

2020

Værdiansættelse af Royal Unibrew



Afgangsprojekt: HD 2.del Finansiering

Christian Nexø Stoklund

Studienummer: 108935

Vejleder: Peter Toftager Ejlersen

Antal sider og anslag: 78 sider – 138.369

1. Maj 2020

Indhold

Abstract	4
Kapitel 1: Indledning og problemformulering	5
1.1 Problemformulering	6
1.2 Undersøgelsesemner	6
Kapitel 2: Teori og metode	8
2.1 Fag og struktur	8
2.2 Afgrænsning	9
2.3 Teori og metode	10
2.4 Virksomhedsbeskrivelse	14
2.5 Royal Unibrew strategi	15
Kapitel 3: Analyse	19
3.1 Strategisk analyse	19
3.1.1 Værdikædeanalyse	19
3.1.2 PESTEL/P – Eksogene chok	24
3.1.3 Porters Five Forces	31
3.1.4 Porters Generiske strategier	35
3.1.5 SWOT-analyse	38
3.2 Regnskabsanalyse	41
3.2.1 Reformulering af resultatopgørelsen	41
3.2.2 Reformulering af balance	41
3.2.3 Rentabilitets analyse	43
3.2.4 Dekomponering af ROE.	44
3.2.5 Overskudsgraden	45
3.2.6 Aktiverne omsætningshastighed	45
3.2.7 Risikonøgletal	47
3.2.8 Konklusion på rentabilitetsanalyse	49
3.3 Budgettering	49
3.3.1 Budgetperiode og betingelser	49
3.3.2 Vækst i omsætning	50
3.3.4 EBIT-margin	54
3.3.5 SKAT	55
3.3.6 AOH	55
3.3.7 Budgettet	56

3.4 Faktorer til værdiansættelse	56
3.4.1 Estimering af WACC-faktorer	57
3.4.2 Kapitalstruktur	57
3.4.3 R_{EK} -udregning	59
3.4.4 Risikofri rente	59
3.4.5 Beta	60
3.4.6 Risikopræmien	62
3.4.7 Resultat af CAPM	63
3.4.8 Estimering af afkastkrav til fremmedkapitalen	63
3.4.9 Udregning af WACC	65
3.5 Værdiansættelse af Royal Unibrew	65
3.5.1 Delkonklusion værdiansættelse	66
3.6 Følsomhedsanalyse	67
3.6.1 Faktoranalyse	67
3.7 Scenarieanalyse	69
3.7.1 Opgavescenarie – base case	69
3.7.2 Best Case	70
3.7.3 Worst case	70
3.7.4 Konklusion på scenarieanalyse	71
Kapitel 4: Diskussion og konklusion	71
4.1 Diskussion af værdiansættelsesmetoden	71
4.1.1 Indre værdi	72
4.1.2 Kritik af fundamental værdiansættelse	73
4.1.3 Konklusion på diskussion af værdiansættelsesmetoden	75
4.2 Konklusion	75
4.3 Perspektivering	77
Litteraturliste	79
Tabel og figur oversigt	81
Figuroversigt	81
Tabeloversigt	81
Bilag	82
Bilag 1: Reformuleret balance	82
Bilag 2: Beta udregning daglig	82
Bilag 3: Beta udregning - daglig	83

Bilag 4: Beta udregning – måned.....	83
Bilag 5: Beta udregning – måned.....	83
Bilag 6: Excel ark	83

Abstract

This paper observes Royal Unibrew, a Danish brewery. The purpose of this paper is to calculate the share price of Royal Unibrew who is listed on the NASDAQ OMX Copenhagen Stock exchange. The purpose is to examine whether the share price of Royal Unibrew listed as of 1st April was a fair estimate of the share price.

Royal Unibrew is the second largest brewery in Denmark. It operates mostly in Europe, with the biggest revenue coming from Denmark and the Baltic countries. Over the last years, Royal Unibrew have been focusing on expansion. They purchased three of their competitors in 2017 and 2018. The company is also distributing products from PepsiCo and Heineken.

