamerika og Afrika. Royal Unibrew har stærke etablerede brands og et effektivt produktions-/distributionssystem indenfor øl og Maldrikke, hvilket bl.a. støtter den stærke udvikling af salget med gode profitmarginer. Segmentet er underlagt en beskeden konkurrence, som kan forventes at tiltage i takt med at markederne bliver mere interessante for større udbydere af øl og læskedrikke.

Royal Unibrew er udsat for forskellig eksisterende konkurrence afhængig af det respektive marked. Overordnet kendetegnes branchen altså ved mange udbydere, men der er få store dominerende udbydere. Dertil kan det tillægges at forbrugerne ofte har præferencer inden for hvilket brand, der drikkes. Det betyder at markedet kan betegnes differentieret oligopol.

Overordnet set kommer den primære eksisterende konkurrence fra Carlsberg på markederne Baltic og Vesteuropa, men den eksisterende konkurrence på Maldrikke og Eksport endnu er beskeden.

Når der tales om konkurrencen på markedet, er et andet emne, som bør nævnes, licensaftalerne Royal Unibrew har lavet med Heineken og Pepsi. Dette er en måde, hvorpå de kan være med mere globalt og dermed indirekte også sikre sig en anden position og samarbejde med ellers potentielle konkurrenter.

Licensaftalerne giver dem en mulighed for at kigge lidt ind hos nogle af konkurrenterne. Det giver en indsigt og dermed mulighed for selv at vurdere om eventuelle nye produkter hos konkurrenterne, er nogle de ønsker selv at udvikle og lægge under Royal Unibrew. Finder de det ikke attraktivt selv at produktudvikle, kan de lade Pepsi og Heineken gøre en del af arbejdet og alligevel være med i forbindelse med deres samarbejde.

4.2.2 - Truslen fra nye indtrængere

Hvis bryggeribranchen er attraktiv og anses som lønsom, må nye konkurrenter kunne forventes. Det vil alt andet lige have betydning for de eksisterende virksomheder i branchen, da det vil betyde, at der er flere aktører om udbuddet, hvilket i sidste ende kan få betydning for omsætningen og dermed også indtjeningen. For at kunne analysere risikoen for nye indtrængere på markedet, bør profit i branchen

³⁵ Company Share World – Soft drinks

samt eventuelle adgangsbarrierer fastlægges. Bryggerisegmentet bør således kort beskrives, og den aktuelle situation på de tre kernemarkeder kan fastlægges.

Som netop gennemgået i afsnittet om konkurrencen i branchen, er der meget konkurrence i bryggeribranchen i form af mange og få store virksomheder. De store virksomheder har opnået en række stordriftsfordele og har solide brands. For at en ny indtrænger på markedet skal opnå dette, vil det kræve meget kapital til at sikre eksempelvis bryggerifaciliteter. Samtidig skal der være et stort fokus på markedsføringen og distributionen. Alt dette skal hurtigt sikres med så lave omkostninger som muligt for også at kunne konkurrere på prisen. Samtidig er det besværliggjort at skabe sig et brand og nå ud til kunderne grundet de nationale markedsføringsrestriktioner.

Som nævnt tidligere ses dog et stort fokus på specialøl og en trend til at købe lokalt. Dette har åbnet markedet for flere lokale mikrobryggerier, hvilket kan anses som en trussel for Royal Unibrew. Truslen kan dog reduceres ved løbende produktudvikling, herunder indtræden i markedet for specialøl. Her skal det så være muligt at udfordre de eksisterende udbydere i en prismæssig konkurrence via masseproduktion, stærkere markedsføringen og distributionsnet. Dette har Royal Unibrew gjort et forsøg på i 2016 ved at indgå aftale Anders Kismeyer. Anders Kismeyer er blandt andet kendt som en af personerne bag Nørrebro Bryghus, og i 2011 vandt han prisen som bedste brygger. I aftalen med Anders medfølger også brandet Kismeyer Beer som Royal Unibrew nu kan nyde godt af. I forbindelse med dette samarbejde er bryggeriet i Odense også udvidet med det formål at have større fokus på craft og specialøl. Samtidig er dette også noget Royal Unibrew har sat fokus på hos deres finske bryghus, hvor der også her er udvidet faciliteter til brygning af specialøl.

Markederne i Baltic og Vesteuropa for øl og læskedrikke, er præget af den svagt faldende efterspørgsel og store konkurrence mellem eksisterende udbydere. Branchen konsoliderer sig med henblik på rationaliseringer, som kan opretholde indtjeningen til trods for den vigende efterspørgsel. Grundet de mange adgangsbarrierer vil en indtræden i markedet primært kunne ske via opkøb af eksisterende aktører, der i udgangspunktet skal være af en større industriel karakter. Markederne, som Royal Unibrew operer på, virker imidlertid til at være for små og dermed besværlige i forhold til den volumen, en større international aktør vil kunne opnå ved en indtræden. Senest er dette bevist ved Heinekens frasalg af aktiviteterne til Royal Unibrew. Dette efterlader den sidste mulighed, som skulle være, at en ny regional spiller skulle opstå enten via opkøb eller vækst. Dette forekommer usandsynligt, pga. de lave profitmarginer for bryggeribranchen generelt, sammenholdt med de beskedne udsigter for

fremtidig vækst. Derfor er risikoen for at nye aktører indtræder på markedet minimal for Royal Unibrew. Skulle større aktører vise interesse for de geografiske områder, vil de med overvejede sandsynlighed skulle indtræde ved opkøb af netop Royal Unibrew selv eller overtagelse af Carlsbergs aktiviteter, hvilket ikke umiddelbart vil resultere i en konkurrencemæssig forskel.

Ses der på markedet for maldrikke og eksport, er det relativt lokalt og beskeden, taget det globale bryggerisegment i betragtning. Risikoen for at nye aktører viser interesse for markederne, vil dog blive større i takt med den økonomiske udvikling i de pågældende lande. De aktuelle høje indtjeningsgrader kan virke tillokkende fra andre regionale bryggerier. Til trods for at de enkelte markeder kan virke små og vanskelige at penetrere for nye aktører, bør Royal Unibrew ikke forvente at kunne opretholde markedspositionen i tilfælde af en fortsat positiv økonomisk udvikling i de pågældende lande.

Med få store etablerede aktører på markedet vil det være svært for nye aktører at etablere sig, da det vil kræve mange ressourcer at opbygge i forhold til at skabe et brand, men i lige så stor grad at skabe velfungerende distributionsværk.

4.2.3 - Kundernes forhandlingskraft

Kundernes forhandlingskraft vil i sagens natur have stor indvirkning på muligheden for at skabe profit i en bryggerivirksomhed som Royal Unibrew. Jo stærkere Royal Unibrew står i deres forhandlinger, jo lettere er det for dem at få deres betingelser opfyldes og dermed sikre bedst mulig indtjening.

Kunderne kan opdeles i to segmenter; detailhandlen som består af store supermarkeds kæder og/eller indkøbsalliancer samt mindre aktører som fx kiosker mv. Dette segment er også det, som tidligere er benævnt som Off-trade segmentet. Det andet segment er On-trade segmentet som består af Restaurationsbranchen, barer, hoteller mv.

Off-trade segmentet er det største og vigtigste for Royal Unibrew. I de primære markeder, som Royal Unibrew opererer på, udgør Off-trade salget langt størstedelen af salget, se figur 13.

Marked	On-trade	Off-trade
Danmark	23%	77%
Tyskland	35%	65%
Italien	36%	64%
Finland	15%	85%
Estland	8%	92%
Letland	7%	93%
Litauen	7%	93%

Figur 13: Egen tilvirkning. Kilde: Off trade vs ontrade euromonitor (bilag 2)

Off-trade segmentet er typisk et mere attraktivt segment pga. større loyalitet (når først en distributionsaftale kører, ophører den ikke med det samme) samt prisfølsomheden i segmentet mindre.

På Off-trade markedet må det antages at de store supermarkedskæder som eksempelvis Coop har en stærk forhandlingskraft i form af, at de foretager store indkøb. Dette skal dog også tilskrives andre større kæder som eksempelvis 7/11 og diverse tankstationer. Det betyder at de i et stort omfang kan stille krav til rabatter mm. Samtidig er der mange konkurrenter tilstede på hylderne i de store supermarkedskæder. Det betyder, det er nødvendigt for en bryggerivirksomhed som Royal Unibrew også at være til stede og måske endda indgå forhandling og aftale om produktplacering. Omvendt er supermarkederne i høj grad også nødsaget til at efterkomme forbrugernes efterspørgsel. Denne kan Royal Unibrew selv være med til at påvirke ved hjælp af eksempelvis markedsføring, hvilket i nogen grad mindsker supermarkedernes forhandlingskraft. Ser vi på de mindre forhandlere har de ikke samme forhandlingskraft, da de ikke opnår samme indkøbsstørrelser og mængde af forbrugere. Derfor ses det også oftere at priserne disse steder ligger lidt højere.

Overfor detailhandlen afhænger Royal Unibrews forhandlingskraft altså i stor grad af, i hvilken grad de formår at brande sine produkter. Deres branding skal helst være så stærk, at forbrugerne efterspørger dem og måske ligefrem vil vælge et supermarked fra, hvis ikke dette supermarked sælger de pågældende brands. Supermarkedskæderne har dog den altafgørende fordel af, at de aftager en relativ stor andel af den samlede produktion af en ellers generisk vare, hvis man ser bort fra branding af produkterne. Brandingprocesserne er derfor altafgørende i forhold til at bevare en forhandlingskraft overfor de store detailhandelskæder, således at en acceptabel volumen og profitmargin kan opretholdes på dette segment.

Off-trade markedet er, som det fremgår af figur 13, ikke lige så stor en andel af markedet. Alligevel er dette et marked, der er attraktivt for bryggerivirksomhederne, fordi profit-margin her ofte er lidt højere. Samtidig har bryggerierne mulighed for også herigennem at brande sig selv over for forbrugeren. Derfor vil mange bryggerivirksomheder også gå langt for at få gode kontrakter på plads i dette segment. Det betyder ligeledes, at bryggerierne skal være villige til at gå langt og levere god service for ikke at miste forretningen til konkurrenter. Senest ses der i restaurationsbranchen også fokus på god øl til maden. Tidligere har det primært været forbundet med vin og hvilke vine, der passer god til maden, men nu har øl også vundet stor fremgang på dette. Det betyder igen, at Royal

Unibrews fokus på craft og special øl har en afgørende betydning, da de vil kunne sikre sig langt bedre branding men også bedre forhandlingskraft i dette segment.

On-trade segmentet har ligesom Off-trade segmentet dog ikke helt frit spil til frit at vælge som de ønsker, da forbrugerens efterspørgsel også har en betydning, hvilket gør forhandlingskraften lidt mindre.

I alle de tre geografiske markedssegmenter vurderes forhandlingskræften til nogenlunde at være den samme.

4.2.4 - Leverandørernes forhandlingskraft

Råvarer er af afgørende betydning for Royal Unibrew, og de er derfor afhængige af deres leverandører. Hvor stor forhandlingskraft, leverandørerne så har, afhænger i stor grad af konkurrencen men også i stor grad af deres egen produktion.

Til produktion af øl og læskedrikke består råvarerne primært af vand, energi, sukker og andre sødestoffer, koncentrat, hvede, byg, malt, gær mv. Derudover skal Royal Unibrew også bruge emballage i form af plastik, aluminium og glas. Fælles for det hele er, det er rimelig standardiseret, og alternativer derfor er vanskelige at finde. Omvendt er det afgørende hvor mange udbydere, der er, på markedet. Jo flere udbydere jo lettere kan det være at spille leverandørerne ud mod hinanden. Dertil skal det også huskes at de ikke nødvendigvis er påtvunget at sælge til bryggeribranchen, men eksempelvis kunne kornsorter også sælges som foder til landmænd, som måske accepterer en lidt ringere kvalitet til en lavere pris.

Specielt for råvarerne som korn mm. kan antallet af udbydere variere, da vejret kan være afgørende for høsten og dens kvalitet. Samtidig kan landmændene fra år til år ændre kortsorter og hvor meget, de producerer af dem. Er det et år med lav høst, vil udbuddet være mindre og dermed højere priser, hvilket taler for leverandørernes forhandlingskraft. Priserne har selvfølgelig en betydning, men for mange af råvarerne kan prisen afdækkes på internationale råvarebørser, hvilket alligevel mindsker leverandørernes forhandlingskraft. Prisen på vand er for det meste politisk bestemt i form af afgifter, hvilket delvist også er gældende for energi. Det er dog muligt at handle og dermed også afdække energipriser i de fleste lande, herunder også Danmark efter liberaliseringen af Elmarkedet i 1999.

Royal Unibrew har et afhængighedsforhold til leverandørerne til disse essentielle råvarer, som også skal holde en vis kvalitet. Varerne kan ultimativt anskaffes globalt, og begge parter kan afdække

priserne ved brug af derivater. Derfor vurderes det også, at leverandørerne har en forhandlingskraft, men den må anses for at være moderat.

4.2.5 - Truslen fra Substituerende produkter

Kigger vi på substituerende produkter for øl, er der primært tale om spiritus, vin, cider og RTD. Da størstedelen af Royal Unibrews omsætning kommer fra øl og ikke alkoholiserede drikke, må dette siges at kunne blive en større trussel. Kun på et enkelt marked har Royal Unibrew lidt afsætning af vin. Samtidig er det samlede ølforbrug let faldende grundet sundhedsfokus, hvorfor substitutter i høj grad har betydning og fylder mere og mere på markedet. Truslen kan dog reduceres ved løbende produktudvikling, hvilket Royal Unibrew også har gjort på cider og RTD markedet bl.a. i form af Tempt brandet og har netop vist, at man kan forsvare sine markedsandele ved produktinnovation og fleksibilitet i forhold til markedet. Her skal det så være muligt at udfordre de eksisterende udbydere i en prismæssig konkurrence via masseproduktion, stærkere markedsføringen og distributionsnet. Salget af læskedrikke kan erstattes af postevand eller juice/safte. Det vurderes, at markedsandelene på læskedrikke markedet ligeledes kan forsvares ved aktiv produktlancering af mindre sukkerholdige drikke og lign. Postevand vurderes ikke at udgøre en større langvarig risiko for salget af læskedrikke, men vil naturligvis altid udgøre en begrænsning for salget af flaske/kildevand.

Markedet for maldrikke kan blive påvirket af en højere levestandard i de lande, hvor det kan forventes, at forbruget i højere grad overgår til samme produkter, som nydes i vesten. Disse produkter distribueres også af Royal Unibrew, selvom det bør forventes at fortjenesten på disse produkter bliver mindre, og konkurrencen fra globale brands kan blive større. Indtagelse af maldrikke er også historisk og kulturelt forbundet. Det kan muligvis fastholdes ved en forhøjelse af levestandarden, med den rette branding og markedsføring.

Opsummering af Porters Five Forces

Porters Five Forces er nu analyseret og konkurrencesituationen er gennemgået. Ligesom med PESTEL analysen vil jeg i dette afsnit opsummere analysen af Porters Five Forces.

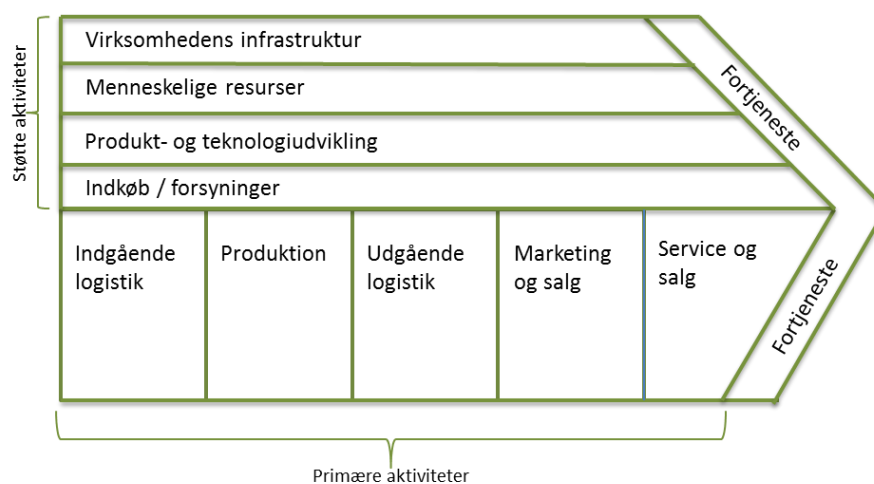
- Truslen fra nye indtrængere
 - *Stordriftsfordele* – For at konkurrenter kan komme ind på markedet og tage væsentlige markedsandele kræver det der hurtigt kan opnås stordriftsfordele
 - *Kapitalkrav* – For at stordriftsfordele kan opnås kræver det større kapital til produktionsfaciliteter, markedsføring, distribution mm.

- *Mikrobryggerier* – Tendensen til craft og specialøl har betydet, at der er kommet væsentlig flere små lokale bryggerier. De tager hver især ikke væsentlige markedsandele, men tilsammen har det en betydning for Royal Unibrews afsætning
- *Globale bryggerier* – Royal Unibrew er en mindre aktør på de globale markeder, men stor aktør lokalt hvorfor de potentielt kan blive udfordret eller opkøbt af globale aktører der vil ind på de regionale markeder
- **Kundernes forhandlingskraft**
 - *On-trade segmentet* – er attraktivt for Royal Unibrew grundet mindre prisfølsomhed og større loyalitet. Det gør, at Royal Unibrew i større omfang må efterleve kunders krav, hvis de vil være på markedet.
 - *Off-trade segmentet* – Her er profit margin ofte større, og Royal Unibrew har mulighed for at brande sig selv yderligere, hvilket gør dette marked attraktivt. Samtidig har kunderne ikke de store skifteomkostninger, hvilket også styrker deres forhandlingskraft.
 - *Store kæder* – De store kæder har stor forhandlingskraft, da de indkøber store partier, hvorfor de har mulighed for at opnå eksempelvis rabatter mm.
 - *Branding* – Kundernes forhandlingskraft kan mindskes en smule ved god branding, da det kan tilsikre forbrugernes efterspørgsel
- **Leverandørernes forhandlingskraft**
 - *Standardiserede varer* – kan gøre det svært for Royal Unibrew at finde alternativer hvilket styrker leverandørernes forhandlingskraft
 - *Antallet af udbydere* – Jo flere udbydere jo lettere er det for Royal Unibrew at opnå bedre tilbud
 - *Afdækning af priser* – Royal Unibrew har mulighed for at afdække priser, og dermed er de mindre afhængige af forhold, der påvirker priser. Det svækker leverandørernes forhandlingskraft
- **Truslen fra substituerende produkter**
 - *Vin og Spiritus* – Dette er en reel trussel, da det ikke er en del af Royal Unibrews produktsortiment
 - *Cider og RTD* – Her har Royal Unibrew haft fokus på produktudvikling og har Tempt brandet, hvilket placerer dem godt på markedet

- *Special øl* – Dette er en nyere trend, som Royal Unibrew har stor fokus på i form af produktudvikling og udvidelse af produktionsfaciliteter. Det mindsker truslen.
- *Historie og kulturelle ændringer* – Det kan specielt have betydning på Malt markedet, hvis malt drikken substitueres af de vestlige produkter.

4.3 - Porters værdikæde

Jeg har nu kigget lidt på de eksterne faktorer og vil i følgende afsnit kigge nærmere på de interne faktorer ved hjælp af Porters Værdikæde. Formålet med dette er at identificere hvilke kompetencer, Royal Unibrew har som er værdiskabende for kunder og aktionærer.



Figur 14: Egen tilvirkning – kilde: Virksomhedsøkonomi

Kritikken på Porters værdikæde er, at der kun ses et billede af virksomhedens allerede eksisterende værditilførsel for fortsat at kunne skabe værdi og fortjeneste er det afgørende der også kigges på udviklingsområder.

4.3.1 - Primære aktiviteter

Som det fremgår af figur 14 består de primære aktiviteter af indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg samt service og salg.

Kigges der på produktionssiden har Royal Unibrew Bryggerier i Danmark, Finland, Letland og Litauen. De danske bryggerier står primært for produktionen til Danmark, Italien, Tyskland samt grænsehandlen og de øvrige eksportmarkeder. Desuden har de netop udvidet bryggeriet i Odense med fokus på craft og specialøl. Bryggerierne i de øvrige lande forsyner det baltiske område. Med denne konstellation opnår Royal Unibrew en række stordriftsfordele. Hvorvidt der kan opnås yderligere

stordriftsfordele ved lukning og sammenlægning af flere bryggerier, eksempelvis i det baltiske område, kan være et punkt Royal Unibrew kunne tage med fremadrettet.

Tilbage i 2008 lukkede Royal Unibrew deres produktionsfaciliteter i Århus for at opnå stordriftsfordele. Taget i betragtning at de på det tidspunkt havde 3 bryggerier på et relativt begrænset areal var det en måde at mindske deres produktionsomkostninger. Derfor kan det også argumenteres at Royal Unibrew allerede har kigget ind i yderligere lukninger. De havde endnu en mulighed for at se ind i dette i 2013 ved købet af Hartwall. Det kunne have været en oplagt mulighed for sammenlægning af nogle af bryggerierne i det baltiske område. Argumentationen for ikke at gøre det må forventeligt have været, at Hartwall bryggeri først og fremmest skulle have tid til at blive en del af Royal Unibrew samtidig med, at det kan argumenteres at distributionsomkostningen forventeligt måtte blive højere ved yderligere sammenlægninger.

Det leder os videre til den udgående logistik, som er de aktiviteter, der sikrer, at produktet ender ude hos forbrugeren som eksempelvis transport og lagerstyring.

I det baltiske område og i Danmark står Royal Unibrew i stor udstrækning selv for distributionen af deres produkter enten direkte fra produktionsstederne eller via lagerenheder. I Italien gøres der brug af eksterne transportleverandører. Der eksporteres til malt og oversøiske markeder fra Danmark, men derudover benytter Royal Unibrew sig også af lokal produktion på licensaftaler i b.la. Caribien og Afrika.³⁶

Ved selv at selv at stå for distributionen direkte fra produktionsstederne eller de få lagerenheder opnår Royal Unibrew en besparelse i forhold til medarbejderomkostninger samt eventuelle yderligere lager enheders omkostninger i form af energi, personale mv.