The paper is divided in four chapters. The first chapter includes an introduction to the main topics of this paper as well as the questions intended to examine the share price of Royal Unibrew. This section further includes the purpose of the paper.

The second chapter will introduce theory and different models that will be used in this paper. This section will also explain the history of the company and the company's current strategy.

The third and fourth chapter will go through the analysis of finding the value drivers for the company. The value drivers will be able to conclude what factors that are important to the company when the budget is made. This section will include the thorough analysis of the company's value and the share price.

My finding shows that the price of the shares as of the 1st of April is valued close to the fair value. This paper shows that calculating the value of a firm with a Discounted Cash Flow model has some implications. Only small changes in the input to the model can change the price significantly. There is also factors that easily can be forgotten when a fundamental analysis is being used. Most of the focus when doing a fundamental analysis is pointed to the annual reports. But the investment markets are not perfect and there can therefore be factors outside from the financials that needs to be calculated when looking at the final value.

Kapitel 1: Indledning og problemformulering

Royal Unibrew er en historisk virksomhed, som gennem de seneste mange år har oplevet en større udvikling. Dette skyldes flere fusioner sammen med mange selskaber, over en længere årrække. Virksomheden startede omkring 2000 med at fusionere med andre danske selskaber, hvor den senere hen begyndte at lave samme øvelse i udlandet. Virksomheden befinder sig i et marked som konstant er under stor udvikling, og et marked som er påvirket af krævende behov fra deres kunder. Der er i dag meget fokus på sundhed og bæredygtighed, og dette kan skabe udfordringer for en virksomhed, hvis de ikke kan følge med i udviklingen. Royal Unibrew har gennem de sidste år haft fokus på innovation og udvikling, for netop at kunne følge med tendenser og trends i markedet. Med et nyt samarbejde med FN omkring understøttelse af udvalgte verdensmål, kan det blive spændende at følge udviklingen indenfor dette område. Måske dette kan bidrage til en større konkurrencefordel på den lange bane.

Bryggeribranchen har været under stor udvikling de seneste år. Der ses en stor udvikling af nye bryggerier på markedet, som giver hård konkurrence inden for især special øl. Salget af øl har gennem de seneste år været under pres, da efterspørgslen generelt er faldet. Dette kræver at virksomhederne i denne branche hurtigt kan finde ud af hvor efterspørgslen bevæger sig hen. På denne måde kan de hurtigt tilpasse deres produktporteføljer. Royal Unibrew har specielt været i medielyset i forbindelse med deres store kursudvikling på aktiemarkedet siden 2008.

Formålet med denne hovedopgave er at grave dybere i historien i virksomheden, for at undersøge hvad denne udvikling skyldes. Det synes relevant at undersøge hvor vidt en sådan udvikling skyldes at markedet for salg af øl og læskedrik har udviklet sig positivt, eller om Royal Unibrew har en særlig konkurrencefordel, som gør dem i stand til at skabe de resultater de har, og muligvis påvirker aktieudviklingen.

Kan Royal Unibrew fortsat holde fast i de gode resultater i takt med at de bliver større, og derfor må producere større mængder af øl og læskedrikke? Vil aktiekursen fortsætte med at stige eller er den på nuværende tidspunkt overvurderet? Det er interessant at kigge på om den fundamentale værdi

hænger sammen med udviklingen i aktiekursen, eller om der muligvis er andre faktorer der har haft en indflydelse.

1.1 Problemformulering

På baggrund af ovenstående indledning ønskes der at svare på følgende problemformulering:

"Hvad er fair value af aktiekursen på selskabet Royal Unibrew?"

Ved fair value menes der den fundamentale værd. Her regnes der ikke psykologiske perspektiver med i prisen.