Royal Unibrew kommenterer flere steder i deres årsrapport 2017, at alle lavt hængende frugter i forhold til effektivisering og optimering nu er foretaget. Royal Unibrew ønsker dog fortsat at opnå øget effektivitet via tiltag både inden for systemer og processer, men også når det omhandler de ansatte. Royal Unibrew har som eksempel arbejdet med selvstyrende teams. Fordelen ved disse teams er, at de bedre selv kan styre deres arbejde, kompetencerne udvides hvilket gør Royal Unibrew mindre sårbare samtidig med det i stor omgang også øger medarbejdertilfredsheden.

³⁶ Royal Unibrew prospect - http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4U3P72/0x0x392123/CBB08699-DF12-4A80-A136-D10CAAA10E73/rbrew_prospectus_en.pdf

Brandingen er som nævnt i afsnittet om kundernes forhandlingskraft afgørende for samarbejdet med detailhandlen og restaurationsbranchen, da det i sagens natur er dem, der sælger produktet til forbrugeren. Efterspørger forbrugeren produktet fordi Royal Unibrews produkter er deres foretrukne mærke, vil det også være lettere at afsætte deres produkter.

Når det kommer til markedsføring, er Royal Unibrew som tidligere nævnt underlagt flere restriktioner. Til trods for dette, er det afgørende for salget at nå ud til forbrugeren og forstå deres præferencer. Kigger vi på det danske marked har Royal Unibrew i flere år forsøgt at skabe et vist image og associere dem til musik og koncerter. Det har de b.la. gjort med kampagnen "TAK Rock", samarbejde med festivaler og fredagsrock i Tivoli. Senest har de som hovedsponsor på Royal Arena tilknyttet endnu en musikoplevelse til deres navn. Ud over at deres navn er blevet en del af arenaens navn, sikrer sponsoraftalen, at det er Royal Unibrews produkter, som bliver solgt til arrangementerne på stedet.

Royal Unibrew har som nævnt sat fokus på deres craft og special øl via samarbejdet med Anders Kissmeyer. Det i sig selv er også en form for markedsføring, da der kan forventes et lidt større kendskab af forbrugeren, som går efter special øl.

Markedsføring er med til at skabe efterspørgsel hos forbrugeren, men som også nævnt under afsnittet om kundernes forhandlingskraft, er det ikke alt afgørende, da kunderne også har en vis form for forhandlingskraft. Dermed skal Royal Unibrew også sikre et godt samarbejde med kunderne, som oftest sker igennem deres service organ. Da kunderne hurtigt og relativt omkostningsfrit kan skifte leverandører, er det afgørende, at Royal Unibrew stiller sig attraktive og leverer god service. Dette forsøger Royal Unibrew at gøre ved eksempelvis at indgå tæt samarbejde med On-trade markedet, hvor der nu kan installeres fadølsanlæg med op til 15 haner. Fadølsanlægget bliver tilpasset lokationen, så det passer til deres ønsker og forhold. Om end dette er en service, Royal Unibrew stiller til rådighed, sikrer det også mulighed for mere salg og branding, hvorfor det dermed også tilgodeser dem. Ydermere stiller Royal Unibrew uddannelse af bartendere til rådighed, hvilket sikrer god service og rådgivning til forbrugeren³⁷.

På Off-trade markedet kan en del af servicen være samarbejde med detailkæder. Her kan fokus eksempelvis være forretningsindretning og produktplacering. Ud over, at det for den enkelte forretning kan sikre øget omsætning, kan det for Royal Unibrew sikre bedre placering af deres produkter, og dermed også øget omsætning for dem.

³⁷ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 13

4.3.2 - Støtte aktiviteter

Støtte aktiviteter er aktiviteter, der støtter og underbygger alle de primære aktiviteter, men som ikke er direkte relateret til produktionen. Som det fremgår af figur 14, er det aktiviteter som infrastruktur, menneskelige ressourcer, produkt- og teknologiudvikling samt indkøb og forsyning. Virksomhedens infrastruktur er et af de områder, som er lidt sværere at finde information om. Infrastrukturen skal ses som den del af værdikæden, som skal støtte de andre aktiviteter. Det kan dermed være alt fra organisationsstrukturen, bestyrelse og ledelse, it-systemerne og overholdelse af diverse restriktioner. Det vurderes at Royal Unibrew generelt har løbende interne kontroller og risikostyringssystemer, hvorfor at det må forventes, at der er indgående kendskab til virksomheden og dens risici. Det er bestyrelsen, som har det endelige ansvar for risikostyringen. De vedtager retningslinjer ud fra de centrale risikoområder og følger udviklingen. Det er dog de lokale enheder, som har ansvaret for at identificere, vurderer, registrere risici og komme med løsningsforslag. Ser vi på Royal Unibrews bestyrelse, er det en bred sammensætning af personer med kompetencer inden for ledelse, salg, markedsføring, B2B, økonomiske og finansielle forhold. Dertil er medarbejdervalgte personer, som må siges at have stort kendskab til, hvad der sker i bunden af organisationsdiagrammet og kan dermed sikre, der er et godt grundlæggende kendskab.

Kigger vi på de menneskelige ressourcer, er det en afgørende aktivitet for Royal Unibrew. It-udviklingen gør, at vi er kommet langt, og maskiner og computere i dag kan varetage en stor del af produktionen, udregninger mm. Mennesker er dog stadig en nødvendig ressource, om end det er på gulvet eller ledelsen i toppen, der skal styre virksomheden i en bestemt retning. Medarbejderne er med til at sikre viden hvad end det er om markedet, systemerne eller produktionen.

Royal Unibrew har som mål at *"tiltrække og fastholde dygtige og talentfulde medarbejdere, der er resultat orienterede, forandringsparate, nytænkende, kreative og har det rigtige mindset/DNA."*³⁸

For at Royal Unibrew kan nå det mål, er det afgørende, at de har gode rekrutteringsprocesser men i lige så stor grad formår at fastholde og udvikle nuværende medarbejdere. Det forsøger Royal Unibrew at gøre ved at tilbyde kurser samt forskellige trænings- og udviklingsaktiviteter. Derudover har Royal Unibrew årlige medarbejder tilfredshedsundersøgelser for at de på den måde kan danne sig et overblik over hvordan situationen og tilfredsheden er.

³⁸ Royal Unibrew årsrapport 2017 side 52

Hvorvidt de nævnte mål og aktiviteter er en decideret styrke for Royal Unibrew kan diskuteres. Flere større virksomheder tilbyder i dag lignende forhold for deres medarbejdere. Det skal ses i lyset af at det i et stort omfang kan være en nødvendighed i større virksomheder med en høj linje organisation at sikre medarbejdere føler sig hørt og motiveret da det også skaber stor værdi for virksomheden i form af effektivitet og loyalitet. Derfor kan det også ses som en decideret nødvendighed at have sådanne aktiviteter hvis man som virksomhed skal være konkurrencedygtig.

Produkt og teknologiudvikling har vi tidligere været inde på i forhold til de makroøkonomiske faktorer. Ses der på dem fra et internt perspektiv, formår Royal Unibrew i stor grad at sikre produktudvikling, der følger markedstendenserne. Samtidig har Royal Unibrew stort fokus på at udnytte teknologien for at sikre lavere driftsomkostninger.

Kigger vi på indkøb og forsyning, skal det ses som indkøb af eksempelvis råvarer til produktionen men også produkter i øvrigt til virksomheden samt services ligger under denne kategori. Da Royal Unibrew i stor grad er afhængige af produktionsmateriel herunder kar, flasker og dåser, men i stor grad også af råvarer som malt, byg, humle og vand, må det antages, at Royal Unibrew har stor fokus på denne del af værdikæden.

Opsummering af porters værdikæde

Porters værdikæde er nu gennemgået og som i de øvrige afsnit vil der her være en kort opsummering.

- *Primære aktiviteter* – Her ses Royal Unibrew generelt som stående stærkt i forhold til optimering af deres forhold. Royal Unibrew arbejder hele tiden på at optimere og sikre størst muligt fortjeneste hvad en det er inden for produktionen, logistik, marketing, service og salg.
- *Støtte aktiviteter* – Her var det mere udfordrende at blive konkret på kompetencerne som er værdiskabende. Inden for infrastruktur og de menneskelige ressourcer konkluderes det at Royal Unibrew ikke nødvendigvis er ekstraordinært værdiskabende, men det er aktiviteter som kører og leverer inden for hvad der må forventes. Produkt og teknologiudviklingen er omvendt noget af det Royal Unibrew forstår at udnytte i størst grad.

4.4 - SWOT-Analyse

SWOT – analysen bruges til at kigge på de største af Royal Unibrews styrker, svagheder, muligheder og trusler. Analysemodellen samler altså op på både PESTEL, Porters Five Forces samt Porters værdikæde.

Styrker og svagheder vurderes primært på baggrund af forhold Royal Unibrew selv kan påvirke og dermed i nogen grad er interne. Muligheder og trusler ses primært i forhold til de makroøkonomiske faktorer.

Interne forhold	
Styrker	Svagheder
- Bred produktportefølje - Produktudvikling - Branding - Licensaftaler - Markedspositioner i Vesteuropa og det baltiske område - Stordriftsfordele - Stærke markedspositioner lokalt	- Større kæders forhandlingskraft - Vækstmuligheder - Lille aktør globalt - Distributionsomkostninger ifht. malt

Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
- Sænket afgifter - Teknologisk udvikling - Makroøkonomiske forhold - Faldende råvarepriser - Store kapitalkrav til indtrængen på markedet - Valutaudvikling - Vejret	- Øgede afgifter - Markedsføringsrestriktioner - Livsstilskampagner - Markedsrestriktioner - Konkurrenceregler - Negativ / Lav befolkningsvækst - Makroøkonomiske forhold - Miljøkrav - Stigende råvarepriser - Vin og spiritus - Mikrobryggerier - Valutaudvikling - Vejret

Figur 15: Egen tilvirkning

Afsnit 5 – Regnskabsanalyse

Dette afsnit har til formål at beskrive den udførte regnskabsanalyse af Royal Unibrew.

Regnskabsanalysens formål er at få afdækket Royal Unibrews performance historisk i perioden 2011-2017.

Den strategiske analyse kan ikke stå alene, der er derfor foretaget en regnskabsanalyse.

Regnskabsanalysen og den strategiske analyse kan som samlet analyse danne grundlag for forventninger til fremtiden for Royal Unibrew, og dermed kan dette danne grundlag for budgetteringen i forbindelse med værdiansættelsen af Royal Unibrew. Budgettet og herunder budgetperioden vil blive gennemgået senere i opgaven.

Oftest ses regnskabsanalyser lavet på de seneste 5 år, men da Royal Unibrew i 2013 overtog Hartwall, var det et år som ikke kan anses som normalt. Derfor har jeg valgt at kigge tilbage på en 7-årig periode, da det også danner et overblik over Royal Unibrews formåen i at drive virksomhed inden opkøbet. Perioden for regnskabsanalysen bliver altså fra 2011 til 2017.

Til brug for regnskabsanalysen og dermed en afdækning af Royal Unibrews performance er årsregnskaberne for årene anvendt. Ud fra dem er der reformuleret for at opsplitte kerne drifts aktiver/forpligtelser fra finansielle aktiver/forpligtelser.

Først og fremmest er det en nødvendighed at eliminere enhver former for støj i forhold til de finansielle nøgletal. Ting, som kan give støj i de finansielle nøgletal, er blandt andet anvendt regnskabspraksis eller ændring af denne i analyseperioden³⁹. Royal Unibrew aflægger årsregnskab efter de internationale regnskabsstandarder (IFRS) og laver funktionsopdelt regnskab. Dette har det gjort gennem hele den analyserede periode.

For at eliminere støj i beregning af finansielle nøgletal for Royal Unibrew, vil der i regnskabsanalysen blive foretaget en reformulering af balancen, samt resultatopgørelsen. Denne reformulering har til formål at adskille de driftsmæssige aktiviteter fra de finansielle aktiviteter. Dette gøres med baggrund i, at det i udgangspunktet er de driftsmæssige aktiviteter, der er værdiskabende i en virksomhed, om ikke andet i en produktionsvirksomhed som Royal Unibrew. Det er derfor en nødvendighed at få adskilt og reklassificeret en række regnskabsposter for at tilsikre, at der tegnes et korrekt billede af virksomhedens værdiskabende aktiviteter.

³⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang, side 129

5.1 - Reformulering af resultatopgørelsen

Som beskrevet kort ovenfor, er den reformulerede resultatopgørelse et udtryk for en adskillelse af Royal Unibrews driftsmæssige aktiviteter og de finansielle aktiviteter. Det har i den forbindelse været nødvendigt at reklassificere nogle af regnskabsposterne. Reklassificeringen laves, så der kan tegnes et korrekt billede af Royal Unibrew værdiskabende aktiviteter⁴⁰.

Poster, der er behandlet i den nedenstående reformuleret resultatopgørelse, vil blive udspecificeret umiddelbart efter.

⁴⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang, side 170

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nettoomsætning (net revenue)	6,384,386	6,340,376	6,032,115	6,055,898	4,480,998	3,430,008	3,430,633
Produktionsomkostninger	2,891,835	2,855,901	2,670,841	2,710,907	2,091,430	1,626,997	1,610,127
Bruttoresultat (gross profit)	3,492,551	3,484,475	3,361,274	3,344,991	2,389,568	1,803,011	1,820,506
<i>Driftsomkostninger</i>							
Salgs- og distributionsomkostninger	1,872,323	1,900,396	1,834,795	1,902,638	1,394,491	1,040,239	1,051,835
Administrationsomkostninger	258,435	278,403	301,201	312,411	250,707	158,433	176,073
Andre driftsomkostninger	-	-	-	-	15,161	-	-
EBITDA	1,361,793	1,305,676	1,225,278	1,129,942	729,209	604,339	592,598
Afskrivninger	293,192	304,987	308,322	303,724	171,780	124,185	121,906
Keerne driftsoverskud fra salg (EBIT)	1,068,601	1,000,689	916,956	826,218	557,429	480,154	470,692
<i>Skat</i>							
Skat af årets resultat	224,961	213,833	190,879	176,439	68,707	108,217	110,253
Skattefordel fra finansielle poster	6,688	6,614	9,645	13,293	5,668	8,604	6,573
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	-	-	-	-	330	1,090	848
Keerne driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	836,952	780,242	716,432	636,486	482,724	362,244	353,018
<i>Andet driftsoverskud</i>							
Andre driftsindtægter	-	-	-	-	2,642	4,843	3,549
Valutakursreguleringer, indtægt	-	-	-	-	-	-	-
Valutakursreguleringer, udgift	-	-	-	-	-	-	-
Skat på andet driftsoverskud, estimeret	-	-	-	-	330	1,090	848
Andet driftsoverskud i alt	-	-	-	-	2,972	5,933	4,397
<i>Efter skat driftsposter</i>							
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	18,418	27,802	31,061	34,808	33,552	34,263	14,370
Dirty Surplus	-81	-205	47,315	51,667	71,000	-	-
Valutakursregulering vedr. udenlandske virksomheder	-5,232	-9,180	5,374	-14,184	-11,638	29,853	-4,484
Værdiregulering af sikringsinstrumenter primo	7,113	27,839	32,677	46,039	59,239	76,995	27,957
Værdiregulering af sikringsinstrumenter ultimo	-1,416	-7,113	-27,839	-32,677	-46,039	-59,239	-76,995
Øvrige egenkapitalbevægelser	-	-69	-	-	-	-	-
Skat af anden totalindkomst	-1,560	-4,017	-3,097	-2,336	-4,105	-209	4,860
Dirty Surplus i alt	-1,176	7,255	54,430	48,509	68,457	47,400	-48,662
Totalindkomst fra drift	854,194	815,299	801,923	719,803	587,706	449,839	323,123
Finansielle indtægter	3,048	4,055	8,759	8,174	4,345	6,195	40,156
Finansielle omkostninger	34,447	34,962	54,470	68,596	49,685	44,434	67,659
Netto finansielle omkostninger før skat (NFE)	31,399	30,907	45,711	60,422	45,340	38,239	27,503
Skatteskjold	6,688	6,614	9,645	13,293	5,668	8,604	6,573
NFO efter skat	24,711	24,293	36,066	47,129	39,673	29,635	20,930
Totalindkomst	829,483	791,006	765,857	672,674	548,033	420,204	302,193

Figur 16: reformuleret resultatopgørelse – Royal Unibrew 2011-2017

Som nævnt anvender Royal Unibrew et funktionsopdelt regnskab. Det betyder, at afskrivninger relaterende til de enkelte omkostningstyper ikke fremgår af virksomhedens resultatopgørelse. I den reformulerede resultatopgørelse er afskrivninger særskilt medregnet. Afskrivninger for de enkelte omkostningstyper er fratrullet under den enkelte omkostningstype og sammenlagt under et samlet beløb for afskrivninger.

Som det fremgår af ovenstående reformulering, har Royal Unibrew haft et støt stigende brutto resultat om end de i 2015 præsenterer en nettoomsætning på -0,4% i forhold til 2014. Til trods for den lavere omsætning i 2015 formåede Royal Unibrew at præsenterer en EBITDA-margin på 20,3 % sat op imod en

EBITDA-margin på 18,7 % i 2014. Dette ses som et tegn på, at man har fået optimeret omkostningerne og dermed driften på koncernniveau.

Med opkøbet af Hartwall i 2013, og dermed opkøbet af de Finske produktionsfaciliteter, har man fra Royal Unibrews vedkommende, skulle strømline denne del af forretningen, således at synergieffekten og det øget indtjeningsgrundlag, kan være en hjælp til at opnå endnu bedre nøgletal end inden opkøbet.

Efter afskrivninger opnår Royal Unibrew i 2017 en Core EBIT – Margin på 16,7 % hvilket må anses at være tilfredsstillende.

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	gns
Omsætningsvækst	0.7%	5.1%	-0.4%	35.1%	30.6%	0.0%	0.0%	10.2%
EBITDA-margin	21.3%	20.6%	20.3%	18.7%	16.3%	17.6%	17.3%	18.9%
CORE EBIT-Margin	16.7%	15.8%	15.2%	13.6%	12.4%	14.0%	13.7%	14.5%

Figur 17: Egen tilvirkning – Reformuleret resultatopgørelse

Der er udarbejdet regnskabsanalyse for perioden 2011 til 2017. Men grundet opkøbet af Hartwall vil det give det mest retvisende billede at kigge på regnskaberne for 2014 til 2017 – idet koncernen i disse to regnskabsår har kørt med fuld indtægt og omkostning fra Hartwall. Den kraftige omsætningsvækst i 2013 kan ses med baggrund i, at man fik Cash Flow fra opkøbet fra august måned og frem.

5.1.1 - Andre driftsindtægter / driftsomkostninger

I forhold til andre driftsindtægter og andre driftsomkostninger, skal man helt generelt forholde sig til, hvorvidt disse kan kategoriseres som en del af driften eller en finansiell aktivitet. For så vidt angår de seneste 4 regnskabsår, har der ingen yderligere driftsindtægter været. Royal Unibrews eneste driftsmæssige indtægt er kommet fra salg af drikkevarer. Tilsvarende er de eneste driftsmæssige omkostninger kommet fra produktionen, salgs- distributionen eller fra administrationen, med undtagelse af i 2013 hvor der i andre driftsomkostninger figurerer en post i årsregnskabet på 15 mio. Hvilket kan henføres til konsulentbistand i forbindelse med opkøbet af Hartwall.

5.1.2 - Skat

Af årsregnskabet for koncernen 2017 fremgår det, at den effektive skattesats for året lå på 21,3 %. Denne skattesats er blandt andet anvendt til udregning af skatteskjoldet. For så vidt angår skat af årets resultat for koncernen, beløb denne sig i 2017 til ca. 225 mio. Denne selskabsskat er relateret til såvel driften som de finansielle aktiviteter. Derfor er der i den reformulerede resultatopgørelse medregnet skattefordel fra finansielle poster. Denne udregning skal anvendes for at beregne kerne driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT).

Beregningen af skatteskjoldet sker ved at udregne de Netto Finansielle Omkostninger før skat (NFE) som består af de finansielle indtægter samt de finansielle omkostninger for året. I 2017 beløber dette sig til ca. 31 mio. Herefter ganges den effektive skatteprojekt på de 46 mio. hvilket giver, at skatteskjoldet beløber sig til ca. 6,7 mio.

5.1.3 - Dirty-surplus

Det ses ofte, at virksomheder fører indtægts- og omkostningsposter direkte på egenkapitalen i årsrapporterne og dermed udenom resultatopgørelsen. Dette fænomen kaldes "dirty-surplus accounting"⁴¹. Det er imidlertid vigtigt at alle indtægter og omkostninger er med og påført på resultatopgørelsen. Årsagen er at sikre bedste grundlag for korrekt regnskabsanalyse, hvorfor det skal indgå i resultatopgørelsen. Derfor indføres de ikke-resultatførte indtægter og omkostninger under driften i den reformulerede resultatopgørelse.

At de medtages under driften, skyldes de omhandler værdiregulering af sikringsinstrumenter og valutakursreguleringer relateret til Royal Unibrews udenlandske del hvorfor det betragtes som værende sikringsinstrumenter som kan knyttes til driften.

5.2 - Trendanalyse og Common size analyse

For at danne et billede af hvordan Royal Unibrew har udviklet sig i perioden 2011 til 2017 er der udarbejdet en trendanalyse samt en Common Size analyse. Denne er lavet ud fra den reformulerede resultatopgørelse.