1.2 Undersøgelsesemner

- Kort virksomhedsbeskrivelse af Royal Unibrew
- Hvad er Royal Unibrews nuværende strategi?
- Hvordan har regnskabet udviklet sig fra 2015 til 2019?
- Hvad er den teoretiske værdi på Royal Unibrew, og dermed aktiekursens fair value?
- Diskussion af værdiansættelsesmodellen som benyttes i opgaven

Jeg vurderer på baggrund af ovenstående undersøgelsesemner at det er muligt at komme frem til en fornuftig vurdering af selskabets værdi, og dermed finde frem til fair value af aktien. Derudover er det muligt at vurdere, hvad der kan være med til at påvirke den fremfundne værdi. Jeg vurderer at dette gør mig yderligere i stand til at kunne diskutere udfaldet af værdiansættelsen og diskuterer elementerne ved denne.

De ovenstående undersøgelsesemner forventes at indeholde følgende gennemgange.

Virksomhedsbeskrivelse:

- Der ønskes en kort beskrivelse af virksomhedens historie
- Der ønskes en beskrivelse af ejerskabet
- Der ønskes et overblik over selskabets produkter og markeder

Strategisk analyse:

- Analyse af selskabets omverden
- Analyse af interne funktioner i virksomheden
- Hvilken markedsposition har Royal Unibrew på både det danske marked og udenlandske marked?
- Hvordan er konkurrencetruslerne for Royal Unibrew?
- Hvilke forhold af strategien kan påvirke selskabets værdi?

Regnskabsanalyse:

Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i de fem senest offentliggjorte regnskaber, som vil være fra 2015 til 2019.

Der vil blive udført en reformulering af resultatopgørelsen og balancen for bedre at kunne finde værdidriverne i virksomheden.

Regnskabsanalysen vil indeholde en rentabilitetsanalyse, så der skabes et gennemsigtigt billede af den økonomiske udvikling i virksomheden.

Værdiansættelse:

Her tages der udgangspunkt i DCF-modellen. Der opstilles forud for DCF-modellen et fremtidigt budget for virksomheden, for at kunne finde de fremtidige Cash Flows. Til værdiansættelsen vil selve DCF-modellen blive diskuteret, og der vil blive gennemgået hvilke faktorer der bør undersøges med større detaljegråd end andre. Til sidst vil det blive konkluderet, hvilken betydning de forskellige faktorer har haft på modellen.

Når værdien af selskabet er fundet, ville denne blive analyseret i forhold til perioden, og hvad der har haft størst indflydelse på den.

Diskussion af værdiansættelsesmetoden:

Her vil teorien bag den fundamentale analyse blive gennemgået, for at kunne belyse mere klart hvad det indebærer at lave en sådan analyse. Der vil blive diskuteret fordele og ulemper ved modellen.