Trendanalyse	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nettoomsætning	186	185	176	177	131	100	100
Produktionsomkostninger	180	177	166	168	130	101	100
Bruttoresultat	192	191	185	184	131	99	100
salgs- og distributionsomkostninger	178	181	174	181	133	99	100
administrationsomkostninger	147	158	171	177	142	90	100
Driftsomkostninger i alt	174	177	174	180	135	98	100
Kerne driftoverskud fra salg før skat (EBIT)	227	213	195	176	118	102	100
Kerne driftoverskud fra salg efter skat	237	221	203	180	137	103	100
Andet driftoverskud i alt	-	-	-	-	68	135	100
Dirty Surplus i alt	2	-15	-112	-100	-141	-97	100
Netto finansielle omkostninger	114	112	166	220	165	139	100
Totalindkomst	274	262	253	223	181	139	100

Figur 18: Egen tilvirkning

⁴¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse en pratisk tilgang, side 170

Common size analyse	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Produktionsomkostninger	45%	45%	44%	45%	47%	47%	47%
Bruttoresultat (bruttoavance)	54.7%	55.0%	55.7%	55.2%	53.3%	52.6%	53.1%
Salgs- og distributionsomkostninger	29.3%	30.0%	30.4%	31.4%	31.1%	30.3%	30.7%
administrationsomkostninger	4.0%	4.4%	5.0%	5.2%	5.6%	4.6%	5.1%
Skat på driftoverskud fra salg	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	1.7%	3.4%	3.4%
Driftsomkostninger i alt(kerne driftsomkostninger)	33.4%	34.4%	35.4%	36.6%	37.1%	34.9%	35.8%
EBITDA (EBITDA-margin)	21.3%	20.6%	20.3%	18.7%	16.3%	17.6%	17.3%
Kerne driftoverskud fra salg før skat (Profit Margin)	16.7%	15.8%	15.2%	13.6%	12.4%	14.0%	13.7%
Kerne driftoverskud fra salg efter skat (Profit Margin)	13.1%	12.3%	11.9%	10.5%	10.8%	10.6%	10.3%
Andet driftoverskud	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%
Kapitalandele i associerede virksomheder+resultat af ophørte aktiviteter	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	0.4%
Dirty surplus	0.0%	0.1%	0.9%	0.8%	1.5%	1.4%	-1.4%
OG andre poster (de 3 ovenstående tilsammen)	0.3%	0.6%	1.4%	1.4%	2.3%	2.6%	-0.9%
Totalindkomst	13.0%	12.5%	12.7%	11.1%	12.2%	12.3%	8.8%
Overskudsgrad i alt	13.4%	12.9%	13.3%	11.9%	13.1%	13.1%	9.4%

Figur 19: Egen tilvirkning

Ovenstående trendanalyse viser en stabil positiv udvikling i omsætningen samt endnu bedre udvikling i totalindkomsten. Den løbende forbedring af den primære drift har medført, at den positive udvikling i EBIT er større end udviklingen i omsætningen. Det er tegn på en forbedret overskudsgrad, som fremgår af nedenstående Common Size Analyse.

Common Size analysen fortæller desuden at Royal Unibrew løbende har formået at forbedre på driften ved at optimere omkostningerne forbundet med at generere omsætning, som til sidst medfører en løbende forbedret profitmargin.

Der har gennemgående været løbende forbedring af driftsomkostningerne sammenholdt med omsætningen, dog afbrudt af 2013, pga. integreringen af Hartwall.

5.3 - Reformulering af balancen

Formålet med den reformulerede balance er det samme, som gjorde sig gældende ved reformuleringen af resultatopgørelsen. Nemlig at få klassificeret balancens enkelte poster som enten værende driftsrelateret poster eller finansielle poster. Den reformulerede balance skal matche den reformulerede resultatopgørelse, således at eksempelvis samtlige rentebærende poster ikke fremgår som driftsaktiviteter. Disse fremgår i stedet som finansielle poster i den reformulerede balance.

Balance DKK 1.000							
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Kernedriftsaktiver							
Goodwill	1,451,150	1,449,465	1,455,776	1,451,828	1,430,378	244,882	263,733
Varemærker	1,232,067	1,230,330	1,233,475	1,233,341	1,236,102	124,069	124,186
Distributionsrettigheder	170,092	182,083	195,030	206,768	214,592	1,672	3,175
Kunderrelationer	8,757	22,243	35,881	49,310	62,970	-	-
Immaterielle aktiver under udvikling	-	-	-	-	-	-	-
Grunde og bygninger	1,064,927	1,106,407	1,158,911	1,216,077	1,261,505	559,200	584,120
Produktionsanlæg og maskiner	747,296	719,358	803,267	830,672	880,267	433,369	442,783
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	236,533	222,341	214,880	239,003	238,466	142,903	132,298
Matrielle anlæg under udførsel	72,795	94,068	63,660	45,558	38,164	67,531	30,623
Udskudt skatteaktiv	-	-	-	-	-	-	-
Varebeholdninger	335,338	335,944	316,708	312,041	330,459	180,342	173,147
Tilgodehavender fra salg	558,409	512,369	516,953	473,569	449,228	365,286	379,012
Tilgodehavende fra associerede selskaber	-	-	-	-	-	-	-
Kapitalandele i associerede virksomheder	127,911	143,978	135,371	136,249	132,523	129,782	290,712
Tilgodehavende selskabsskat	-	-	-	-	11,754	8,855	-
Andre tilgodehavender	29,032	21,747	53,485	62,751	56,496	12,138	13,605
Likvide beholdninger (1,5 % af omsætning)	95,766	95,106	90,482	90,838	67,215	51,450	51,459
I alt	6,130,073	6,135,439	6,273,879	6,348,005	6,410,119	2,321,479	2,488,853
Driftsforpligtigelser							
Udskudt skat	378,231	362,117	375,396	431,774	457,571	144,795	166,539
pensionsforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
Anden langfristet gæld	12,960	13,556	14,164	24,713	17,318	9,121	23,119
Leverandøregæld	1,025,688	858,149	913,762	810,529	807,486	430,852	397,795
gæld til associerede selskaber	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig selskabsskat	-	21,196	7,044	22,156	-	-	63
Anden gæld	866,936	911,650	985,219	872,271	885,990	321,417	332,134
andre hensatte forpligtelser	20,846	-	-	-	-	-	-
I alt	2,304,661	2,166,668	2,295,585	2,161,443	2,168,365	906,185	919,650
Kerne netto driftsaktiver	3,825,412	3,968,771	3,978,294	4,186,562	4,241,754	1,415,294	1,569,203
<i>Ikke kerne driftsaktiver (er ført ned under finansielle aktiver)</i>							
Projektudviklingsejendom	-	-	-	-	-	-	-
I alt	-	-	-	-	-	-	-
Netto driftsaktiver (NDA)	3,825,412	3,968,771	3,978,294	4,186,562	4,241,754	1,415,294	1,569,203
Finansielle aktiver							
Øvrige aktiver	9,618	10,074	11,725	16,768	24,085	12,265	7,727
Forudbetalte omkostninger	33,693	18,677	21,714	20,011	23,022	14,253	13,191
Projektudviklingsejendom	-	-	197,506	238,439	290,539	276,338	411,450
Likvide beholdninger (fratrullet driftslikviditet)	588,860	-88,189	242,703	400,615	176,747	222,325	-32,686
I alt	632,171	-59,438	473,648	675,833	514,393	525,181	399,682
Finansielle forpligtigelser							
Realkreditinstitutter	858,328	859,220	1,000,325	1,012,807	747,742	591,680	593,880
Medarbejderobligationer	-	-	-	-	-	-	-
Leasingforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
Kreditinstitutter	381,179	-	461,675	859,108	1,097,291	-	-
Realkreditinstitutter	3,720	4,761	14,203	164,480	14,159	2,010	1,959
Kreditinstitutter	416,369	133,975	40,934	7,649	763,978	634	53,654
Leasingforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
overskudsdeling for regnskabsåret	-	-	-	-	-	-	-
I alt	1,659,596	997,956	1,517,137	2,044,044	2,623,170	594,324	649,493
Netto finansielle forpligtigelser (NFF)	1,027,425	1,057,394	1,043,489	1,368,211	2,108,777	69,143	249,811
Koncernegenkapital	2,797,987	2,911,377	2,934,805	2,818,351	2,132,977	1,346,151	1,319,392
minoritetsinteresser andel af EK	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	2,797,987	2,911,377	2,934,805	2,818,351	2,132,977	1,346,151	1,319,392

Figur 20: Egen tilvirkning

5.3.1 - Likvidbeholdning

Generelt gælder det, at likvidbeholdningen består af likvider samt let omsættelige værdipapirer. Disse kan anvendes til fremtidige investeringer, betaling af eventuelt gæld eller lignende, uden at dette vil påvirke de underliggende aktiver.

Royal Unibrew opererer med en forholdsmæssig stor likvidbeholdning. Ifølge forhenværende CEO Henrik Brandt, ønsker man at have en stor likvid beholdning i tilfælde af interessante opkøbsmuligheder. Det fremgår dog ikke tydeligt nogle steder hvor stor en del af den likvide beholdning Royal Unibrew bruger til den daglige drift. Det må dog antages at Royal Unibrew løbende bruger likvider til afdrag på lån, betaling af varer mm. Derfor er i den reformulerede balance regnet med driftslikviditet svarende til 1,5 % af omsætningen. Det svarer i 2017 til ca. 96 mio. som indgår i udregningen af Core-driftsaktiviteter. Den resterende del medregnes i beregningen af finansielle aktiver.

5.3.2 - Projektudviklingsejendom

Royal Unibrew var indtil 2016 i besiddelse af en af en projektudviklingsejendom, hvor den blev solgt. Selvom den er frasolgt, indgår den stadig i regnskabsanalysen grundet det har været en del af Royal Unibrew i størstedelen af perioden. Idet der her er tale om en projektudviklingsejendom i Århus, som ikke har noget at gøre med Royal Unibrews Core-Drift at gøre, indgår denne som et finansielt aktiv i den reformulerede balance.

5.4 - Rentabilitetsanalyse

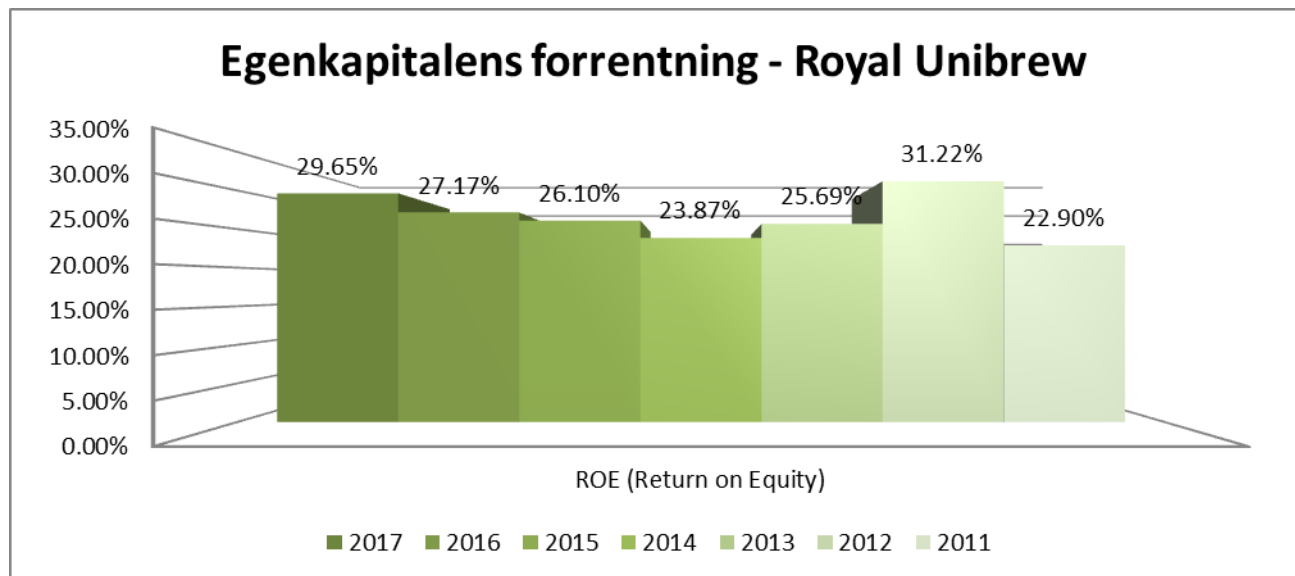
Med henholdsvis resultatopgørelsen og balancen reformuleret, er vi nu i stand til at udarbejde en rentabilitetsanalyse af Royal Unibrew og dermed klarlægge Royal Unibrew historiske værdiskabelse for periode 2011-2017. Rentabilitetsanalysen skal være med til at kunne sætte kvalificerede forventninger til budgetteringen. Vi har fået opdelt de enkelte poster i finansielle- og driftsmæssige poster. Det gør at vores nøgletal kan beregnes uden støj, som nævnt tidligere i opgaven. Ved en rentabilitetsanalyse kan Du-pont pyramiden med fordel anvendes.

Rentabiliteten er yderst vigtig for en virksomhed, i forhold til at kunne finde de fremtidige forventninger til virksomheden. Ydermere er det samtidig en indikator for, i hvilken grad virksomheden har genereret et tilfredsstillende resultat/afkast til virksomhedens aktionærer i perioden for regnskabsanalysen.

Nedenfor vil nogle af de centrale nøgletal blive gennemgået.

5.4.1 – Egenkapitalens forretning / ROE

En virksomheds værdi er i stor grad drevet af den givne virksomheds egenkapital forrentning og vækst. Egenkapitalens forretning også kaldet ROE (Return on Equity) er et udtryk for, hvor meget den givne virksomheds ejere, har opnået af afkast af den kapital, som de har investeret i virksomheden.



Figur 21: Egen tilvirkning

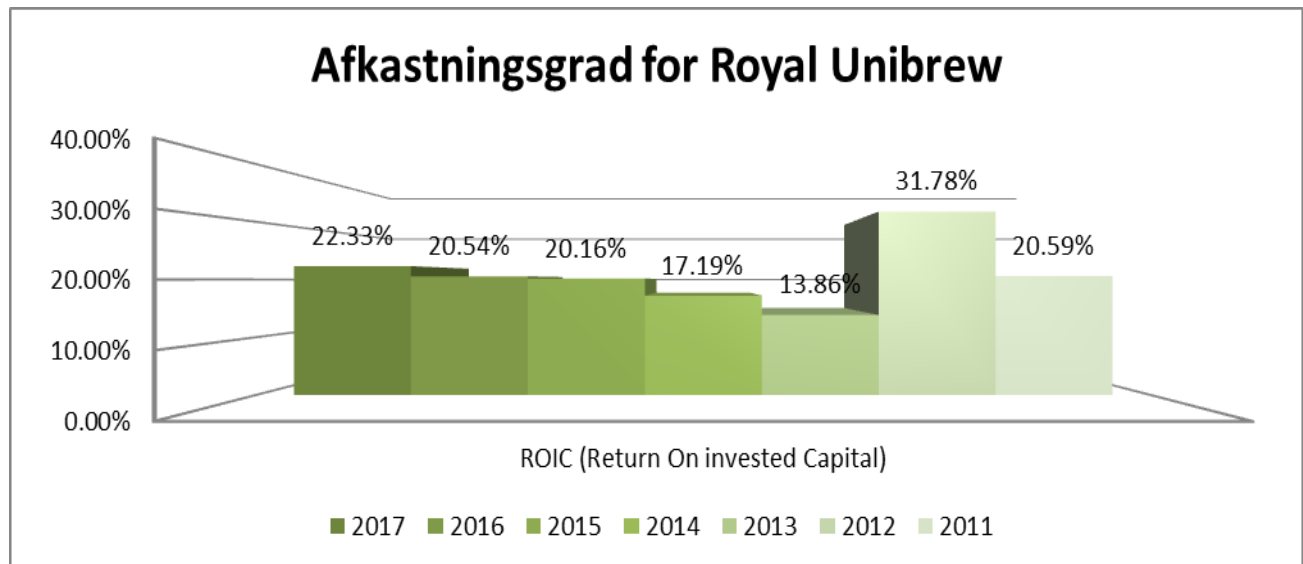
Som det ses ovenfor, har ejerne af Royal Unibrew som det højeste i analyseperioden modtaget 31,2 % i 2012. Efterfølgende blev Hartwall opkøbt, og egenkapitalsforrentningen faldt med ca. 5,5%. Royal Unibrew har i takt med effektivisering og implementering af Hartwall igen fået oparbejdet egenkapitalsforrentningen til et næsten lignende niveau i 2017 hvor forrentningen ligger på 29,65 %. Egenkapitalens forretning må siges at være tilfredsstillende taget ejernes afkastkrav på 6,04% i betragtning. Som det fremgår af forklaringsformlen for ROE, skal forklaring til egenkapitalens forretning findes i den finansielle gearing samt afkastningsgraden, hvorfor de vil blive gennemgået i nedenstående.

$$ROE = ROIC + (Fgear * (ROIC - r))$$

5.4.2 – Afkastningsgraden / ROIC

Det overordnede rentabilitetsmål for driften er afkastningsgraden også kaldet ROIC (return on invested capital). ROIC er et udtryk for afkastet på den kapital, som er bundet i virksomhedens netto driftsaktiver som en procentdel og måler dermed forrentning af driftsaktiviteterne. ROIC er et yderst vigtigt nøgletal i forhold til at værdiansætte en virksomhed. En høj ROIC alt andet lige vil give en højere

estimeret værdi af virksomheden⁴². Udviklingen for afkastgraden ses af figur 22. Som det fremgår, falder ROIC væsentlig med ca. 18% fra 2012 til 2013. Årsagen skal ligesom tidligere findes i opkøbet af Hartwall. Opkøbet resulterer i væsentlig forøgelse af den investerede kapital, men uden at driftsoverskud efter skat, følger med i samme hastighed. Herefter er der en løbende stigning frem til 2017, hvor afkastgraden når et niveau på 22,33%.



Figur 22: Egen tilvirkning

Årsagen til stigningen skal ligesom det store fald findes i forholdet mellem den investerede kapital og driftsoverskuddet. Royal Unibrew påbegynder arbejdet med produktions- og distributionseffektivisering specielt i forhold til Hartwall. Resultatet af dette ses specielt på den investerede kapital som løbende falder samtidig med driftsoverskuddet fra salget stiger.

$$ROIC = OG * AOH$$

Som det ses af ovenstående formel, kan ROIC forklares ved overskudsgraden og omsætningshastigheden. Disse vil blive gennemgået senere.

5.4.5 - Finansiell Gearing

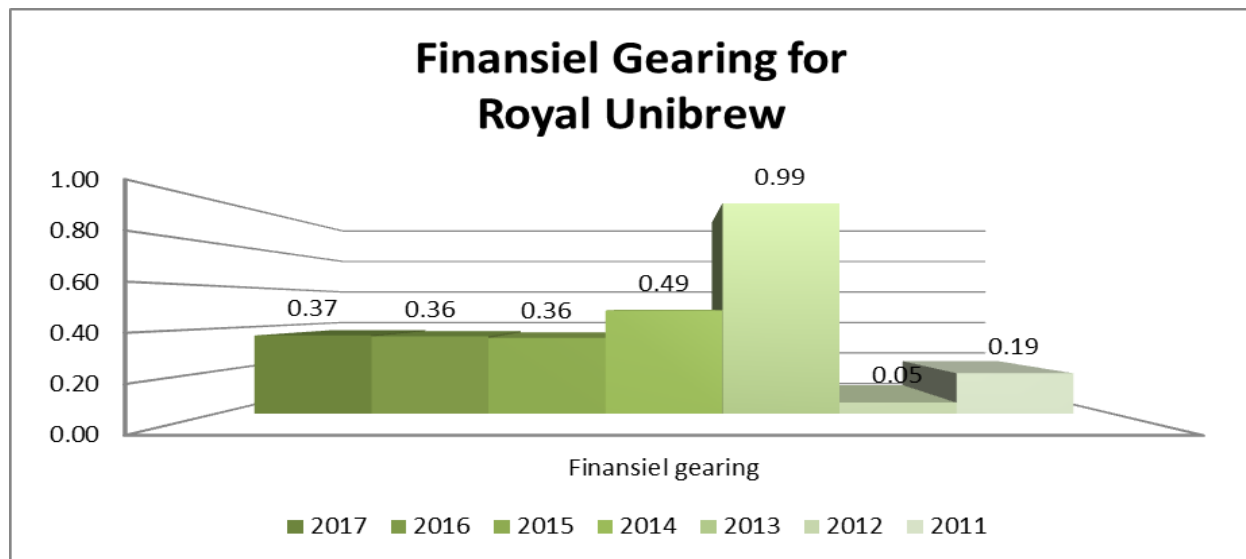
Netto driftsaktiverne finansieres normalt via egenkapital og finansielle forpligtelser. Den finansielle gearing måler forholdet mellem disse to og deres indvirkning på egenkapitalens forretning ud fra afkastgraden, den finansielle gearing og spredet⁴³, som vi så i forklaringsformlen for ROE.