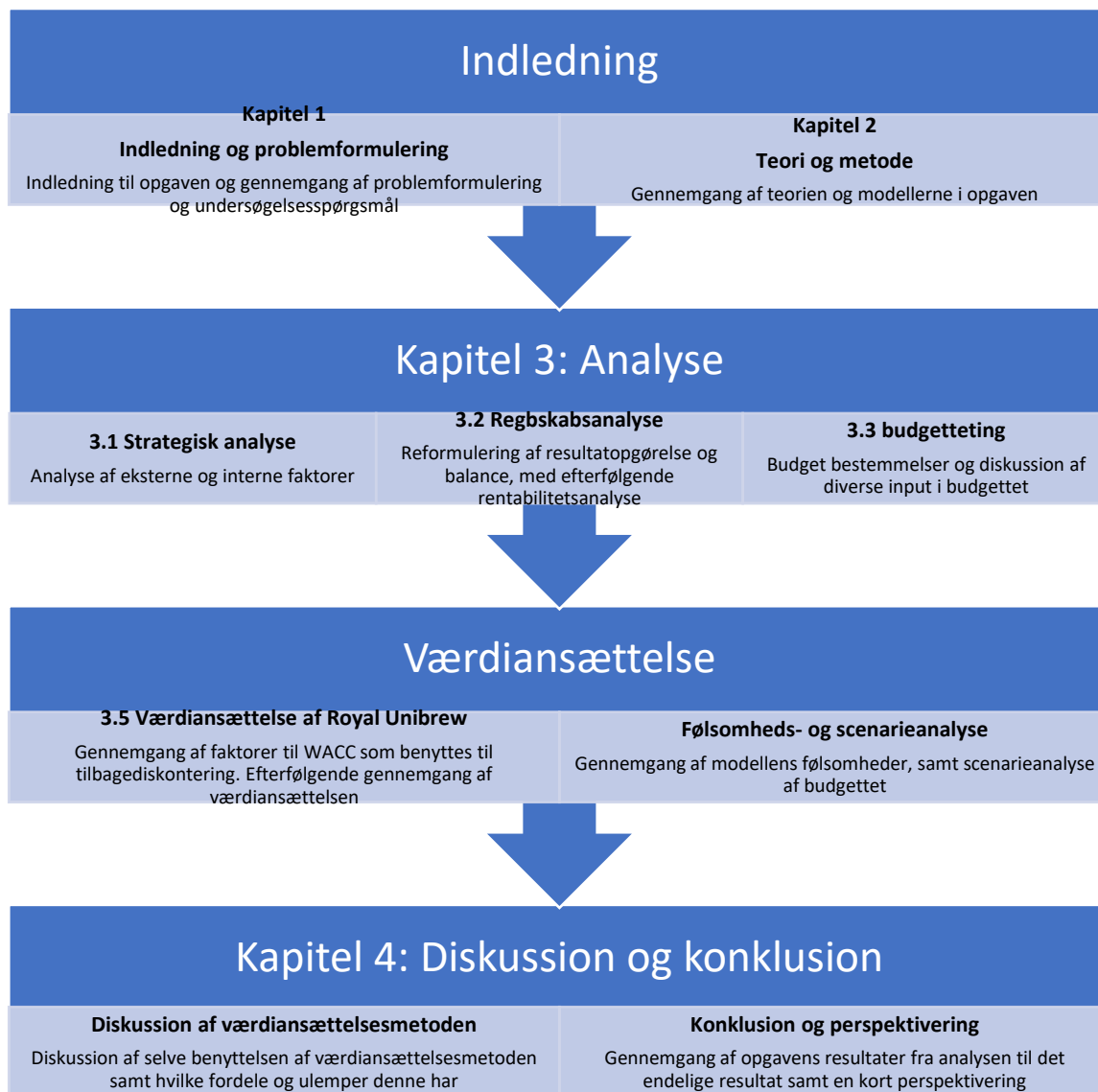
Der vil yderligere blive diskuteret hvad resultatet af denne model kan give imod andre metoder, som analytikere også benytter til at værdiansætte selskaber.

Kapitel 2: Teori og metode

2.1 Fag og struktur

For at kunne svare på ovenstående problemformulering vil der blive benyttet viden fra størstedelen af fagene fra HD F semestrene. Her er der tale om fag, som Portfolio Analysis, Private Equity og Regnskabsanalyse. Disse fag er specielt udvalgt for at kunne danne et teoretisk overblik og forståelse ved processen til udarbejdelse af en DCF-model.

Figur 1: Fag og struktur



Som det fremgår af figuren, forsøges der at skabe struktur i opgaven ved at inddele opgaven i forskellige kapitler. Kapitel 1 indeholder indledningen og problemformuleringen. Kapitel 2 indeholder teorien og metoden, der er benyttet til at skrive opgaven. Kapitel 3 indeholder selve analysen, her er der tale om den samlede analyse. Den indeholder den strategiske analyse, regnskabsanalysen, budgetteringen og selve værdiansættelsen. Til sidst i kapitel 4, vil der være en diskussion af værdiansættelsesmetoden som er valgt i opgaven. Kapitel 4 afsluttes med en konklusion og perspektivering.