Den finansielle gearing findes ved :

⁴² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 211

⁴³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 211

$$F_{gear} = \frac{\text{Netto finansielle forpligtelser}}{\text{Egenkapitalen}}$$



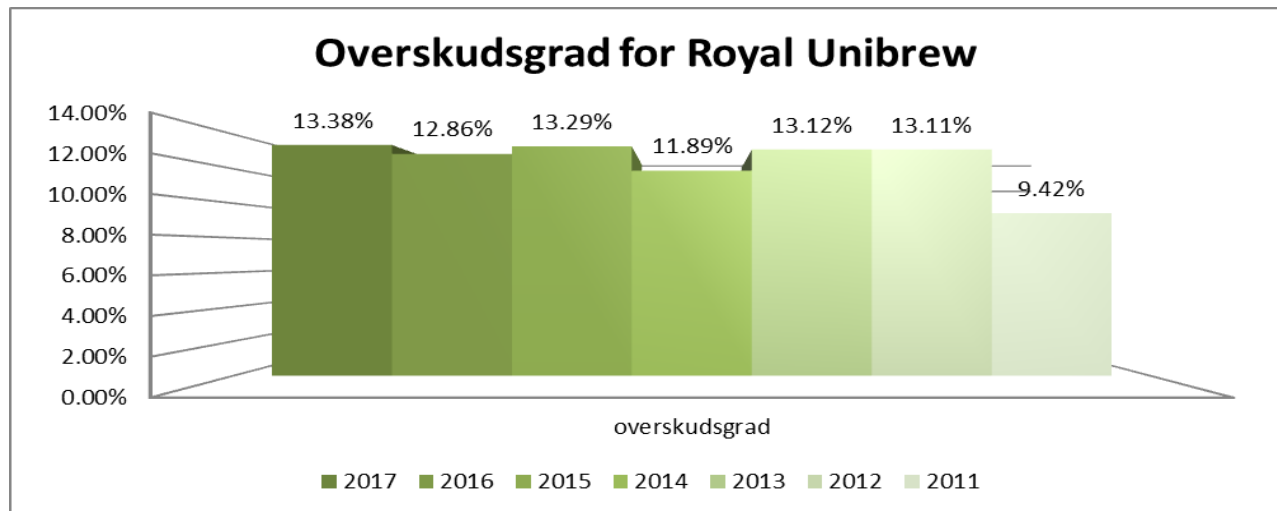
Figur 23: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 23, havde Royal Unibrew i 2011 og 2012 en meget lav finansiel gearing, hvilket skyldes lave finansielle forpligtelser. I 2013 opnår Royal Unibrew en finansiel gearing på næsten 1, hvilket indikerer, at de finansielle forpligtelser var ved at overstige værdien af egenkapitalen. Den høje finansielle gearing i 2013 skal, som de andre nøgletal, ses i lyset af opkøbet af Hartwall. For Royal Unibrew betød opkøbet, at de finansielle forpligtelser steg voldsomt i form af forpligtelser til kreditinstitutter. Allerede i 2014 har Royal Unibrew formået næsten at halvere forpligtelserne til kreditforeninger samtidig med likvidbeholdningen næsten fordobles. Dermed et samlet fald i de netto finansielle forpligtelser. Royal Unibrew fortsætter denne udvikling frem til 2015 om end det ikke er i lige så stor grad. I 2015 når Royal Unibrew så et niveau som fortsætter frem til 2017.

5.4.3 - Overskudsgraden

Overskudsgraden for en virksomhed beskriver i alt sin enkelthed indtægts- og omkostningsforholdet og måler overskuddet for en krones salg⁴⁴. Overskudsgraden er, som fremgår af figur 24, ligeledes en afgørende faktor for afkastgraden. Desto højere en overskudsgrad en virksomhed har, desto mere attraktiv og effektiv er virksomheden.

⁴⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 216

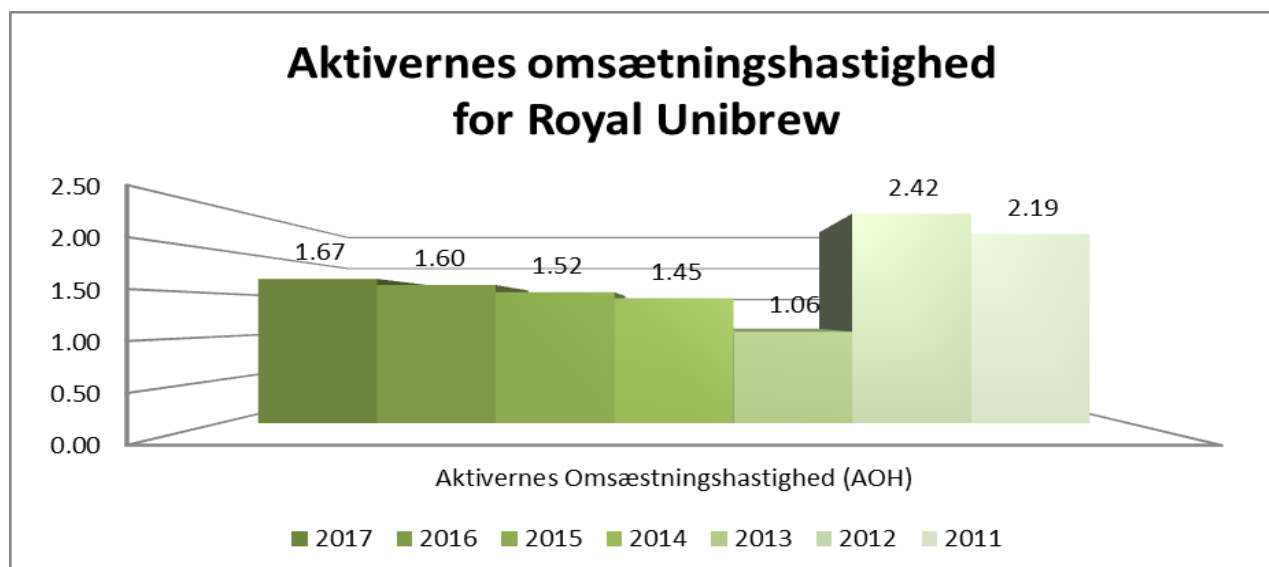


Figur 24: Egen tilvirkning

Royal Unibrew har opereret med en ret stabil overskudsgrad i perioden fra 2012 til 2015. Det forholdsmæssige høje spring fra 2011 til 2012 skyldes ifølge common size analysen, at dirty surplus var negative poster, samt at man bl.a. har formået af skære i omkostninger.

5.4.4 - Aktivernes omsætningshastighed

En omsætningshastighed tegner et billede af, hvor god virksomheden er til at udnytte den investerede kapital⁴⁵. Det vil sige, at såfremt en virksomhed har en høj omsætningshastighed, er dette positivt for virksomheden, idet dette vil fortælle, at virksomheden har bundet kapital i driftsaktiviteter i kortere tid.



Figur 25: Egen tilvirkning

⁴⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 217

Omsætningshastighed for Royal Unibrew faldt drastisk i forbindelse med opkøbet af Hartwall. Det skyldes i stor grad, at den investerede kapital fra 2012 til 2013 steg med ca. 200%, hvor omsætningen kun steg med 30%. Efterfølgende har omsætningshastigheden igen været støt stigende ved løbende nedbringelse af den investerede kapital samtidig med en øget omsætning. Omsætningshastigheden har altså svinget en del i perioden for 2011 til 2017. For så vidt angår 2017 kan det udledes, at Royal Unibrew har haft bundet kapital i driftsaktiverne i 218,5 dage. Hvilket kan udledes af en omsætningshastighed på 1,67 holdt op imod antal dage på året.⁴⁶

Opsummering af afsnit 5

Regnskabsanalysen og rentabilitetsanalysen er nu foretaget. For næsten alle værdidrivere var der for Royal Unibrew store ændringer at finde i de finansielle nøgletal i 2013, som her er blevet påvirket af opkøbet af Hartwall. Det interessante har så været at se på i hvad Royal Unibrew har gjort for at finde tilbage til niveau, og med hvilken hastighed det er sket.

Generelt kan det siges at Royal Unibrew har haft fokus på gældsnedbringelse og nedbringelse af den investerede kapital, hvilket har forbedret deres resultater løbende. For de fleste nøgletal ligger Royal Unibrew stadig ikke på samme niveau som inden opkøbet af Hartwall og med købet af Terme di Crodo må det forventes, at det heller ikke er et niveau, de når igen lige med det samme.

Afsnit 6 - Budgettering

En budgettering er selvsagt en meget central del af en værdiansættelse. Det er her, at en given virksomheds fremtidig performance bestemmes, og denne danner grundlag for en estimering af virksomhedens værdi.

Jeg har tidligere i opgaven været igennem den strategiske analyse, hvor Royal Unibrew blev analyseret med diverse teoretiske metoder for at finde såvel positive faktorer som negative faktorer, der fremtidigt kan påvirke Royal Unibrew og dermed eliminere værdi af selskabet. Ligeledes blev bl.a. konkurrencen til Royal Unibrew analyseret, og der blev fundet diverse muligheder og trusler for Royal Unibrew, som i budgetteringen vil skulle tages i betragtning.

Efterfølgende er der blevet udarbejdet en regnskabsanalyse, som mundede ud i en rentabilitetsanalyse, hvor Royal Unibrews mest væsentlige nøgletal blev gennemgået.

⁴⁶ Beregning: $365 \text{ dage} / \text{AOH på } 1,52 = 240 \text{ dage}$

For budgetteringen er det afgørende at fastlægge en budgetperiode. Kigges der på det teoretiske, er værdiansættelsen baseret på diskontering af uendelige pengestrømme. I praksis er det dog ikke muligt at forudsige Royal Unibrews uendelige pengestrømme, hvorfor perioden forkortes med en afsluttende terminal periode.

Herefter er det nu muligt at lægge et budget for Royal Unibrew. Gennem de ovennævnte analyser og fastlæggelse af budgetperioden, er der opnået grundlag for at lave de nødvendige antagelser og budgetforudsætninger. Disse budgetforudsætninger danner grundlag for de finansielle værdidrivere, som er en nødvendighed for at estimere den fremtidige indtjening i Royal Unibrew.

Nedenfor vil nogle af de væsentlige punkter bliver gennemgået, således at vi danner grundlag for at kunne værdiansætte Royal Unibrew til sidst i opgaven.

6.1 - Budgetperioden

Det er nødvendigt, at der fastlægges en budgetperiode, som skal danne ramme om budgetteringen. Teorien bag nogle værdiansættelsesmodeller er baseret på, at det er uendelige pengestrømme, der tilbagediskonteres til nutidsværdi. Selvsagt er det ikke muligt at forudsige hele Royal Unibrews fremtidige pengestrømme, hvorfor man derfor er nødt til at fastsætte en konkret periode, hvor man ved terminalåret forudsætter de fremtidige pengestrømme vil være stabile.

Budgetperioden skal bl.a. tage højde for, at virksomheden ikke har en overnormal salgsvækst og markedsforhold som konkurrencen, væksten og eventuelle opkøb.

Taget opkøbet af Terme di Cordo i betragtning må det forventes, at det vil tage Royal Unibrew nogle år, før værdidriverne er mere stabile og går mod markedsniveauet. Royal Unibrew har været igennem transformationen med Hartwall og må fra dette kunne bruge noget af den ekspertise. Alligevel er det et andet marked, og produktionsforholdene kan være forskellige fra, hvad man oplevede med Hartwall. Mit bedste skøn er derfor, at det vil tage Royal Unibrew 3 til 4 år, før de har fået optimeret, og Royal Unibrews systemer mm er implementeret hos medarbejdere og i de nye produktionsfaciliteter. Derefter vil der være en årrække med mere stabil udvikling.

Med udgangspunkt i dette er budgetperioden for denne værdiansættelse sat til og med år 2028, som også vil være terminalperioden.

6.1.1 - Fremtidige investeringer:

Idet budgettet er udarbejdet med de forventninger til Royal Unibrews fremtidig ageren, ville det være på sin plads at medregne eventuelle investeringer såsom opkøb.

Kigges der på den senere årrække har Royal Unibrew haft stort fokus på at følge forbrugerens adfærd ved at sikre bred produktportefølje og have fokus på de nuværende markeder. Det ses eksempelvis på opkøb af Hartwall i Finland og Terme di Cordo i Italien, som begge var markeder, Royal Unibrew allerede opererede på. Derudover ses det på deres fokus på udvikling af craft og specialøl. Det kunne tale for, at der også fremadrettet kan komme yderligere opkøb. Dertil skal der også kigges på eventuelle potentielle virksomheder, som kunne have Royal Unibrews interesse. Da de på alle markeder har solid placering og markedsandel, vil det kræve, at det er en virksomhed, der kan bidrage væsentlig til dette, for at omkostningen ville kunne gøres op. Et andet argument er også, at Royal Unibrew allerede selv har sat fokus på Special- og Craft øl ved etablering af nødvendige faciliteter på enkelte af de nuværende bryggerier. Dermed ser det heller ikke ud til at Royal Unibrew vil følge sig nødsaget til at opkøbe mikrobryggerier. Grundet opkøbet af Terme di Cordo forventes det ikke, at Royal Unibrew foretager yderligere opkøb, førend det er fuldt effektiviseret og integreret som en del af Royal Unibrew.

Ud fra ovenstående er der ikke taget højde for yderligere opkøb i budgetperioden.

6.1.2 - Nettoomsætning - udvikling:

I forbindelse med nettoomsætningen skal der nu tages højde for opkøbet af Terme di Cordo. Terme di Cordo havde i 2016 en omsætning på 245 mio. DKK som Royal Unibrew fortsat forventer, at det kan bidrage med. Det betyder, at dette opkøb alene forventer at kunne bidrage med 3,8% af omsætningen.

Ud over omsætningen fra Terme di Cordo skal der tillægges den generelle forventning til nettoomsætningen af Royal Unibrews allerede eksisterende forretning. Kigger vi på regnskabet historisk set, har Royal Unibrew de sidste 7 år haft en gennemsnitlig omsætningsvækst på 10,4%⁴⁷. Hertil skal den høje omsætningsvækst i 2013 samt 2014 tages i betragtning. Den høje omsætningsvækst disse år skal i stor grad tillægges opkøbet af Hartwall. I perioden fra 2015 til 2017 har omsætningsvæksten været væsentlig mindre, endda negativ i 2015.

Markederne, Royal Unibrew operer på, og forventningerne til disse har en indflydelse på hvilken vej, det skal forventes, at Royal Unibrews omsætning bevæger sig. Fra den strategiske analyse blev der bl.a.

⁴⁷ Se figur 17

udledt at markedsøkonomiske forhold, lav hvis ikke negativ befolkningsudvikling og tidens tendenser er nogle af de faktorer, som vanskeliggøre vækst i omsætningen. Royal Unibrew gør selv en stor indsats for at fastholde væksten i forhold til produktudvikling. Dermed forventes det, at mindre salg i øl kategorien vil blive opvejet af øget salg på andre alkoholiske produkter og ikke alkoholiske produkter. Royal Unibrews egne forventninger til det vesteuropæiske marked er, at de danske forbrugere i højere grad vil indtage specialøl samt andre alkoholiske produkter og ikke alkoholiske produkter. Dog forventes et generelt faldende forbrug. I Italien forventes modsat et stigende forbrug i øl trods den fortsat høje ledighed. I det baltiske område forventes også et fald i forbruget grundet høje afgifter, men på sigt en stigning i forhold til der ses markedsøkonomiske forbedringer.

Dertil skal vurdering af de faktorer, Royal Unibrew ikke selv kan påvirke. Det er eksempelvis vejret, som ingen af os kan forudse, men også afgifterne.

Med udgangspunkt i ovenstående og en generel antagelse om Royal Unibrew kan være relativt hurtig til at reagerende på uforudsete faktorer, forventes der en vækst. Alligevel ses Royal Unibrew ikke som en vækstraket, da de står overfor enkelte udfordringer. Så til trods for opkøb og effektivisering vil det kun have en lille og kortvarig effekt. Derfor antages et vækstniveau fra 5,5% til 2,5% frem til 2023 på baggrund af opkøbet. Efterfølgende vil omsætningen ligge mere stabilt og have søgt et lavere niveau på 2% og sidst 1,5% i terminalperioden.

6.1.3 - Overskudsgrad fra salg (efter skat) og Core EBIT-margin- udvikling:

For så vidt angår overskudsgraden fra salg, har jeg i budgetforudsætninger antaget, at Royal Unibrew de første par år starter lidt lavere ud i forhold til 2017. Derefter formår Royal Unibrew at effektivisere og strømline den samlede produktion. Det er med udgangspunkt i Terme di Crodo men også grundet det fortsatte fokus på hele forretningen. Ændring i overskudsgraden ses ved ændring i core EBIT – margin hvor der forventes en nedgang fra 2017 til 2018 på ca. 1%, da driftsoverskud må forventes at falde en smule grundet højere driftsomkostninger. Driftsomkostningerne vil løbende mindskes og nettoomsætningen stige, hvorfor det forventes at Core-EBIT margin vil stige til 17% i 2022. Derfra forventes det, at Royal Unibrew vil falde tilbage, således at terminalperioden vil nærme sig et markedsniveau på 1,5%.

6.1.4 - Skattesatser:

Royal Unibrews effektive skattesats var i 2017 21,3 %. Der er i budgetteringen dog regnet med en skattesats på 22 %, som samtidig også er skattesatsen, der er anvendt i terminalperioden.

6.1.5 - Arbejdskapital samt anlægskapital:

Den beregnede arbejds- og anlægskapital udgør i reformuleringen af balancen i 2017 henholdsvis 14,02% og 73,94%. Tilsammen udgør arbejds- og anlægskapitalen den investerede kapital, men vil her blive taget i betragtning hver for sig. Den gennemsnitlige fordeling af den investerede kapital over hele den reformulerede periode er 74,13% anlægskapital og 11,38% arbejdskapital. Idet projektudviklingsejendommen er et finansielt aktiv, har det faktum at den er frasolgt, ikke indvirkning på fordelingen mellem arbejdskapital og anlægskapital.

Opkøbet af Terme di Crodo forventes at have en mindre indvirkning på arbejdskapitalen og anlægskapitalen. Taget i betragtning at købet er gjort for 600 mio. kr., udgør dette ikke en større post i forhold til Royal Unibrews regnskaber. Antageligt vil størstedelen af dette beløb blive fordelt på de lange driftsaktiviteter i form af goodwill, varemærker, bygninger, grunde samt produktionsanlæg og andet maskinelt. Samtidig må det antages, at de korte driftsaktiviteter vil stige procentuelt forholdsmæssigt i forhold til den øgede omsætning. Dette kan tale for en mindre ændring i forhold til anlægs- og arbejdskapitalen. Omvendt vil der forventeligt løbende være afskrivninger, hvilket vil bringe Royal Unibrew tilbage på niveau. Derfor vil der i budgetperioden blive regnet med det beregnede gennemsnit.

6.1.6 - Finansiell gearing

Den finansielle gearing ligger i 2017 på 0,37. Årsagen til den lavere finansielle gearing trods Royal Unibrew i 2017 har optaget yderligere gæld til betaling af Terme di Crodo skal ses i lyset af, at den optagne gæld er sat ind som likvidbeholdning, indtil betalingen faktisk skal foretages, hvilket først sker primo 2018. Dermed er der ikke de store ændringer i de nettofinansielle forpligtelser. Det betyder også, at den finansielle gearing vil stige, når betalingen foretages alene ved den likvide beholdning mindskes væsentlig. Derfor vil der i budgetteringen også blive taget højde for en gearing på 0,7 i 2018.

Historisk set viser Royal Unibrew, at de hurtigt afdrager deres gældsposter. Det antages at fortsætte, hvorfor det forventes at den finansielle gearing hurtigt vil falde ned til nuværende niveau for i terminalperioden at blive lavere end den finansielle gearing i dag.

6.1.7 - Netto lånerente

Netto lånerenten måler forholdet mellem Royal Unibrews nettofinansielle omkostninger og de nettofinansielle forpligtelser og tager højde for skatteskjoldet. Derfor påvirkes den også af flere finansielle poster og ikke blot forholdet mellem gæld og omkostning. Derudover kan der også være en renteindtægt, som påvirker denne sats, om end det på markedet næsten ikke har været til at kunne få

meget indlånsrente de seneste år. For Royal Unibrew har den gennemsnitlige lånerente været 9,2%.

Den høje gennemsnitlige lånerente skyldes i høj grad år 2012, hvor der næsten igen finansielle forpligtelser var i forhold til de nettofinansielle omkostninger. Efter 2012 ligger nettolånerenten og varierer fra 3,5 til 2,4 hvorfor der i budgetperioden er anvendt en lånerente på 3%.

Opsummering på budgettering

Med udgangspunkt i ovenstående er det nu muligt at indtaste budgetforudsætningerne og dermed se den samlede udvikling for perioden som ses af figur 25.

FORECAST											
		Budgetperiode									
Finansiell værdidriver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Omsætningsvækst		5.00%	3.50%	3.50%	3.00%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	1.50%
Overskudsgrad	13.38%	12.48%	12.48%	12.87%	12.87%	13.26%	13.26%	12.87%	12.87%	12.48%	12.09%
Primo arbejdskapital/salg	-14.02%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%
Primo anlægskapital/salg	73.94%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%
Core EBIT-margin	16.74%	16.00%	16.00%	16.50%	16.50%	17.00%	17.00%	16.50%	16.50%	16.00%	15.50%
Effektiv skatteprocent på EBIT	21.30%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
Core andet DO/salg, efter skat	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Finansiell gearing FGEAR primo	0.3672	0.7000	0.4500	0.4500	0.4000	0.4000	0.3500	0.3500	0.3500	0.3000	0.3000
netto lånerente (r)	2.41%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%

Budgetperiode											
Regnskabsår	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Resultatopgørelse											
Nettoomsætning	6,384,386	6,703,605	6,938,231	7,181,070	7,396,502	7,618,397	7,808,857	7,965,034	8,124,334	8,286,821	8,452,558
Core DO fra salg, efter skat	854,194	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914
Core andet DO, efter skat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core samlet DO, efter skat	854,194	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914
Core Netto finansielle omkostninger, efter skat	24,711	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823
Netto overskud	829,483	805,787	835,069	893,381	921,107	979,377	1,004,632	994,277	1,014,779	1,003,373	991,091
Balance (primo)											
Anlægs kapital	-894,925	4,969,367	5,143,294	5,323,310	5,483,009	5,647,499	5,788,687	5,904,461	6,022,550	6,143,001	6,265,861
Arbejdskapital	4,720,337	-762,746	-789,442	-817,073	-841,585	-866,833	-888,503	-906,273	-924,399	-942,887	-961,745
Netto driftsaktiver / IC	3,825,412	4,206,620	4,353,852	4,506,237	4,641,424	4,780,667	4,900,183	4,998,187	5,098,151	5,200,114	5,304,116
Netto finansielle forpligtigelser	1,027,425	1,575,170	1,305,503	1,351,195	1,287,496	1,326,121	1,239,432	1,270,418	1,295,826	1,176,496	1,200,026
Egenkapital	2,797,987	2,631,451	3,048,349	3,155,041	3,353,928	3,454,546	3,660,751	3,727,769	3,802,325	4,023,617	4,104,090
Samlet finansiering	3,825,412	4,206,620	4,353,852	4,506,237	4,641,424	4,780,667	4,900,183	4,998,187	5,098,151	5,200,114	5,304,116
Pengestrømsopgørelse											
Samlet DO	854,194	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914
- Δ Netto driftsaktiver	143,359	381,209	147,232	152,385	135,187	139,243	119,517	98,004	99,964	101,963	104,002
= FCF	710,835	455,401	718,660	771,819	816,743	870,957	915,938	927,096	945,638	932,232	917,912
Gældsfinansiering		300,489	-14,870	94,522	-7,802	117,512	-163	5,414	150,153	7,293	170,026
Nettodividende		388,889	728,376	694,495	820,489	773,171	937,614	919,722	793,486	922,900	772,327
Samlet finansiering		689,378	713,506	789,017	812,687	890,683	937,451	925,136	943,639	930,193	942,352

Figur 15: egen tilvirkning ud fra budgetforudsætninger

For at sikre at estimerne brugt i budgetteringen er nogenlunde rimelige, har jeg udregnet nogle af nøgletallene for budgetperioden. Som det fremgår af figur 26, synes nøgletallene acceptable og i overensstemmelse med hvad der kan forventes set ud fra et historisk perspektiv.

Nøgletal	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ROE	29.6%	31.71%	27.49%	28.39%	27.51%	28.38%	27.48%	26.64%	26.64%	24.95%	24.15%	22.56%
ROIC	22.3%	19.89%	19.89%	20.51%	20.51%	21.13%	21.13%	20.51%	20.51%	19.89%	19.27%	18.64%
AOH	1.669	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594

Figur 26: Egen tilvirkning

Afsnit 7 - Værdiansættelse

7.1 - Værdiansættelsesmodeller

Budgetteringen er nu lavet, og med udgangspunkt i den samt den strategiske analyse kan værdiansættelsen nu påbegyndes.

Der findes en række modeller, som kan bruges til værdiansættelse. Overordnet kan de opdeles i relative og absolutte modeller.

Relative modeller indeholder ikke budgettering, og værdiansættelsen foretages ud fra multiple som eksempelvis P/E, P/B, EV/EBITDA, som sammenholdes med peer gruppen. Det betyder, at værdiansættelsen laves på begrænset information. Ydermere bliver det afgørende hvilke virksomheder, der er i peer gruppen, og hvordan de er værdiansat. De relative modeller tager dermed heller ikke hensyn til eventuelle makroøkonomiske faktorer.

De absolutte modeller er til forskel fra de relative modeller langt mere omfattende, da de gør brug af budgettering, hvilket kræver større analysegrundlag. De absolutte modeller kan ligeledes inddeles i direkte og indirekte modeller. Den direkte model beregner værdien af egenkapitalen, hvor de indirekte modeller beregner hele virksomhedsværdien.

Af absolutte modeller kigges der oftest på residualindkomstmodellen (RIDO) og den diskonterede cash flow model (DCF). Med værdiansættelse via residualindkomstmodellen foretages værdiansættelsen ud fra den investerede kapital og nettoaktiverne, hvor den diskonterede cash flow model tager udgangspunkt i cash-flowet, som tilbagediskonteres med de vægtede kapitalomkostninger. I sidste ende skal de 2 modeller ende ud i samme resultat på baggrund af sammenhænge i pengestrømsopgørelsen, resultatopgørelsen og balancen⁴⁸.

På baggrund af ovenstående vil jeg tage udgangspunkt i modellen med det diskonterede cash flow samt lave beregningen via RIDO.

7.2 - DCF modellen

Som nævnt i ovenstående og som det fremgår af nedenstående figur 27, tager DCF modellen udgangspunkt i de fremtidige cash flows, som tilbagediskonteres med de vægtede kapitalomkostninger. De forventede fremtidige cash flows findes i budgettet, som blev estimeret ud fra forventninger og historisk data.

⁴⁸ Sørensen, side 32

Kritikken på DCF modellen går på, at svagheden ligger i den store betydning, som terminalværdien har, samt at cash flows er forventede. Som det også fremgår af nedenstående DCF formel, består beregningen af budgetperioden samt terminal værdi perioden, hvoraf størstedelen af værdiansættelsen ligger, da den beregner uendelige fremtidige cash flows. Ændres der i værdierne for denne del af værdiansættelsen, vil det derfor også have stor betydning for den endelige værdiberegning.

$$\text{Virksomhedsværdi} = \sum \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})^t} + \frac{FCF_{r+1}}{(r_{wacc}-g)(1+r_{wacc})^t} - NFF_0 \text{ Hvor:}$$

FCF = Det frie cashflow i budgetperiode t
WACC = de vægtede kapitalomkostninger
g = vækstraten
r = diskonteringsrenten
NFF = nettofinansielle forpligtelser

Figur 27: Egen tilvirkning

7.3 - De vægtede kapitalomkostninger - WACC

WACC'en udtrykker de omkostninger, der er i forbindelse med at skaffe kapital til virksomheden og skal dermed tage højde for ejernes samt långiveres afkastkrav. Jo lavere WACC jo højere er virksomhedens værdi.

$$WACC = W_{EK} * R_{EK} + W_{FK} * R_{FK} * (1 - t_c)$$

Hvor:

W_{EK} = vægtet egenkapital
 R_{EK} = afkastkravet til egenkapitalen
 W_{FK} = vægtet fremmedkapital
 R_{FK} = afkastkravet til fremmedkapitalen
 $(1-t_c)$ = 1-skat

Figur 28: Egen tilvirkning

Som nævnt og som det fremgår af ovenstående formel, bestemmes WACC'en ved at bestemme afkastkravet til egenkapitalen og fremmedkapitalen samt den vægtede egenkapital og fremmedkapital. Afkastkravene bestemmes ud fra virksomhedens beta, den risikofrie rente, markedsafkast samt lånerenten.

Nedenfor vil kapitalstrukturen bestemmes og efterfølgende vil afkastkravet til egenkapitalen og fremmedkapitalen gennemgås.

7.3.1 - Kapitalstrukturen

For beregning af WACC er kendskab til kapitalstrukturen nødvendig, da den har betydning for vægtningen af afkastkravet til henholdsvis egenkapitalen og fremmedkapitalen. Det er sjældent, virksomheder har et klart mål for kapitalstrukturen. Royal Unibrew har en målsætning omhandlende kapitalstrukturen om en gældsætning, der sikrer fleksibilitet, så der kan ageres på eventuelle forretningsmæssige muligheder og samtidig være uafhængig af bankforbindelser. Sættes der tal på denne målsætning, gælder det, at den netto rentebærende gæld maksimalt må udgøre 2,5 EBITDA samt opretholdelse af minimum 30% på egenkapitalandelen⁴⁹. Dermed er der kun en retningslinje at tage udgangspunkt i og ikke en fast kapitalstruktur.

Kapitalstrukturen findes i praksis ved at opgøre egenkapitalen og nettofinansielle forpligtelser i forhold til markedsværdierne, men denne opgave tager jo netop udgangspunkt i at finde værdien, hvorfor det besværliggøres.

Alternativt kunne der også tages udgangspunkt i nettofinansielle forpligtelser og den bogførte egenkapital og derved vurdere forholdet imellem disse i forhold til netto driftsaktiver.

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011 gns	
Egenkapitalen	73.142%	73.357%	73.770%	67.319%	50.285%	95.115%	84.080%	73.87%
Forpligtelser	26.858%	26.643%	26.230%	32.681%	49.715%	4.885%	15.920%	26.13%
Total	100.000%	100.000%	100.000%	100.000%	100.000%	100.000%	100.000%	100.000%

Figur 29: Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede årsopgørelser

Ovenstående viser, at tages der udgangspunkt i denne metode, ser vi at kapitalstrukturen gennemsnitlig ligger med 74% til egenkapitalen og 26% til fremmedkapitalen. Inden opkøbet af Hartwall var Royal Unibrew dog helt nede og have en andel på små 5% på fremmedkapitalen. I 2013 var kapitalstrukturen 50/50, og efterfølgende er gældsandelen nedbragt til at ligge til gennemsnittet. I 2017 har Royal Unibrew allerede optaget den nye gæld til finansiering af Terme di Crodo, alligevel holdes andelen til nogenlunde gennemsnittet. Dette kunne tale for at Royal Unibrew ønsker en kapitalstruktur, hvor andelen til fremmedkapitalen er endnu lavere end gennemsnittet. Omvendt kunne niveauerne i perioden 2015 – 2017, hvor der ikke er yderligere nedbringelse af

⁴⁹ Royal Unibrew årsrapport 2017, side 17

fremmedkapitalen fra 2015 til 2016 indikere, at Royal Unibrew har fundet det ønskede niveau. Derfor fastholdes kapitalstrukturen i denne opgave til det beregnede gennemsnit i hele budgetperioden.

7.3.2 – Afkastkrav til egenkapitalen / CAPM

For estimering af egenkapitalomkostninger benyttes CAPM (capital asset pricing model) som oftest. Alternativt kan APT modellen bruges. APT modellen er en multifunktionel model, hvor den samlede risiko splittes ud på forskellige risikofaktorer. Faktorerne er ofte makroøkonomiske faktorer. Ulempen ved at bruge denne model er, at risikofaktorer selv skal findes og vurderes, hvorfor det kan blive et gæt på væsentlige faktorer, og det kan hurtigt munde ud i forkerte antagelser. Selvom de fremfundne faktorer er korrekte, kan disse også hurtigt ændres, hvorfor processen ville skulle startes forfra. Derfor vælger jeg også at bruge CAPM modellen trods dens fejl og mangler.

CAPM tager udgangspunkt i afkastkravet til hele aktiemarkedet og bygger på en række antagelser både til investorerne, porteføljen og markederne⁵⁰.

Antagelser bag CAPM:

- Alle investorer har samme forventninger til afkast og risiko.
- Alle investorer er rationelle og risikoaverse
- Alle investorer kan låne og udlåne til den risikofrie rente
- Alle har fuld information
- Alle investorer er pristagere, og der er dermed fuldkommen konkurrence
- Markedsporteføljen er den bedst diversificerede portefølje og giver højest muligt afkast pr. risiko.
- Markedsporteføljen består af alle aktiver
- Alt efter hvilken risikoprofil investorerne har, kan investeringen geares op eller ned
- Perfekte kapitalmarkeder dermed ingen omkostninger og skat
- Afkastet antages at være normalfordelt
- Foruden at kunne investere i flere aktiver kan investorer, som det fremgår af forudsætningerne, låne og udlåne til den risikofrie rente. De efficiente porteføljer vil dermed ligge på CML (capital market line), da alle investorer placerer deres formue i markedsporteføljen, grundet den er bedst diversificeret.

⁵⁰ Principles of Corporate Finance, side 199

- Samme ræsonnement kan anvendes på enkeltaktiver, da ingen investorer vil acceptere et lavere afkast, end der kunne opnås ved investering i markedsporteføljen til en given risiko.

Afkastkravet på enkelt aktiv kan beskrives på følgende måde:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot (E(R_M) - R_f)$$

Hvor:

$E(R_i)$ = afkastkravet

R_f = Risikofri rente

β_i = Systematisk risiko (beta)

$(E(R_M) - R_f)$ = Markedets risikopræmie

Som nævnt ovenstående har CAPM også sine fejl og mangler. Som Roll's kritik påpeger, skal Markedsporteføljen indeholde samtlige aktiver (finansielle aktiver, råvarer, human kapital mm), hvilket gør at markedsporteføljen i praksis er umulig at bestemme.

Desuden kan en del af de øvrige antagelser bag CAPM anfægtes:

- Der kan maksimalt tabes det investerede beløb, hvorfor antagelsen om, at afkastet er normalfordelt, ikke holder.
- Investorerne har ikke ensartede forventninger til afkast og risiko
- Alle investorer har ikke mulighed for at låne og udlåne til den risikofrie rente. Mere om den risikofrie rente i nedenstående.
- Der er omkostninger og skat forbundet med at handle værdipapirer. Der er dermed ikke perfekte kapitalmarkeder.

7.3.2.1 - Den risikofrie rente

Den risikofrie rente har ingen konkurs- eller reinvesterings risiko. Teoretisk set er renten baseret på nulkuponobligationer. Det betyder, at der egentlig skal benyttes forskellige rentesatser, da obligationerne skal tilpasses betalingsrækkerne, som tilbagediskonteres⁵¹.

Af lærebøgerne fremgår det, at i praksis benyttes den effektive rente på en 10-årig statsobligation. Det strider mod teorien, da det ville kræve, at der ingen sandsynlighed var for misligholdelse. Under og

⁵¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang, side 44

stadig nu efter finanskrisen ses flere europæiske lande i økonomiske problemer. Et godt eksempel på dette er Grækenland, som har fået betydelig økonomiske støtte. Alligevel er statsobligationen det, der kommer nærmeste teorien, om end der skal lidt større fokus på hvilken statsobligation, som vælges.

Jf. PwC's rapport fra februar 2016⁵² om værdiansættelse af virksomheder, blev der set nye tendenser i 2012 på de finansielle markeder. Grundet et fald i renten på statsobligationen, var der nu kun 50%, der benyttede denne i praksis. De respondenter, der ikke længere brugte den danske 10-årige statsobligation, kiggede nu mod eksempelvis Tyskland, på en obligation med længere løbetid. Dette skyldtes en stejl rentekurve med stor forskel på obligationsrenten afhængigt af løbetid.

PwC skriver dog også, at forskellen igen er ved at være udlignet, og de fleste igen bruger den danske 10-årige statsobligation.

Der er fordele og ulemper ved de forskellige metoder til at fastsætte den risikofrie rente. For Royal Unibrew kan det argumenteres, at de har store dele af deres forretninger i Vesteuropa, hvorfor fokus også kunne ligge på en anden europæisk statsobligation. Den tyske statsobligation kunne være et godt alternativ, da Royal Unibrew som nævnt også opererer inden for denne valuta, og den i større omfang end andre statsobligationer må vurderes at være mindre risikofyldt.

Jeg har dog valgt at følge lærebøgerne og de nuværende tendenser, da Royal Unibrew er en dansk virksomhed, med begrundelse i, at analysens valuta i øvrigt er dansk. Samtidig skal obligationens varighed gerne være sammenlignelig med budgetperioden. Derfor er det den danske statsobligation 2027, som benyttes. Renten fastsættes til 0,52%⁵³

7.3.2.2 - Beta

Tankegangen bag diversificering er, at man ved hjælp af kombination af forskellige aktiver i en portefølje kan mindske den samlede risiko. Risiko deles op i systematisk (generelle markedsrisiko) og usystematisk risiko (virksomhedsspecifik risiko). Her kommer Beta ind i billedet. Beta er et udtryk for mængden af systematisk risiko, dvs. hvor mange enheder systematisk risiko et aktiv har.

Beta indikerer aktiens kursfølsomhed iht. markedsporteføljen og er den risiko, som ikke kan bortdiversificeres ved en ellers veldiversificeret portefølje. Beta er derfor også den risiko, som investor får betaling for.

⁵² PwC - <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

⁵³ Bilag 1

Markedsporteføljen har pr. definition en betaværdi på 1. Er aktiens betaværdi mere end 1, svinger afkastet mere end markedsporteføljen (typisk cykliske aktier). Er aktiens betaværdi derimod mindre end 1, svinger afkastet mindre end markedet.

Royal Unibrews beta kan bestemmes ved analyse af kovariansen af historisk afkast sammenholdt med afkastet for et indeks. Hvilket indeks, der skal sammenholdes med, kan diskuteres. I ovenstående afsnit om risikofri rente har jeg brugt argumentet om, at analysens valuta er dansk samt den begrænsede valutarisiko. Dette kunne tale for, at indekset, der skulle sammenholdes med, skulle være C25 indekset. Dog anbefales det aldrig at bruge et lokalt aktieindeks til sammenhold, da det ofte kan være overvægtet i bestemte industrier, og der ikke måles på det brede markeds systematiske risiko. Ligeledes bliver der ikke målt på betaværdien ud fra en global investors synspunkt⁵⁴. Derudover er C25 et meget lille indeks set på det globale marked. Med udgangspunkt i at Royal Unibrew er en international udbyder og størstedelen af investorerne forventelig vil være at finde i Europa, benyttes Eurostock50 som indeks.

Perioden for beregning samt antallet af observationer er et omdiskuteret emne. Som udgangspunkt anbefales minimum 60 observationer, og er aktien eksempelvis illikvid, vil hyppige observationer være problematiske, da de ikke bliver handlet ofte nok til faktisk at få et retvisende afkast i forhold til markedet. Da jeg ikke anser Royal Unibrew som illikvid og ønsker et større antal observationer, har jeg valgt at lave regressionen over 2 år med ugentlige observationer.

Jf. Bloomberg er beta på 0,688⁵⁵. Den oplyste beta er rå beta og med argumentationen om at selskaber har en tendens til at vokse og blive yderligere diversificeret, vil beta bevæge sig mod 1. Som det fremgår af nedenstående formel vægtes den rå beta højest men tillægges ca. 1/3 værdi hvilket sikre beta nærmer sig 1⁵⁶.

$$\beta_{adj} = 0,67 * \beta_{uadj} + 0,33$$

Dermed bliver adjusted beta

$$\beta_{adj} = 0,67 * 0,688 + 0,33 = 0,791$$

⁵⁴ Valuation, side 299

⁵⁵ Se bilag 4

⁵⁶ Valuation – Measuring and managing the value of companies, side 299

7.3.2.3 - Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er markedets præmie/merafkast i forhold til den risikofrie rente. Altså vil investor have et risikotillæg for at påtage sig en risiko ved investering i virksomheden⁵⁷.

Der kan være stor uenighed om, hvorvidt markedets risikopræmie er en fast karakter, om den skal afspejle usikkerheden på markedet eller om den skal variere ud fra nuværende prisfastsættelse af markedet.

I praksis kan risikopræmien findes på flere forskellige måder:

1. Ved hjælp af undersøgelser fra en række udvalgte investorers forventninger til risikopræmien på markedet., hvilket der laves et gennemsnit på. Dermed ligger det også implicit, at risikopræmien er en variabel faktor.
2. Estimer risikoen på baggrund af historisk data på markedet.
3. Eller ved hjælp af beregning ud fra nuværende aktiekurser, kan man forsøge at estimere præmien.

Findes risikopræmien ud fra undersøgelser, er det vigtigt at undersøgelsen er repræsentativ. Det kan være svært at vurdere, men tages der udgangspunkt i svar fra en stor gruppe adspurgte og har de adspurgte kendskab, viden og forståelse for markedet, må den kunne vurderes som repræsentativ.

Anvendes risikopræmien ud fra historik, er spørgsmålet hvor langt denne historik bør være, og om risikopræmien for 50 år eller mere siden faktisk er en god indikator for hvad risikopræmien bør være i dag. Derudover skal det huskes, at historisk data ikke nødvendigvis er svar på, hvad der skal ske i fremtiden, og dermed hvad den fremtidige risikopræmie bør være. Forholder vi os alligevel lidt til historisk data, er der lavet flere undersøgelser. Eksempelvis laver Damodaran, som er professor i finansiering på Stern School of business, årligt en rapport, hvori de historiske risikopræmier siden 1900 regnes til et gennemsnit. Desværre tager rapporten ikke Danmark i betragtning, dog refererer han til en lignende undersøgelse foretaget af Dimson, Marsh & Staunton, Credit Suisse Global Investment returns Sourcebook, 2018, som med data fra 1900 til og med 2017 oplyser en risikopræmie på 3,8%⁵⁸.

PwC udleder ligeledes en årligt en undersøgelse på baggrund af Corporate Finance afdelinger, rådgivere samt institutionelle investorer. Undersøgelsen tager højde for metodevalg, anvendte

⁵⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang, side 44

⁵⁸ Damodaran, 2017

estimerer og historiske oplysninger. Af rapporten fra februar 2016 fremgår det, at den nuværende gennemsnitlige markedsrisikopræmie er 5,6%⁵⁹. Denne sats ligger noget væk fra den førmentalte risikopræmie på 3,8%.

PwC benytter sig af historisk data såvel som undersøgelser, og tager dermed højde for flere faktorer, og er dermed et godt udgangspunkt. Rapporten er dog nogle år gammel, hvilket taler for, at denne risikopræmie er forældet.

Taget de 2 præmier i betragtning, vurderes det at risikopræmien er at finde et sted imellem de 2 satser. PwC benytter som sagt flere faktorer til at fastsætte risikopræmien, hvorfor jeg vægter denne vurdering højere, end risikopræmien alene bygget på historik. Samtidig vil jeg argumentere, at med en historisk periode på 117 år er en del af data for dette irrelevant. Derfor fastsættes risikopræmien til at være 5%.

7.3.2.4 - Likviditetstillæg

Der findes forskellig teori omkring dette emne, og det kunne være en opgave i sig selv. Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler har skrevet en artikel om værdiansættelse af unoterede aktier. I denne artikel kommer de også nærmere ind på betydning af likviditetstillægget.

Likviditetstillægget skal afspejle eventuelle omkostninger, som vil være forbundet med at omdanne aktien til kontanter. Dermed er b.l.a. omsætteligheden afgørende for Likviditetstillægget. Royal Unibrew er placeret som en del af Large Cap indekset og er dermed ikke en af de mest 25 omsatte aktier i Danmark. Samtidig skal det tages i betragtning, at Chr. Augustinus fabrikker er hovedaktionær og ejer 15,2%.