2.2 Afgrænsning

Hovedopgaven afgrænses, så det er muligt at opnå en konkret beskrivelse og analyse af problemformuleringen der er stillet, samt for at kunne besvare undersøgelsesspørgsmålene.

Der er til opgaven ikke blevet indsamlet data direkte hos Royal Unibrew i form af interviews eller spørgeskemaer. Der er kun benyttet offentligt tilgængelige data, som alle vil have adgang til. Her menes der data som avisartikler, hjemmesider og selskabets egne rapporter.

I denne hovedopgave vil der afgrænses til at bruge det seneste fulde regnskab fra Royal Unibrew, som på nuværende tidspunkt er regnskabet for 2019. Til den regnskabsmæssige nøgletalsanalyse vil der blive kigget fem år tilbage, hvor hovedtallene fra de tidligere regnskaber bruges. Alt ud over hovedtallene i de sidste regnskaber vil ikke blive benyttet.

I forbindelse med data fra aktiehistorik som skal benyttes til udregning af beta, vil der blive brugt data frem til d. 1/4 – 2020. Der vil blive benyttet data fra C25 indekset og MSCI Europa. Ved MSCI Europa, vil der være udtaget få datoer, som skyldes danske helligdage. Derfor kan der være små misvisninger i dag til dag udsving i få perioder i tallene. Der er dog nødt til at tage hensyn til dette for at kunne få et korrekt match mellem Royal Unibrew og MSCI Europa. I opgaven vil der blive sammenlignet med aktiekursen for Royal Unibrew pr. 1/4 -2020.

I opgaven vil der ikke blive gennemgået en større analyse af de enkelte produktsortimenter. De vil derimod betragtes som en helhed på de forskellige markeder. Dette skyldes at processen i at skulle

analysere de forskellige sortimenters bidrag til værdien af selskabet, ville være for omfattende at udarbejde i denne opgave.

2.3 Teori og metode

Dette afsnit benyttes til at beskrive den fremgangsmåde der har været anvendt til at indsamle data, samt hvilke modeller og teorier der er benyttet igennem opgaven.

Dataindsamling

For at kunne danne et godt grundlag til opgaven og for at kunne udregne en realistisk værdi af Royal Unibrew, er der indsamlet data fra forskellige kilder. Først og fremmest er der indhentet data fra Royal Unibrews egen hjemmeside. Her er der hovedsageligt benyttet regnskabsrapporter, som giver et godt indblik i strategien i virksomheden, samt sikre det adgang til den fulde uddybning af deres nøgletal. Det er dog nødvendigt at forholde sig kritisk til regnskabsrapporter samt informationer fra deres hjemmeside, eftersom disse er udarbejdet af Royal Unibrew selv.

Ud over dataindsamling fra Royal Unibrews hjemmeside, er der yderligere benyttet tredjepartsartikler til indsamling af viden om historien om Royal Unibrew, samt yderligere statistikker der benyttes i analysen. Igen her er det vigtigt at vurdere hvem der har lavet disse oplysninger, for at sikre at informationerne er valide.

Gennemgang af virksomhedsbeskrivelsen

Virksomhedsbeskrivelsen er skrevet på baggrund af indsamling af viden fra artikler på internettet. Dette er gjort så der kunne dannes et overblik i virksomhedens historie, og på den måde har det været muligt at komme ind på en kort og grundig beskrivelse af virksomheden. Der er i dette afsnit også benyttet viden fra Royal Unibrews årsrapport for at kunne beskrive den nuværende strategi, og for at kunne give et overblik over virksomhedens produkter samt hvilke markeder de sælger deres produkter på.