I artiklen har Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler lavet en undersøgelse ved at spørge en række afhængige- og uafhængige finansielle rådgivere samt en række Private Equity Fonde, hvordan de behandler problemstillingen. Her kommer de frem til at det gennemsnitlige likviditetstillæg er på 2,8%⁶⁰. Dette likviditetstillæg syner en anelse højt da det ikke vurderes omkostningstungt eller svært at omdanne sine aktier. I 2016 var omsætningen på Royal Unibrew aktien 6,34 mio. kr.⁶¹. Om end dette er noget mindre end deres konkurrent Carlsberg, som i C25

⁵⁹ PwC - <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

⁶⁰ Pedersen C., Plenborg T., og Schøler F. "Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis, Ledelse & erhvervsøkonomi. 3/2006 (vedlagt som bilag 3)

⁶¹ Euroinvestor – Royal Unibrew

indekset ligger med en omsætning på 86,96 mio. kr. i 2016. Samtidig har Royal Unibrews omsætning været stigende den seneste årrække. Alt dette indikerer, at Royal Unibrew ligger på den mindre side af det gennemsnitlige likviditetstillæg som Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler kommer frem til i deres artikel, hvorfor likviditetstillægget sættes ned til 2%.

Risikotillægget er ikke en del af den ovennævnte CAPM formel, hvorfor denne skal tillægges og formelen bliver som følger:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \cdot (E(R_M) - R_f) + \text{likviditetstillæg}$$

Beregning af CAPM

Værdierne til beregning af CAPM er nu fundet og gennemgået i ovenstående. Dermed kan afkastkravet til egenkapitalen beregnes til:

$$E(R_i) = 0,52\% + 0,791 \cdot 5,0\% + 2\% = 6,47\%$$

7.3.3 Afkastkravet til fremmedkapitalen

Afkastkravet til fremmedkapitalen skal bruges til beregning af WACC. Fremmedkapitalen kan beregnes ud fra følgende formel:

$$R_{FK} = (R_f + R_s) \cdot (1 - t_c)$$

Hvor:

R_{FK} = Afkastkrav til fremmedkapital

R_f = Risikofrie rente

R_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t_c = Skat

Figur 31: Egen tilvirkning

Den risikofrie rente er tidligere beskrevet og blev bestemt til 0,52%. Skattesatsen kendes også, hvorfor der ikke vil blive gået yderligere i dybden med dette.

Det selskabsspecifikke risikotillæg

Risikotillægget er det tillæg, der tillægges den risikofrie rente af långiver. Tillæggets størrelse afhænger af, hvor risikofyldt virksomheden er. Sagt med andre ord afhænger det af långivers forventning til virksomhedens fremtidige betalingsevne.

Det selskabsspecifikke risikotillæg kan altså principielt findes ved:

- Benyttelse af senest aftalte rente
 - Benyttes den seneste aftalte rente, er det vigtigt at være opmærksom på, hvornår denne rente er aftalt.
- Bruge sammenlignelige virksomheder som inspiration.
 - Bruges denne metode, er det vigtigt også at forholde sig til de sammenlignelige selskabers regnskaber.

Royal Unibrew har i 2017 netop optaget gæld til finansiering af købet af Terme di Crodo. Udfordringen er, at den faktiske rente ikke fremgår nogen steder i årsrapporten, og netto lånerenten, som ellers bruges, kigger på de samlede finansielle indtægter og omkostninger. Alternativet er derfor at kigge i noterne på renteudgifterne alene på kredit og realkredit, som skal holdes op imod gælden på kredit og realkredit.

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	gns
finansieringsudgifter realkredit	13,614	16,775	32,321	33,849	25,457	27,359	28,671	
finansieringsudgifter kredit	8,639	11,019	18,510	33,033	12,121	756	3,773	
årets gæld ultimo RK	862,048	863,981	1,014,528	1,177,287	761,901	593,690	595,839	
årets gæld ultimo kredit	797,548	133,975	502,609	866,757	1,861,269	634	53,654	
% realkredit	1.6%	1.9%	3.2%	2.9%	3.3%	4.6%	4.8%	3.2%
% kredit	1.1%	8.2%	3.7%	3.8%	0.7%	119.2%	7.0%	20.5%

Figur 32 – Egen tilvirkning ud fra Royal Unibrews årsopgørelser i perioden

Som det ses af figur 32, varierer renten over perioden. Dette kan i stor grad skyldes periodeforskydelse. Eksempelvis optager Royal Unibrew som nævnt gæld i 2017, hvilket vi kan se sker på kreditsiden. Alligevel er renten meget lav og lavere end i 2016. Årsagen er forventeligt at finde i, at gælden er optaget sent på året, hvorfor der ikke er de store renteudgifter at se, men gælden vil fremgå af årets gæld ultimo. Situationen er i stor grad den samme for 2016 blot omvendt. I 2016 ser det ud til, at en stor del af gælden bliver indfriet, hvorfor den ikke fremgår på gælden ultimo året, men da der er betalt renter på gælden i løbet af året, bliver procentsatsen for 2016 høj. Samme scenarie må være gældende for år 2012. Selvom der beregnes et gennemsnit for hele perioden, er denne metode ikke optimal at bruge. Det skyldes bl.a. periodeforskydelsen, men i lige så høj grad at renten forventeligt vil variere over årrækken.

Estimationen for risikotillægget vil derfor ske ved at sammenligne og vurdere peers kredit rating og ud fra dette bruge Damodarans teori om, at tillægget kan estimeres ud fra dette. Udfordringen her kan være at finde sammenlignelige virksomheder, da de fleste af de virksomheder, som er ratet, er noget

større end Royal Unibrew og operer mere globalt. Ved Kreditvurdering spiller faktorer som gæld, indtjening, omsætningshastighed mm. Ind, hvorfor det er at foretrække, hvis de sammenlignelige virksomheder ligger nogenlunde på samme niveau som Royal Unibrew.

I den strategiske analyse fandt jeg frem til, at Carlsberg er en af Royal Unibrews største konkurrenter og også på mange punkter sammenlignelig, om end de er større. Desuden vil jeg grundet samarbejdet med Heineken også benytte dem til sammenligning. Sidst men ikke mindst vil Molson Coors Brewing tages med i betragtning, da de bland andre markeder også opererer i Europa.

Af bilag 5 fremgår rating fra Moody's på alle 3 selskaber. Desværre er det ikke, uden betaling, muligt at indhente mere information på de viste ratings. Ratings varierer fra Baa1 til Baa3, og dermed har alle virksomheder en rating, som ikke giver anledning til bekymring og må anses som stabile virksomheder. For at komme tillægget nærmere vil jeg benytte tabellen fra People.stern.nyu.edu. Der arbejdes med 2 tabeller fra People.stern.nyu.edu. Hvilken tabel, der benyttes, afhænger af kapitalstruktur og virksomhedens størrelse. Kapitalstrukturen har jeg tidligere i opgaven fastsat til 74% egenkapital og 26% fremmedkapital. Dertil vurdere jeg, at Royal Unibrew må betragtes som en større virksomhed, om end ikke en af de største med deres placering på OMX Large Cap. Ud fra dette bruges Damodarians tabel for større virksomheder.

Nedenfor fremgår tabellen fra stern.nyu.

Rating scale	Spread
Stearn.nyu	
D2/D	20,00%
C2/C	16,00%
Ca2/CC	12,00%
Caa/CCC	9,00%
B3/B-	7,50%
B2/B	6,50%
B1/B+	5,50%
Ba2/BB	4,25%
Ba1/BB+	3,25%

Baa2/BBB	2,25%
A3/A-	1,75%
A2/A	1,25%
A1/A+	1,10%
Aa2/AA	1,00%
Aaa/AAA	0,75%

Figur 33: Kilde:Stearn.nyu⁶²

Ikke alle ratings kan lægges direkte over i Damodarians tabel, men til trods for det kan et niveau alligevel udledes. Carlsberg, som anses som en mere direkte konkurrent i forhold til de øvrige virksomheder, har en rating på Baa2, som direkte aflæst fra tabellen giver et risikotillæg på 2,25%, hvorfor det også er det, der vil blive brugt fremadrettet for Royal Unibrew.

Beregning af afkastkravet til fremmedkapitalen

De nødvendige værdier er nu fundet og afkastkravet til fremmedkapitalen for Royal Unibrew kan beregnes.

$$R_{FK} = (0,52\% + 2,25\%) * (1 - 22\%) = 2,16\%$$

Beregning af WACC

Alle værdier er nu fundet, og det er nu muligt at beregne de vægtede kapitalomkostninger for Royal Unibrew.

$$WACC = 74\% * 6,47\% + 26\% * 2,16\% * (1 - 22\%) = 5,22\%$$

Delkonklusion – værdiansættelsesmodeller

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen blev budgetteringen fastlagt. Derefter blev WACC'en bestemt og det er nu muligt at indsætte de nødvendige input ind i DCF og residualindkomst modellerne og tilbagediskonterer budgetperioden.

⁶² http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/Inv3ed.htm-

DCF	Budgetperiode										Terminalår
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 (T)
DO	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914	1,003,783
NDA	4,206,620	4,353,852	4,506,237	4,641,424	4,780,667	4,900,183	4,998,187	5,098,151	5,200,114	5,304,116	5,383,678
FCFF = DO - ΔNDA	455,401	718,660	771,819	816,743	870,957	915,938	927,096	945,638	932,232	917,912	924,222
Diskonteringsfaktor		1.0522	1.1072	1.1650	1.2259	1.2899	1.3573	1.4282	1.5028	1.5813	
PV FCFF		682,986	697,096	701,054	710,479	710,084	683,057	662,134	620,346	580,496	
PV FCFF t.o.m. 2027	6,047,732										
Terminalværdi											24,823,645
PV af Terminalværdi	15,698,705										
Enterprise Value	21,746,437										
Markedsværdi af nettofinansielle forpligtigelser	1,575,170										
Værdi af egenkapital	20,171,267										
Værdi af minoritetsinteresser	0										
Værdi af ordinær egenkapital	20,171,267										
Værdi per aktie (52.700.000)	382,75649	pr. 31/12-2017									
52,700											
	WACC										
	5.22%										

Figur 34: Egen tilvirkning

RIDO	Budgetperiode										Terminal
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 (T)
DO	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914	1,003,783
NDA	4,206,620	4,353,852	4,506,237	4,641,424	4,780,667	4,900,183	4,998,187	5,098,151	5,200,114	5,304,116	5,383,678
ROIC	19.89%	19.89%	20.51%	20.51%	21.13%	21.13%	20.51%	20.51%	19.89%	19.27%	18.64%
RIDO	646,173	696,795	716,562	767,771	785,753	769,156	784,539	767,911	750,304	726,741	
Diskonteringsfaktor		1.0522	1.1072	1.1650	1.2259	1.2899	1.3573	1.4282	1.5028	1.5813	
PV RIDO		614,098	629,336	615,064	626,306	609,157	566,691	549,333	511,000	474,500	
PV RIDO t.o.m. 2027	5,195,484										
Terminalværdi*											19,519,529
PV af Terminalværdi	12,344,332										
Enterprise Value	21,746,437										
Markedsværdi af nettofinansielle forpligtigelser	1,575,170										
Værdi af egenkapital	20,171,267										
Værdi af af minoritetsinteresser	0										
Værdi af ordinær egenkapital	20,171,267										
Værdi per aktie (52.700.000)	382,75649	pr. 31/12-2017									
52,700											
	WACC										
	5.22%										

Figur 35: Egen tilvirkning

Royal Unibrew havde ved udgangen af 2017 52.700.000 aktier og med tilbagediskonteret værdi af egenkapitalen på 20.676.093 kr., bliver aktiekursen for én aktie 383,71. Den observerede pris ultimo 2017 var, som tidligere nævnt, 371,8, og dermed er den analyserede værdi ca. 3,2% højere. Det kan indikere, at Royal Unibrew er undervurderet på markedet, eller også er mine estimater for optimistiske. For at validere den beregnede værdi vil jeg i nedenstående foretage en følsomhedsanalyse.

7.5 - Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen er baseret på en række antagelser og estimater. Selvom værdiansættelsen er foretaget så objektivt som muligt, betyder det stadig, at der er en vis form for usikkerhed og eventuelle estimeringsfejl. Alle parametre har betydning for kursfastlæggelsen og kan være relevante at forholde sig til, når det skal vurderes, hvad konsekvensen ved ændring af budgetforudsætningerne er. Derfor foretages denne følsomhedsanalyse, hvor formålet er at teste aktieprisen for ændringer i nogle af de

vigtigste estimerer. Her vil mit fokus ligge på WACC'en og ændringer i omsætningsvæksten i terminalperioden.

Af nedenstående tabel ses det, hvad konsekvenserne ved en ændring af WACC og omsætningsvæksten ved en stigning og et fald på blot 0,5% og 1% point.

Følsomhedsanalyse		omsætningsvækst i terminalperiode				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
WACC	4.22%	430.55	474.6	534.86	622.25	760.45
	4.72%	374.8	406.14	447.21	503.38	584.85
	5.22%	330.65	353.91	382.76	420.93	473.13
	5.72%	295.43	312.75	334.18	361.36	396.99
	6.22%	266.18	279.48	295.6	315.54	340.84

Figur 36: Egen tilvirkning

Som det ses, vil selv en mindre ændring i omsætningsvæksten i terminalperioden have stor betydning for kursudviklingen i Royal Unibrew. Fastholdes WACC på 5,22 som antaget i værdiansættelsen, vil et fald i omsætningsvæksten med 1% resultere i et kursfald på ca. 14% i forhold til den estimerede pris, hvor en stigning i omsætningsvæksten resulterer i en kursstigning på ca. 24%.

Ligeledes er WACC'en også en vigtig faktor for den estimerede værdi. Som set tidligere i opgaven, bliver WACC'en også fastsat ud fra flere forskellige faktorer, hvorfor en ændring i WACC'en i enten den ene eller den anden retning ikke er usandsynligt. Fastholdes omsætningsvæksten på 1,5%, men ændres WACC'en med henholdsvis 1% stigning eller fald, har det også en stor betydning for kursen. Falder WACC'en med 1%, ses en ændring i kursen til 536,3 og altså en stigning på næsten 40% i forhold til den estimerede værdi. Omvendt vil et fald på 1% resultere i et kursfald med næsten 23%.

Sættes ændringer i WACC'en og omsætningsvæksten så op mod hinanden, varierer kursen fra 266,18 til 760,45, hvilket er store udsving set i forhold til den estimerede værdi. Dette viser også DCF modellens svagheder i forhold til, at de anslåede værdier er af afgørende betydning for beregningen, og specielt hvor afgørende terminalperioden er for værdiansættelsen.

Til trods for, at dette afsnit beviser, at den estimerede værdi er behæftet med en vis usikkerhed, vurderes den estimerede værdi at være retvisende. Begrundelsen for dette ligger i de tidligere gennemgåede afsnit, hvor værdierne er fundet, men også i budgetperiodens finansielle nøgletal, som ikke er afvigende.

Afsnit 8 - Konklusion

Formålet med denne hovedopgave har været at vurdere og analysere Royal Unibrew og ud fra dette fastsætte den teoretiske markedsværdi pr. 31.12.2017. For at vurdere værdien af Royal Unibrew er der blevet udarbejdet en strategisk analyse, hvor det blandt andet fremgik at Royal Unibrew den senere årrække har kæmpet med flere makroøkonomiske faktorer. Af udefrakommende faktorer, der påvirker Royal Unibrew og dermed også værdiansættelsen, kan nævntes forhold som afgifter, markedsføringsrestriktioner, kampagner med fokus på sundhed, markedsøkonomierne og markedernes demografiske udvikling. Flere af disse faktorer har i tidligere år været afgørende for Royal Unibrew, men vil også fremadrettet have en påvirkning. Selvom faktorerne måske ikke er nye for Royal Unibrew, og det derfor kan argumenteres, at de kan imødegå dem hurtig og med mindre påvirkning, kræver det en omstillingsparathed. Alle faktorerne har betydning for den potentielle vækst på markederne, hvor Royal Unibrew opererer, men specielt i det baltiske område og på det vesteuropæiske marked som udgør langt størstedelen af nettoomsætningen forventes svag vækst. Det har derfor også stor betydning, at Royal Unibrew gennem årene har konsolideret sig for at opnå bred produktportefølje og stordriftsfordele. Begge dele er samtidig med til at mindske følsomheden over for konkurrencen på markederne, Royal Unibrew opererer på. Til trods for Royal Unibrew ikke er en global aktør, har de opnået førende markedspositioner på de nationale markeder og kan konkurrer mod de nye tendenser som mikrobryggerier med lave omkostninger og dermed lavere priser. Royal Unibrew forventes at ville fastholde ledende markedspositioner og have fortsat fokus på en bred produktportefølje, da det indtil nu har været med til at sikre deres positive udvikling. Derfor ses seneste opkøb af Terme di Crodo også som et tegn på fortsat fokus på den strategi.

Kigges der på de seneste årsregnskaber, har Royal Unibrew også her bevist, at de kan opnå solide resultater. Opkøbet af Hartwall ændrede flere af deres nøgletal for 2013 i en negativ retning, hvilket primært skyldtes forøgelse af gældsandelen samtidig med en højere investeret kapital. Royal Unibrew har dog på en relativt kort årrække formået at strømline og implementere Hartwall som en del af forretningen og igen fået positiv værdiskabelse.

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen blev der efterfølgende udarbejdet et budget for perioden 2018 til 2028, som også er terminal året. Grundet opkøbet af Terme di Crodo er der i budgetteringen taget højde for en mindre nedgang i flere af nøgletallene trods højere omsætningsvækst den første årrække. Det skal ses i forhold til den højere finansielle gearing samt højere driftsomkostninger. Royal Unibrew vil efterfølgende igen øge deres værdi ved fortsat fokus på

effektiviseringer. Dog forventes det, at Royal Unibrew inden for en årrække har opnået de mulige effektiviseringer, hvorfor de igen vil finde et stabilt niveau med lavere omsætningsvækst og overskudsgrad.

Med udgangspunkt i budgetteringen og en estimeret WACC blev værdiansættelsen foretaget via DCF modellen. Markedsværdien for en aktie blev pr. 31.12.2017 estimeret til en kurs på 382,76, hvilket ligger 2,7% over lukkekursen ultimo året. Det indikerer, at Royal Unibrew er undervurderet i markedet. Omvendt er der også mulighed for, at budgetteringen er for optimistisk, eller WACC'en er for lav. Derfor blev der foretaget en følsomhedsanalyse med fokus på WACC og omsætningsvæksten. Ved følsomhedsanalysen fremgik det, at ved stigning eller fald på 1% i henholdsvis omsætningsvæksten og WACC'en kan mindstekursen være helt ned til 266,18 og op til 760,45. Dermed ses det, at værdiansættelsen er udsat for usikkerhed og ikke bliver bedre end de vurderinger og antagelser, som ligger til baggrund. Trods usikkerheden vurderer jeg, at den beregnede teoretiske værdi er retvisende.

Kilde- og litteratur liste:

Bøger:

Financial statement analysis: Valuation, Credit analysis, Executive compensation
af Christian V. Petersen & Thomas Plenborg
2012

Principles of Corporate finance
af Richard A Brealy, Stewart C Myers & Franklin Allen
2014, eleventh edition

Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang
af Ole Sørensen
2012, 4. udgave, 2. opslag

Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies
af Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels
2015, Sixth edition

Årsregnskaber:

Royal Unibrew årsrapport 2011, hentet 22.03.2017 -
http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4UBQHI/6220647780x0x551677/6DBD4E61-3210-4CB0-A145-5DF50A09399D/_rsrapport_2011.pdf

Royal Unibrew årsrapport 2012, hentet 22.03.2017 -
http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4UBQHI/6220647780x0x643182/93D1826E-6120-4AF3-AF33-19576A386905/Royal_Unibrew-_Aarsrapport_2012.pdf

Royal Unibrew årsrapport 2013, hentet 22.03.2017 -
http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4UBQHI/6220647780x0x732886/B544E148-72D4-43D0-9001-D9E479295253/RU_AR13_DK.pdf

Royal Unibrew årsrapport 2014, hentet 22.03.2017 -
http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4UBQHI/6220647780x0x814974/7CF6C4E5-19E6-4369-85AB-41AA1EFEB2C/RU_AR14_DK_PRINT_final.pdf

Royal Unibrew årsrapport 2015, hentet 22.03.2017 -
http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4UBQHI/6220647780x0x878650/A9041084-BCED-40B9-A131-BB998E590813/Unibrew_AR_2015_DK.pdf

Royal Unibrew årsrapport 2016, hentet 22.03.2017 -

http://investor.dk.royalunibrew.com/common/download/download.cfm?companyid=ABEA-4UBQHI&fileid=932298&filekey=5FC2208-7E73-49E1-8948-0A9A10C83437&filename=RU_AR16_DK_print_DK.pdf

Royal Unibrew årsrapport 2017, hentet 22.03.2017 -

http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4UBQHI/6220647780x0x973443/F938D9D6-55AB-4619-BF77-1368F1A3F9BE/RU_AR17_DK_print_final.pdf

Passport / Euromonitor international:

Alle filer er hentet via CBS database – Passpost. Fremfundet ved søgning under alcoholic drinks og softdrink på de nødvendige geografiske områder. Kun få af filerne er vedlagt som bilag af hensyn til papirforbrug derimod er filerne lagt på USB nøgle.

Beer in Denmark, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Beer in Estonia, Euromonitor International, hentet 04.04.2018

Beer in Finland, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Beer in Germany, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Beer in Italy, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Beer in Latvia, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Beer in Lithuania, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Company Share Beer, Euromonitor international, Hentet 04.04.2018

Company Share Soft Drink, Euromonitor international, Hentet 04.04.2018

Company Share World Beer, Euromonitor international, Hentet 04.04.2018

Company Share World Soft Drinks, Euromonitor international, Hentet 04.04.2018

Off-trade vs On-trade, Euromonitor international, Hentet 04.04.2018, Bilag 2

Soft Drinks Denmark, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Soft Drinks Estonia, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Soft Drinks Finland, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Soft drinks Italy, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Soft Drinks Latvia, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Soft Drinks Lithuania, Euromonitor international, hentet 04.04.2018

Øvrig kilde og litteratur:

Afgifter på øl, vin og spiritus, hentet 07.04.2018

http://skat.dk/skat.aspx?oid=2234918&ik_navn=subtree

Afgifter og grænsehandel – 07.04.2018

<https://www.regeringen.dk/nyheder/erhvervs-og-ivaerksaetter-aftale/graensehandelspakke-og-afgiftssanering/>

Alkoholreklamenævntet, hentet 07.04.2018

<https://alkoholreklamaevnet.dk/retningslinjerne/gode-raad-til-markedsfoeringen/>

Bryggeriforeningen a, hentet 07.04.2018

<http://www.bryggeriforeningen.dk/ol/ol-afgifter/emballageafgift/>

Camprai Group finansiell pressemeddelelse, hentet 06.04.2018

<http://www.camparigroup.com/en/gruppo-campari-sells-lemonsoda-business-eu-800-million-royal-unibrew>

Droner , hentet 08.04.2018

<https://www.business.dk/transport/nu-skal-droner-bringe-pakker-ud-til-alpehytterne>

Fakta om unge og alkohol, Sundheds- og ældreudvalget 2016-17 SUU alm.-

Kan ikke hentes direkte via link men fremkommer ved google søgning " mindske tilgængelighed af alkohol" – <http://www.ft.dk/samling/20161/almudel/SUU/bilag/329/1758605.pdf>

Globalis, hentet 07.04.2019

<https://www.globalis.dk/Statistik/Befolkningstal>

Historie Royal Unibrew, hentet 22.03.2017

https://da.wikipedia.org/wiki/Royal_Unibrew

kissmeyer, hentet 08.04.2018

<https://www.business.dk/foedevarer/oel-guru-skal-sikre-nye-specialoel-til-danskerne>

Damodaran 2017, hentet 15.04.2018

<file:///C:/Users/g41321/Downloads/SSRN-id3140837.pdf>

PwC, hentet 12.04.2018

www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf

Royal Unibrew prospect, hentet 22.03.2017

http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-4U3P72/0x0x392123/CBB08699-DF12-4A80-A136-D10CAA10E73/rbrew_prospectus_en.pdf

Marikedsføring a, hentet 02.04.2018

<https://www.b.dk/danmark/reklameregler-alkohol-strammes>

Markedsføring b, hentet 02.04.2018

<https://politiken.dk/forbrugogliv/livsstil/art5419078/Forbud-mod-alkoholreklamer-bliver-ikke-til-noget>

Markedsføring c, Hentet 02.04.2018

<https://ekstrabladet.dk/nyheder/samfund/article3223526.ece>

Statistikbanken, hentet 08.04.2018 -

<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/define.asp?PLanguage=0&subword=tabel&MainTable=LPRIS10&PXId=169231&tablestyle=&ST=SD&buttons=0>

Storaktionær, hentet 29.03.2018-

<https://www.avanza.se/placera/pressmeddelanden/2018/01/16/royal-unibrew-as-major-shareholder-information-pursuant-to-section-29-of-the-danish-securities-trading-act.html>

Sunhedsstyrelsen, hentet 02.04.2018

<https://www.sst.dk/da/sundhed-og-livsstil/alkohol>

Terme di Cordo, hentet 06.04.2018–

<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2017/10/05/unibrew-shb-italiensk-opkoeb-passer-godt-og-kan-give-besparelser/13684487>

Virksomhedsøkonomi, hentet 08.04.2018

<https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3400>

WHO, hentet 04.04.2018

<http://www.who.int/mediacentre/factsheets/fs349/en/>

Bilag

Bilag 1 - Ølafgifter

Ølafgifter og momssatser i Europa			
<i>Beer excise and VAT in Europe</i>			
	Ølafgift DKK/liter 4.8% vol	Moms %	Ølafg. + moms DKK
Norge	18,66	25%	23,32
Finland	11,54	24%	14,31
Irland	8,12	23%	9,99
Sverige	7,55	25%	9,44
Storbritannien	7,82	20%	9,39
Slovenien	4,36	22%	5,31
Estland	3,29	20%	3,94
Holland	2,85	21%	3,44
Danmark	2,69	25%	3,36
Italien	2,72	22%	3,32
Frankrig	2,67	20%	3,20
Litauen	2,56	21%	3,10
Cypern	2,16	19%	2,57
Kroatien	1,93	25%	2,41
Ungarn	1,87	27%	2,37
Belgien	1,80	21%	2,18
Østrig	1,80	20%	2,16
Malta	1,74	18%	2,05
Polen	1,67	23%	2,05
Portugal	1,55	23%	1,90
Letland	1,51	21%	1,83
Slovakiet	1,29	20%	1,55
Tjekkiet	1,07	21%	1,30
Spanien	0,75	21%	0,90
Tyskland	0,71	19%	0,84
Luxembourg	0,71	17%	0,84
Bulgarien	0,69	20%	0,83
Rumænien	0,65	20%	0,78

Kilde: Bryggeriforeningen, hentet 05.04.2018 - <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/salg-og-afgifter/oelafgifter-og-momssatser-i-europa-2013/>

Bilag 2 – Off- trade vs on-trade



Off-trade vs On-trade | Historical | % breakdown

Geography	Category	Categorization Type	Data Type	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Estonia	Beer	Off-Trade Volume %	Total Volume	92	93	93	93	93	92
Estonia	Beer	On-Trade Volume %	Total Volume	08	08	08	07	07	08
Estonia	Beer	Total	Total Volume	100	100	100	100	100	100
Latvia	Beer	Off-Trade Volume %	Total Volume	94	94	94	93	93	93
Latvia	Beer	On-Trade Volume %	Total Volume	06	06	06	07	07	07
Latvia	Beer	Total	Total Volume	100	100	100	100	100	100
Lithuania	Beer	Off-Trade Volume %	Total Volume	94	94	93	93	93	93
Lithuania	Beer	On-Trade Volume %	Total Volume	06	06	07	07	07	07
Lithuania	Beer	Total	Total Volume	100	100	100	100	100	100
Denmark	Beer	Off-Trade Volume %	Total Volume	77	74	73	74	77	77
Denmark	Beer	On-Trade Volume %	Total Volume	23	26	27	27	23	23
Denmark	Beer	Total	Total Volume	100	100	100	100	100	100
Finland	Beer	Off-Trade Volume %	Total Volume	85	85	85	85	85	85
Finland	Beer	On-Trade Volume %	Total Volume	15	15	15	15	15	15
Finland	Beer	Total	Total Volume	100	100	100	100	100	100
Germany	Beer	Off-Trade Volume %	Total Volume	64	65	65	65	65	65
Germany	Beer	On-Trade Volume %	Total Volume	36	36	35	35	35	35
Germany	Beer	Total	Total Volume	100	100	100	100	100	100
Italy	Beer	Off-Trade Volume %	Total Volume	63	63	63	63	64	64
Italy	Beer	On-Trade Volume %	Total Volume	37	37	37	37	36	36
Italy	Beer	Total	Total Volume	100	100	100	100	100	100

Research Sources:

Alcoholic Drinks: Euromonitor from trade sources/national statistics

Date Exported (GMT): 05-04-2018 07:10:46

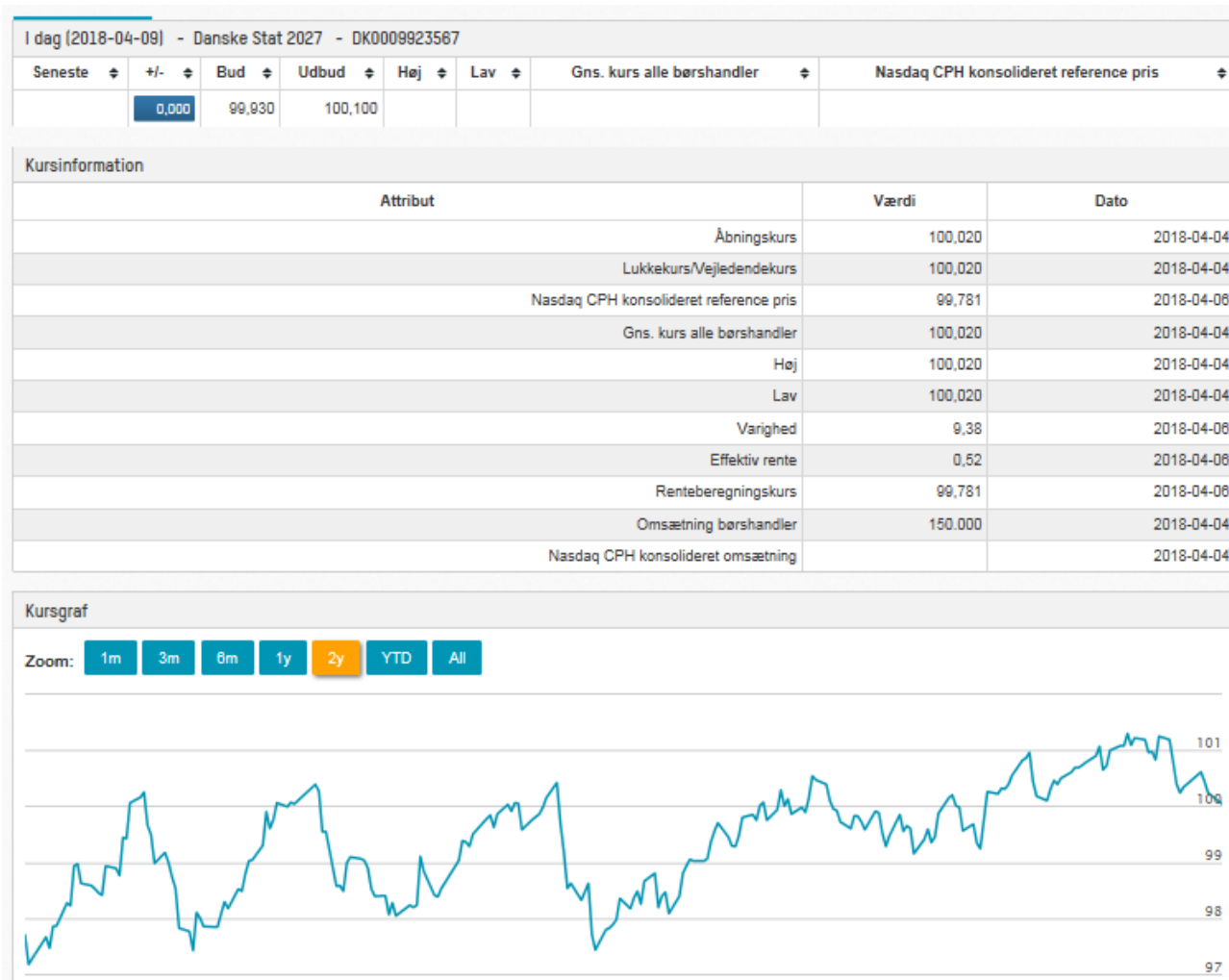


© Euromonitor International 2018

Kilde – Euromonitor international -

<file:///C:/Users/g41321/Downloads/ontrade%20vs%20offtrade%20eu.pdf>

Bilag 3 – Nasdaq, dansk statsobligation

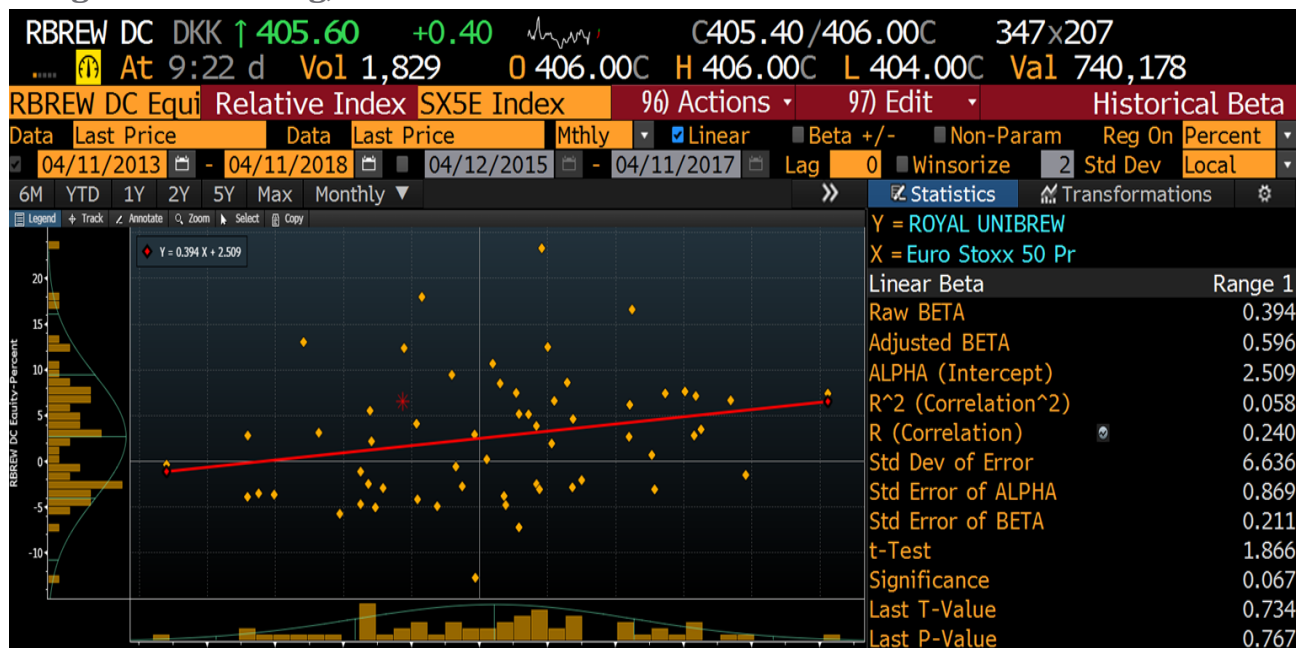


Kilde:

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSEDANSKE_STAT_2027

9 april 2018

Bilag 4 – Bloomberg, Beta



Bloomberg 11.04.2018

Bilag 5 – Moody's rating

Carlsberg Breweries A/S

Moody's Org ID: 600062367 LEI: 5493008YL42784DMWN61 Market Segment: Corporates
Industry: CONSUMER PRODUCTS: PCKD ALCOHOLIC BEVERAGE Peer Group: Alcoholic Beverage Domicile: DENMARK

LONG TERM RATING

Rating: **Baa2**, Not on Watch

Type: **LT Issuer Rating - Fgn Curr**

Date: **14 Nov 2016**

OUTLOOK

Stable

Date: **14 Nov 2016**

OTHER DEBTS ON WATCH?

No

<https://www.moody's.com/credit-ratings/Carlsberg-Breweries-AS-credit-rating-600062367>

Heineken N.V.

Ticker: HEIA Moody's Org ID: 410100 LEI: 724500K5PTPSST86UQ23 Market Segment: Corporates
Industry: CONSUMER PRODUCTS: PCKD ALCOHOLIC BEVERAGE Peer Group: Alcoholic Beverage Domicile: NETHERLANDS

LONG TERM RATING

Rating: **Baa1**, Not on Watch

Type: **LT Issuer Rating - Dom Curr**

Date: **07 Mar 2012**

SHORT TERM RATING

Rating: **P-2**, Not on Watch

Type: **ST Issuer Rating - Dom Curr**

Date: **04 Mar 2015**

OUTLOOK

Stable

Date: **07 Mar 2012**

<https://www.moody's.com/credit-ratings/Heineken-NV-credit-rating-410100>

Molson Coors Brewing Company

Ticker: TAP Moody's Org ID: 209200 LEI: 54930073LBBH6ZCBE225 Market Segment: Corporates
Industry: CONSUMER PRODUCTS: PCKD ALCOHOLIC BEVERAGE Peer Group: Alcoholic Beverage
Domicile: UNITED STATES

LONG TERM RATING

Rating: **Baa3**, Not on Watch

Type: **Senior Unsecured - Fgn Curr**

Date: **28 Jun 2016**

SHORT TERM RATING

Rating: **P-3**, Not on Watch

Type: **Commercial Paper - Dom Curr**

Date: **28 Jun 2016**

OUTLOOK

Stable

Date: **28 Jun 2016**

<https://www.moody's.com/credit-ratings/Molson-Coors-Brewing-Company-credit-rating-209200>

Bilag 6 – Royal Unibrew Regnskab

Resultatopgørelse	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nettoomsætning	6,384,386	6,340,376	6,032,115	6,055,898	4,480,998	3,430,008	3,430,633
Produktionsomkostninger	2,891,835	2,855,901	2,670,841	2,710,907	2,091,430	1,626,997	1,610,127
Bruttoresultat	3,492,551	3,484,475	3,361,274	3,344,991	2,389,568	1,803,011	1,820,506
Andre driftsindtægter	-	-	-	-	2,642	4,843	3,549
Salgs- og distributionsomkostninger	1,872,323	1,900,396	1,834,795	1,902,638	1,394,491	1,040,239	1,051,835
Administrationsomkostninger	258,435	278,403	301,201	312,411	250,707	158,433	176,073
Andre driftsomkostninger	-	-	-	-	15,161	-	-
Resultat af primær drift (EBITDA)	1,361,793	1,305,676	1,225,278	1,129,942	731,851	609,182	596,147
Af- og nedskrivninger	293,192	304,987	308,322	303,724	171,780	124,185	121,906
EBIT	1,068,601	1,000,689	916,956	826,218	560,071	484,997	474,241
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	18,418	27,802	31,061	34,808	33,552	34,263	14,370
Finansielle indtægter	3,048	4,055	8,759	8,174	4,345	6,195	40,156
Finansielle omkostninger	34,447	34,962	54,470	68,596	49,685	44,434	67,659
Resultat før skat	1,055,620	997,584	902,306	800,604	548,283	481,021	461,108
Skat af årets resultat	224,961	213,833	190,879	176,439	68,707	108,217	110,253
Årets resultat	830,659	783,751	711,427	624,165	479,576	372,804	350,855

Balance	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Langfristede aktiver							
<i>Immaterielle aktiver</i>							
Goodwill	1,451,150	1,449,465	1,455,776	1,451,828	1,430,378	244,882	263,733
Varemærker	1,232,067	1,230,330	1,233,475	1,233,341	1,236,102	124,069	124,186
Distributionsrettigheder	170,092	182,083	195,030	206,768	214,592	1,672	3,175
Kunderrelationer	8,757	22,243	35,881	49,310	62,970	-	-
Immaterielle aktiver under udvikling	-	-	-	-	-	-	-
Immaterielle aktiver i alt	2,862,066	2,884,121	2,920,162	2,941,247	2,944,042	370,623	391,094
<i>Materielle aktiver</i>							
Grunde og bygninger	1,064,927	1,106,407	1,158,911	1,216,077	1,261,505	559,200	584,120
Produktionsanlæg og maskiner	747,296	719,358	803,267	830,672	880,267	433,369	442,783
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	236,533	222,341	214,880	239,003	238,466	142,903	132,298
Projektdrivingssejendom	-	-	197,506	238,439	290,539	276,338	411,450
Materielle anlæg under udførsel	72,795	94,068	63,660	45,558	38,164	67,531	30,623
Materielle aktiver i alt	2,121,551	2,142,174	2,438,224	2,569,749	2,708,941	1,479,341	1,601,274
<i>Finansielle aktiver</i>							
Kapitalandele i associerede virksomheder	127,911	143,978	135,371	136,249	132,523	129,782	290,712
Øvrige aktiver	9,618	10,074	11,725	16,768	24,085	12,265	7,727
Udskudt skatteaktiv	-	-	-	-	-	-	-
Finansielle aktiver i alt	137,529	154,052	147,096	153,017	156,608	142,047	298,439
Langfristede aktiver i alt	5,121,146	5,180,347	5,505,482	5,664,013	5,809,591	1,992,011	2,290,807
Kortfristede aktiver							
Varebeholdninger	335,338	335,944	316,708	312,041	330,459	180,342	173,147
Tilgodehavender	-	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavender fra salg	558,409	512,369	516,953	473,569	449,228	365,286	379,012
Tilgodehavende fra associerede selskaber	-	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavende selskabsskat	-	-	-	-	11,754	8,855	-
Andre tilgodehavender	29,032	21,747	53,485	62,751	56,496	12,138	13,605
Tilgodehavender i alt	587,441	534,116	570,438	536,320	517,478	386,279	392,617
Forudbetalte omkostninger	33,693	18,677	21,714	20,011	23,022	14,253	13,191
Likvide beholdninger	684,626	6,917	333,185	491,453	243,962	273,775	18,773
Kortfristede aktiver i alt	1,641,098	895,654	1,242,045	1,359,825	1,114,921	854,649	597,728
Aktiver i alt	6,762,244	6,076,001	6,747,527	7,023,838	6,924,512	2,846,660	2,888,535
Langfristede forpligtelser							
Realkreditinstitutter	858,328	859,220	1,000,325	1,012,807	747,742	591,680	593,880
Medarbejderobligationer	-	-	-	-	-	-	-
Leasingforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
Kreditinstitutter	381,179	-	461,675	859,108	1,097,291	-	-
Udskudt skat	378,231	362,117	375,396	431,774	457,571	144,795	166,539
pensionsforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
Anden langfristet gæld	12,960	13,556	14,164	24,713	17,318	9,121	23,119
Langfristede forpligtelser i alt	1,630,698	1,234,893	1,851,560	2,328,402	2,319,922	745,596	783,538
Kortfristede forpligtelser							
Realkreditinstitutter	3,720	4,761	14,203	164,480	14,159	2,010	1,959
Kreditinstitutter	416,369	133,975	40,934	7,649	763,978	634	53,654
Leasingforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
Leverandørgæld	1,025,688	858,149	913,762	810,529	807,486	430,852	397,795
gæld til associerede selskaber	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig selskabsskat	-	21,196	7,044	22,156	-	-	63
Anden gæld	866,936	911,650	985,219	872,271	885,990	321,417	332,134
andre hensatte forpligtelser	20,846	-	-	-	-	-	-
overskudsdeling for regnskabsåret	-	-	-	-	-	-	-
Kortfristede forpligtelser i alt	2,333,559	1,929,731	1,961,162	1,877,085	2,471,613	754,913	785,605
Forpligtelser i alt	3,964,257	3,164,624	3,812,722	4,205,487	4,791,535	1,500,509	1,569,143