Modeller til analysen

I dette afsnit vil der blive beskrevet hvilke modeller der er indgået i analysen af opgaven. Til start vil modellerne fra den strategiske analyse blive gennemgået. Herefter vil modeller og metoder fra regnskabsanalysen blive gennemgået. Til sidst vil modeller til værdiansættelsen blive gennemgået.

Målet med valget af modellerne er at kunne danne det bedste overblik over den strategiske side af virksomheden. På den måde kan man udlede, hvad virksomheden er god til og hvor de måske har et udviklingspotentiale. Modellerne skal også kunne danne et grundlag for hvad virksomheden i fremtiden skal have fokus på. Dette skal kunne være med til at give et overblik i hvordan det kan påvirke virksomheden økonomisk. Ud fra denne viden kan det bringes videre til budgettet som skal udarbejdes til værdiansættelsen.

PESTEL modellen er den første model der vil blive brugt i den strategiske analyse. PESTEL modellen benyttes for at kunne lave en dybdegående analyse af virksomhedens omverden. Modellen giver adgang til flere områder i virksomhedens omverden, som politiske faktorer, økonomiske faktorer osv. Modellen er med til at kunne skabe et overblik over, hvilke faktorer der kan påvirke virksomheden udefra.

Der er i modellen valgt at tilføje et ekstra område, som normalt ikke indgår i modellen. Grundet den nuværende verdenssituation med en igangværende pandemi, er området Pandemi tilføjet. Det er tilføjet i denne model da det ses som en udefrakommende faktor. Området kommer til at dække over eksogene chok generelt. Dette bliver gennemgået for at kunne vise hvad virksomheden i fremtiden vil kunne blive ramt af, hvis der kommer nye eksogene chok.

Der skal dog gøres opmærksom på at de analyserede faktorer er udvalgt specifikt til at analysere værdien af selskabet. Dette betyder at det udelukkende er faktorer, der synes relevante i denne sammenhæng, som bliver behandlet. Alle unødvendige faktorer er derfor blevet udeladt i denne sammenhæng. Denne model er en selvstændig model og resultatet afhænger af de områder, der vælges til modellen.

Næste model i analysen er **Porters Five Forces**. Denne model benyttes til at kunne give et indblik i konkurrencen på markedet, som virksomheden operere i. Modellen giver indblik i truslen fra kunderne, leverandører, substituerende produkter og potentielle indtrængere. Her skal lægges vægt på der er tale om at det endelige resultat kun kan bruges som et estimat af konkurrencesituationen, da der kan være faktorer som er overset. Det skal dertil siges at modellen ikke er bakket op af nogle markedsanalyser, som kunne være relevante for at kunne have en stærkere konklusion på resultatet af modellen.

Modellen herefter er **Porters Generiske strategier**. Denne model giver indblik i hvilken strategi virksomheden med fordel bør udnytte. Den beskriver herved også, hvilke fordele der er for strategien, som de kan benytte sig af. Modellen benyttes i forbindelse med værdiansættelsen, da den kan give et billede af hvor stærk virksomheden er i forhold til at kunne drive forskellige strategier.

Sidste model til denne analyse er **SWOT-modellen**. Modellen har til formål at sammenholde resultaterne fra de første gennemgåede modeller, for at kunne skabe et klart overblik fra den strategiske analyse.

Regnskabsanalyse

Til regnskabsanalysen er der først blevet foretaget en reformulering af balancen og resultatopgørelsen. Her er teori fra Ole Sørensen's "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" benyttet. Reformuleringer foretages for at kunne fremfinde de enkelte "Value Drivers" i regnskabet. Som nævnt i afgrænsningen er der taget udgangspunkt i de seneste fem regnskabsår. På baggrund af reformuleringen er der gennemgået en rentabilitetsanalyse. Denne tager udgangspunkt i nøgletal fra Dupont pyramiden. Disse nøgletal gennemgås for at danne et overblik over den udvikling, virksomheden har haft i analyseperioden.