Bilag 7 – Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nettoomsætning (net revenue)	6,384,386	6,340,376	6,032,115	6,055,898	4,480,998	3,430,008	3,430,633
Produktionsomkostninger	2,891,835	2,855,901	2,670,841	2,710,907	2,091,430	1,626,997	1,610,127
Bruttoresultat (gross profit)	3,492,551	3,484,475	3,361,274	3,344,991	2,389,568	1,803,011	1,820,506
<i>Driftsomkostninger</i>							
Salgs- og distributionsomkostninger	1,872,323	1,900,396	1,834,795	1,902,638	1,394,491	1,040,239	1,051,835
Administrationsomkostninger	258,435	278,403	301,201	312,411	250,707	158,433	176,073
Andre driftsomkostninger	-	-	-	-	15,161	-	-
EBITDA	1,361,793	1,305,676	1,225,278	1,129,942	729,209	604,339	592,598
Afskrivninger	293,192	304,987	308,322	303,724	171,780	124,185	121,906
Kerne driftsoverskud fra salg (EBIT)	1,068,601	1,000,689	916,956	826,218	557,429	480,154	470,692
<i>Skat</i>							
Skat af årets resultat	224,961	213,833	190,879	176,439	68,707	108,217	110,253
Skattefordel fra finansielle poster	6,688	6,614	9,645	13,293	5,668	8,604	6,573
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	-	-	-	-	330	1,090	848
Kerne driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	836,952	780,242	716,432	636,486	482,724	362,244	353,018
<i>Andet driftsoverskud</i>							
Andre driftsindtægter	-	-	-	-	2,642	4,843	3,549
Valutakursreguleringer, indtægt	-	-	-	-	-	-	-
Valutakursreguleringer, udgift	-	-	-	-	-	-	-
Skat på andet driftsoverskud, estimeret	-	-	-	-	330	1,090	848
Andet driftsoverskud i alt	-	-	-	-	2,972	5,933	4,397
<i>Efter skat driftsposter</i>							
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	18,418	27,802	31,061	34,808	33,552	34,263	14,370
Dirty Surplus	-81	-205	47,315	51,667	71,000	-	-
Valutakursregulering vedr. udenlandske virksomheder	-5,232	-9,180	5,374	-14,184	-11,638	29,853	-4,484
Værdiregulering af sikringsinstrumenter primo	7,113	27,839	32,677	46,039	59,239	76,995	27,957
Værdiregulering af sikringsinstrumenter ultimo	-1,416	-7,113	-27,839	-32,677	-46,039	-59,239	-76,995
Øvrige egenkapitalbevægelser	-	-69	-	-	-	-	-
Skat af anden totalindkomst	-1,560	-4,017	-3,097	-2,336	-4,105	-209	4,860
Dirty Surplus i alt	-1,176	7,255	54,430	48,509	68,457	47,400	-48,662
Totalindkomst fra drift	854,194	815,299	801,923	719,803	587,706	449,839	323,123
Finansielle indtægter	3,048	4,055	8,759	8,174	4,345	6,195	40,156
Finansielle omkostninger	34,447	34,962	54,470	68,596	49,685	44,434	67,659
Netto finansielle omkostninger før skat (NFE)	31,399	30,907	45,711	60,422	45,340	38,239	27,503
Skatteskjold	6,688	6,614	9,645	13,293	5,668	8,604	6,573
NFO efter skat	24,711	24,293	36,066	47,129	39,673	29,635	20,930
Totalindkomst	829,483	791,006	765,857	672,674	548,033	420,204	302,193
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	-
Totalindkomst til selskab	829,483	791,006	765,857	672,674	548,033	420,204	302,193
Effektiv skatteprocent (Fra koncernregnskaberne)	21.3%	21.4%	21.1%	22.0%	12.5%	22.5%	23.9%

Bilag 8 – Reformuleret Balance

Balance DKK 1.000	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Kernedriftsaktiver							
Goodwill	1,451,150	1,449,465	1,455,776	1,451,828	1,430,378	244,882	263,733
Varemærker	1,232,067	1,230,330	1,233,475	1,233,341	1,236,102	124,069	124,186
Distributionsrettigheder	170,092	182,083	195,030	206,768	214,592	1,672	3,175
Kunderelationer	8,757	22,243	35,881	49,310	62,970	-	-
Immaterielle aktiver under udvikling	-	-	-	-	-	-	-
Grunde og bygninger	1,064,927	1,106,407	1,158,911	1,216,077	1,261,505	559,200	584,120
Produktionsanlæg og maskiner	747,296	719,358	803,267	830,672	880,267	433,369	442,783
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	236,533	222,341	214,880	239,003	238,466	142,903	132,298
Matrielle anlæg under udførsel	72,795	94,068	63,660	45,558	38,164	67,531	30,623
Udskudt skatteaktiv	-	-	-	-	-	-	-
Varebeholdninger	335,338	335,944	316,708	312,041	330,459	180,342	173,147
Tilgodehavender fra salg	558,409	512,369	516,953	473,569	449,228	365,286	379,012
Tilgodehavende fra associerede selskaber	-	-	-	-	-	-	-
Kapitalandele i associerede virksomheder	127,911	143,978	135,371	136,249	132,523	129,782	290,712
Tilgodehavende selskabsskat	-	-	-	-	11,754	8,855	-
Andre tilgodehavender	29,032	21,747	53,485	62,751	56,496	12,138	13,605
Likvide beholdninger (1,5 % af omsætning)	95,766	95,106	90,482	90,838	67,215	51,450	51,459
I alt	6,130,073	6,135,439	6,273,879	6,348,005	6,410,119	2,321,479	2,488,853
Driftsforpligtigelser							
Udskudt skat	378,231	362,117	375,396	431,774	457,571	144,795	166,539
pensionsforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
Anden langfristet gæld	12,960	13,556	14,164	24,713	17,318	9,121	23,119
Leverandøregæld	1,025,688	858,149	913,762	810,529	807,486	430,852	397,795
gæld til associerede selskaber	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig selskabsskat	-	21,196	7,044	22,156	-	-	63
Anden gæld	866,936	911,650	985,219	872,271	885,990	321,417	332,134
andre hensatte forpligtelser	20,846	-	-	-	-	-	-
I alt	2,304,661	2,166,668	2,295,585	2,161,443	2,168,365	906,185	919,650
Kerne netto driftsaktiver	3,825,412	3,968,771	3,978,294	4,186,562	4,241,754	1,415,294	1,569,203
<i>Ikke kerne driftsaktiver (er ført ned under finansielle aktiver)</i>							
Projektudviklingsejendom	-	-	-	-	-	-	-
I alt	-	-	-	-	-	-	-
Netto driftsaktiver (NDA)	3,825,412	3,968,771	3,978,294	4,186,562	4,241,754	1,415,294	1,569,203
Finansielle aktiver							
Øvrige aktiver	9,618	10,074	11,725	16,768	24,085	12,265	7,727
Forudbetalte omkostninger	33,693	18,677	21,714	20,011	23,022	14,253	13,191
Projektudviklingsejendom	-	-	197,506	238,439	290,539	276,338	411,450
Likvide beholdninger (fratrullet driftslikviditet)	588,860	-88,189	242,703	400,615	176,747	222,325	-32,686
I alt	632,171	-59,438	473,648	675,833	514,393	525,181	399,682
Finansielle forpligtigelser							
Realkreditinstitutter	858,328	859,220	1,000,325	1,012,807	747,742	591,680	593,880
Medarbejderobligationer	-	-	-	-	-	-	-
Leasingforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
Kreditinstitutter	381,179	-	461,675	859,108	1,097,291	-	-
Realkreditinstitutter	3,720	4,761	14,203	164,480	14,159	2,010	1,959
Kreditinstitutter	416,369	133,975	40,934	7,649	763,978	634	53,654
Leasingforpligtelser	-	-	-	-	-	-	-
overskudsdeling for regnskabsåret	-	-	-	-	-	-	-
I alt	1,659,596	997,956	1,517,137	2,044,044	2,623,170	594,324	649,493
Netto finansielle forpligtigelser (NFF)	1,027,425	1,057,394	1,043,489	1,368,211	2,108,777	69,143	249,811
Koncernegenkapital	2,797,987	2,911,377	2,934,805	2,818,351	2,132,977	1,346,151	1,319,392
minoritetsinteresser andel af EK	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital	2,797,987	2,911,377	2,934,805	2,818,351	2,132,977	1,346,151	1,319,392
Net working capital	-1,265,270	-1,201,502	-1,317,957	-1,222,244	-1,253,213	-288,114	-302,427
	-19.82%	-18.95%	-21.85%	-20.18%	-27.97%	-8.40%	-8.82%
Anlægskapital	5,090,682	5,170,273	5,296,251	5,408,806	5,494,967	1,703,408	1,871,630
	79.74%	81.55%	87.80%	89.31%	122.63%	49.66%	54.56%

Bilag 9 - Nøgletal

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	gns
ROE	29.6%	27.2%	26.1%	23.9%	25.7%	31.2%	22.9%	26.7%
FGEAR	0.37	0.36	0.36	0.49	0.99	0.05	0.19	0.40
ROIC	22.3%	20.5%	20.2%	17.2%	13.9%	31.8%	20.6%	20.9%
Overskudsgrad	13.4%	12.9%	13.3%	11.9%	13.1%	13.1%	9.4%	12.4%
AOH (Nettoomsætning/Netto driftsaktiver)	1.67	1.60	1.52	1.45	1.06	2.42	2.19	1.70
1/AOH	0.5992	0.6260	0.6595	0.6913	0.9466	0.4126	0.4574	4.39
FF	1,659,596	997,956	1,517,137	2,044,044	2,623,170	594,324	649,493	1,440,817
FA	632,171	-59,438	473,648	675,833	514,393	525,181	399,682	3,161,470
NFF	1,027,425	1,057,394	1,043,489	1,368,211	2,108,777	69,143	249,811	989,179
r	2.4%	2.3%	3.5%	3.4%	1.9%	42.9%	8.4%	9.2%
r på rentebærende gæld	2.4%	2.3%	3.5%	3.4%	1.9%	42.9%	8.4%	9.2%
Spread (ROIC - r)	19.9%	18.2%	16.7%	13.7%	12.0%	-11.1%	12.2%	11.7%
MIA	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
NFF/(EK+MIN)	0.37	0.36	0.36	0.49	0.99	0.05	0.19	0.40
ROE (ROIC + FGEAR x Spread)	29.6%	27.2%	26.1%	23.9%	25.7%	31.2%	22.9%	26.7%
ROIC (Overskudsgrad x AOH)	22.3%	20.5%	20.2%	17.2%	13.9%	31.8%	20.6%	20.9%

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	gns
Omsætningsvækst	0.7%	5.1%	-0.4%	35.1%	30.6%	0.0%	0.0%	10.2%
EBITDA-margin	21.3%	20.6%	20.3%	18.7%	16.3%	17.6%	17.3%	18.9%
CORE EBIT-Margin	16.7%	15.8%	15.2%	13.6%	12.4%	14.0%	13.7%	14.5%

Bilag 10 – Trendanalyse og Common Size analyse

Trendanalyse	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nettoomsætning	186	185	176	177	131	100	100
Produktionsomkostninger	180	177	166	168	130	101	100
Bruttoresultat	192	191	185	184	131	99	100
salgs- og distributionsomkostninger	178	181	174	181	133	99	100
administrationsomkostninger	147	158	171	177	142	90	100
Driftsomkostninger i alt	174	177	174	180	135	98	100
Kerne driftoverskud fra salg før skat (EBIT)	227	213	195	176	118	102	100
Kerne driftoverskud fra salg efter skat	237	221	203	180	137	103	100
Andet driftoverskud i alt	-	-	-	-	68	135	100
Dirty Surplus i alt	2	-15	-112	-100	-141	-97	100
Netto finansielle omkostninger	114	112	166	220	165	139	100
Totalindkomst	274	262	253	223	181	139	100
Common size analyse	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Produktionsomkostninger	45%	45%	44%	45%	47%	47%	47%
Bruttoresultat (bruttoavance)	54.7%	55.0%	55.7%	55.2%	53.3%	52.6%	53.1%
Salgs- og distributionsomkostninger	29.3%	30.0%	30.4%	31.4%	31.1%	30.3%	30.7%
administrationsomkostninger	4.0%	4.4%	5.0%	5.2%	5.6%	4.6%	5.1%
Skat på driftoverskud fra salg	3.6%	3.5%	3.3%	3.1%	1.7%	3.4%	3.4%
Driftsomkostninger i alt(kerne driftsomkostninger)	33.4%	34.4%	35.4%	36.6%	37.1%	34.9%	35.8%
EBITDA (EBITDA-margin)	21.3%	20.6%	20.3%	18.7%	16.3%	17.6%	17.3%
Kerne driftoverskud fra salg før skat (Profit Margin)	16.7%	15.8%	15.2%	13.6%	12.4%	14.0%	13.7%
Kerne driftoverskud fra salg efter skat (Profit Margin)	13.1%	12.3%	11.9%	10.5%	10.8%	10.6%	10.3%
Andet driftoverskud	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%
Kapitalandele i associerede virksomheder+resultat af ophørte aktiviteter	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	0.4%
Dirty surplus	0.0%	0.1%	0.9%	0.8%	1.5%	1.4%	-1.4%
OG andre poster (de 3 ovenstående tilsammen)	0.3%	0.6%	1.4%	1.4%	2.3%	2.6%	-0.9%
Totalindkomst	13.0%	12.5%	12.7%	11.1%	12.2%	12.3%	8.8%
Overskudsgrad i alt	13.4%	12.9%	13.3%	11.9%	13.1%	13.1%	9.4%

Bilag 11 – FCFF

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
DO	854,194	815,299	801,923	719,803	587,706	449,839	323,123
NDA, primo	3,968,771	3,978,294	4,186,562	4,241,754	1,415,294	1,569,203	-
NDA, ultimo	3,825,412	3,968,771	3,978,294	4,186,562	4,241,754	1,415,294	1,569,203
ΔNDA	143,359	9,523	208,269	55,192	-2,826,460	153,909	-1,569,203
FCF	710,835	805,776	593,654	664,612	3,414,165	295,930	1,892,326

Bilag 12 – Forecast / budgetperiode

		FORECAST										
		Budgetperiode										Terminalår
Finansiell værdidriver	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 (T)
Omsætningsvækst		5.00%	3.50%	3.50%	3.00%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	1.50%
Overskudsgrad	13.38%	12.48%	12.48%	12.87%	12.87%	13.26%	13.26%	12.87%	12.87%	12.48%	12.09%	11.70%
Primo arbejdskapital/salg	-14.02%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%	-11.38%
Primo anlægskapital/salg	73.94%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%	74.13%
Core EBIT-margin	16.74%	16.00%	16.00%	16.50%	16.50%	17.00%	17.00%	16.50%	16.50%	16.00%	15.50%	15.00%
Effektiv skatteprocent på EBIT	21.30%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
Core andet DO/salg, efter skat	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Finansiell gearing FGEAR primo	0.3672	0.7000	0.4500	0.4500	0.4000	0.4000	0.3500	0.3500	0.3500	0.3000	0.3000	0.2500
netto lånerente (r)	2.41%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%

		Budgetperiode										Terminalår
Regnskabsår	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 (T)
Resultatopgørelse												
Nettoomsætning	6,384,386	6,703,605	6,938,231	7,181,070	7,396,502	7,618,397	7,808,857	7,965,034	8,124,334	8,286,821	8,452,558	8,579,346
Core DO fra salg, efter skat	854,194	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914	1,003,783
Core andet DO, efter skat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core samlet DO, efter skat	854,194	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914	1,003,783
Core Netto finansielle omkostninger	24,711	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823	30,823
Netto overskud	829,483	805,787	835,069	893,381	921,107	979,377	1,004,632	994,277	1,014,779	1,003,373	991,091	972,961
Balance (primo)												
Anlægskapital	-894,925	4,969,367	5,143,294	5,323,310	5,483,009	5,647,499	5,788,687	5,904,461	6,022,550	6,143,001	6,265,861	6,359,849
Arbejdskapital	4,720,337	-762,746	-789,442	-817,073	-841,585	-866,833	-888,503	-906,273	-924,399	-942,887	-961,745	-976,171
Netto driftsaktiver / IC	3,825,412	4,206,620	4,353,852	4,506,237	4,641,424	4,780,667	4,900,183	4,998,187	5,098,151	5,200,114	5,304,116	5,383,678
Netto finansielle forpligtigelser	1,027,425	1,575,170	1,305,503	1,351,195	1,287,496	1,326,121	1,239,432	1,270,418	1,295,826	1,176,496	1,200,026	1,060,823
Egenkapital	2,797,987	2,631,451	3,048,349	3,155,041	3,353,928	3,454,546	3,660,751	3,727,769	3,802,325	4,023,617	4,104,090	4,322,855
Samlet finansiering	3,825,412	4,206,620	4,353,852	4,506,237	4,641,424	4,780,667	4,900,183	4,998,187	5,098,151	5,200,114	5,304,116	5,383,678
Pengestrømsopgørelse												
Samlet DO	854,194	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914	1,003,783
- Δ Netto driftsaktiver	143,359	381,209	147,232	152,385	135,187	139,243	119,517	98,004	99,964	101,963	104,002	79,562
= FCF	710,835	455,401	718,660	771,819	816,743	870,957	915,938	927,096	945,638	932,232	917,912	924,222
Gældsfinansiering		300,489	-14,870	94,522	-7,802	117,512	-163	5,414	150,153	7,293	170,026	172,576
Nettodividende		388,889	728,376	694,495	820,489	773,171	937,614	919,722	793,486	922,900	772,327	751,646
Samlet finansiering		689,378	713,506	789,017	812,687	890,683	937,451	925,136	943,639	930,193	942,352	924,222

Nøgletal	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ROE	29.6%	31.71%	27.49%	28.39%	27.51%	28.38%	27.48%	26.64%	26.64%	24.95%	24.15%	22.56%
ROIC	22.3%	19.89%	19.89%	20.51%	20.51%	21.13%	21.13%	20.51%	20.51%	19.89%	19.27%	18.64%
AOH	1.669	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594	1.594
1/AOH	0.599	0.628	0.628	0.628	0.628	0.628	0.628	0.628	0.628	0.628	0.628	0.628
Vækst i EK	-3.89%	15.84%	3.50%	6.30%	3.00%	5.97%	1.83%	2.00%	5.82%	2.00%	5.33%	5.41%
Vækst i NDA	-3.61%	3.50%	3.50%	3.00%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	1.50%	2.55%
Overskudsgrad	13.4%	12.48%	12.48%	12.87%	12.87%	13.26%	13.26%	12.87%	12.87%	12.48%	12.09%	11.70%
g		5.00%	3.50%	3.50%	3.00%	3.00%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	1.50%
fgear		0.5986	0.4283	0.4283	0.3839	0.3839	0.3386	0.3408	0.3408	0.2924	0.2924	0.2454

Bilag 13 – DCF og RIDO

RIDO	Budgetperiode										Terminal
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 (T)
DO	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914	1,003,783
NDA	4,206,620	4,353,852	4,506,237	4,641,424	4,780,667	4,900,183	4,998,187	5,098,151	5,200,114	5,304,116	5,383,678
ROIC	19.89%	19.89%	20.51%	20.51%	21.13%	21.13%	20.51%	20.51%	19.89%	19.27%	18.64%
RIDO		646,173	696,795	716,562	767,771	785,753	769,156	784,539	767,911	750,304	726,741
Diskonteringsfaktor		1.0522	1.1072	1.1650	1.2259	1.2899	1.3573	1.4282	1.5028	1.5813	
PV RIDO		614,098	629,336	615,064	626,306	609,157	566,691	549,333	511,000	474,500	
PV RIDO t.o.m. 2027	5,195,484										
Terminalværdi*											19,519,529
PV af Terminalværdi	12,344,332										
Enterprise Value	21,746,437										
Markedsværdi af nettofinansielle forpligtigelser	1,575,170										
Værdi af egenkapital	20,171,267										
Værdi af af minoritetsinteresser	0										
Værdi af ordinær egenkapital	20,171,267										
Værdi per aktie (52.700.000)	382.75649	pr. 31/12-2017									
52,700											
WACC	5.22%										

DCF	Budgetperiode										Terminalår
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 (T)
DO	836,610	865,891	924,204	951,930	1,010,199	1,035,454	1,025,100	1,045,602	1,034,195	1,021,914	1,003,783
NDA	4,206,620	4,353,852	4,506,237	4,641,424	4,780,667	4,900,183	4,998,187	5,098,151	5,200,114	5,304,116	5,383,678
FCFF = DO - ΔNDA	455,401	718,660	771,819	816,743	870,957	915,938	927,096	945,638	932,232	917,912	924,222
Diskonteringsfaktor		1.0522	1.1072	1.1650	1.2259	1.2899	1.3573	1.4282	1.5028	1.5813	
PV FCFF		682,986	697,096	701,054	710,479	710,084	683,057	662,134	620,346	580,496	
PV FCFF t.o.m. 2027	6,047,732										
Terminalværdi											24,823,645
PV af Terminalværdi	15,698,705										
Enterprise Value	21,746,437										
Markedsværdi af nettofinansielle forpligtigelser	1,575,170										
Værdi af egenkapital	20,171,267										
Værdi af minoritetsinteresser	0										
Værdi af ordinær egenkapital	20,171,267										
Værdi per aktie (52.700.000)	382.75649	pr. 31/12-2017									
52,700											
WACC	5.22%										

Bilag 14 – Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalyse		omsætningsvækst i terminalperiode				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
	4.22%	430.55	474.6	534.86	622.25	760.45
	4.72%	374.8	406.14	447.21	503.38	584.85
WACC	5.22%	330.65	353.91	382.76	420.93	473.13
	5.72%	295.43	312.75	334.18	361.36	396.99
	6.22%	266.18	279.48	295.6	315.54	340.84