Regnskabsanalysen er også med til at danne et bedre grundlag for de forudsætninger der stilles i budgettet, som bruges til den endelige værdiansættelse.

Budgettering

Dette område i opgaven har stor betydning for resultatet af den samlede opgave. Forudsætningerne i budgettet skal laves på baggrund af den indledende strategiske analyse samt regnskabsanalysen. Det er vigtigt at der tages højde for at forudsætningerne er antagelser, som er dannet på baggrund af den viden der er dannet ved at udarbejde analysen forinden. Dette stiller krav om at der foreligger en grundig diskussion af forudsætningerne i budgettet og de valgte data.

Teorien der er fulgt, kommer fra Ole Sørensens bog, som også er benyttet i regnskabsanalysen.

Værdiansættelse

Værdiansættelsen af selskabet bliver foretaget ud fra en DCF-model. DCF-modellen kan laves på baggrund af det fastsatte budget som er nævnt ovenfor. I budgettet er der fundet virksomhedens frie Cash Flow. DCF-modellen foreskriver, som navnet antyder at, Cash Flow skal tilbagediskonteres. Tilbagediskonteringen sker ud fra en fremfundet WACC, som er virksomhedens gennemsnitlige omkostninger fratrukket den evige forventede vækst. Her er det i opgaven vigtigt at WACC fastsættes med stor forsigtighed, da denne kan have stor betydning for den endelige værdiansættelse.

I afsnittet om WACC, vil der samtidig blive fundet virksomhedens kapitalstruktur, ved udregning af værdierne for egenkapital og fremmedkapital. Afkastkravene til både egen og fremmedkapital vil ligeledes blive fundet, da disse er med til at udregne WACC. Der vil samtidigt blive gennemgået, hvilken betydning de forskellige faktorer har for modellen.

Til værdiansættelsen vil der blive udregnet en fair value af aktieprisen.

Følsomhedsanalyse og scenarieanalyse

Der vil efter værdiansættelsen blive udført en følsomhedsanalyse, for at kigge nærmere på hvor følsom værdiansættelsen er i forhold til ændringer i faktorer som påvirker WACC. Der vil i samme omfang blive lavet en scenarieanalyse, som skal være med til at kunne skabe en konklusion for den endelige prisfastsættelse og dens følsomhed.

2.4 Virksomhedsbeskrivelse

I dette afsnit vil jeg komme med et indblik i virksomheden Royal Unibrew. Der vil blive lagt fokus på historien i virksomheden, koncernens sammensætning og de markeder, som virksomheden operere i. Der vil også kort blive kommenteret på selskabets nuværende position på det danske aktiemarked.

Historien

Royal Unibrew blev dannet i 1989 ved fusionen af Faxe Bryggeri A/S og Jyske Bryggerier A/S. I 1992 blev virksomheden navngivet til Bryggerigruppen A/S, indtil 2005 hvor de fik deres nuværende navn Royal Unibrew A/S (www.denstoredanske.dk/Royal_Unibrew).

I 1998 blev virksomheden første gang børsnoteret på den danske fondsbørs. Børsintroduktionen var starten på en stor udvikling i virksomheden. Kort tid efter i 1999 blev eksporten i Baltikum øget. Dette startede med overtagelsen af AB Vilnius Taurus – et bryggeri i Litauens hovedstad Vilnius. To år senere fortsatte opkøbene, i denne omgang blev det til Litauens tredjestørste bryggeri Kalnapilis AB.

Ud over dette havde virksomheden også fokus på den danske forretning. I efteråret 2000 blev Albani bryggerierne en del af gruppen. Sammen med Albani gruppen, fik Royal Unibrew endnu et medlem Maribo bryghus som Albani havde overtaget i 1997(www.drikkeabc.dk/49/royal-unibrew-bryggeri).

I august 2002 indgik Royal Unibrew et samarbejde med Heineken om salg og distribution af Heineken øl på dåse i Danmark. Samarbejdet blev set, fra ledelsens synspunkt, som en væsentlig konkurrencefordel, eftersom at Heineken komplementerede virksomhedens egne produkter og dermed kunne give adgang til salgssteder, hvor bryggeriets produkter i dag ikke er distribueret (<http://investor.royalunibrew.com/static-files/>). Royal Unibrew indgik yderligere et samarbejde med PepsiCo i 2015 om at sælge deres produkter i bestemte markedsområder. Virksomheden fokuserer fortsat på opkøb af virksomheder, som kan styrke deres markedspositioner. Senest i 2018 gennemførte Royal Unibrew tre opkøb bestående af Terme di Crodo, Geyer Frères and Bev. Con ApS. I 2019 blev der foretaget yderligere opkøb bestående af Lorina, Bruce Ashley Group (BAG)

(Uddrag af årsrapport 2019, s. 17). Disse opkøb skal være med til at kunne styrke virksomhedens markedspositioner.

Royal Unibrew er en ledende regional drikkevarevirksomhed på en række markeder i Nordeuropa, Italien, Frankrig og på internationale markeder for malt drikke (Uddrag af årsrapport 2019, s. 4). Virksomheden havde i 2019 en nettoomsætning på 7.692 DKK mio. hvilket svarer til en stigning på 5% i forhold til året før. Virksomheden oplever desuden en stigning i deres EBIT på 10% (Uddrag af årsrapport 2019, s. 5). Det viser også at virksomheden fortsat er i fremgang.

2.5 Royal Unibrew strategi

Beskrevet i årsrapporten for 2019 er strategien for Royal Unibrew, fortsat at være en stærk regional drikkevarevirksomhed på udvalgte kernemarkeder, og på øvrige markeder at etablere og udvikle stærke nichepositioner (Annual Report 2019, S. 13). Den nuværende strategi har været med til at forbedre indtjeningsevnen og det frie Cash Flow.

Den overordnede strategi – kort beskrevet

Royal Unibrews overordnede strategi er fortsat at være en stærk, regional leverandør af multi-beverages på udvalgte kernemarkeder og at etablere og cementere solide nichepositioner udenfor kernemarkederne. Eksekveringen af strategien har resulteret i en løbende forbedring af indtjeningsevnen, indtjeningsmarginer og det frie Cash Flow (Uddrag af årsrapport 2019, s. 13).

Royal Unibrew forsøger at skabe vækst gennem to supplerende strategier, herunder:

- 1) At være en stærk drikkevarevirksomhed på vores kerne- markeder og udbyde en bred portefølje, der er relevant for forbrugere og kunder (Uddrag af årsrapport 2019, s. 13)
- 2) At etablere førende og skalerbare nichepositioner gennem en kombination af lokalt forankrede brands og unikke eksportprodukter (Uddrag af årsrapport 2019, s. 13)

Målsætningen med virksomhedens nuværende produkter og licensprodukter, er at opnå ledende positioner på de markeder eller segmenter, som virksomheden opererer i. I de kommende år vil der være fokus på at styrke salgs- og marketingsindsats samt at udnytte den brede produktportefølje på tværs af markederne med henblik på at kunne styrke markedspositionerne. De forsøger også at øge den samlede forretningsvolumen, og dermed sikre værdien af produktporteføljen på lang sigt. Strategien er designet til at tage hensyn til at Royal Unibrew opererer i markeder, hvor forholdene og dynamikken er forskellige (Uddrag af årsrapport 2019, s. 13)

Hovedelementerne i strategien er illustreret nedenfor:

Figur 2: Hovedelementer i strategien



Produkter

Royal Unibrew har to bryggerier i Danmark, som producerer øl og læskedrik 24 timer i døgnet. Disse ligger placeret i henholdsvis i Odense og Faxe. På nuværende tidspunkt leverer Royal Unibrew 213 mio. liter øl og læskedrik om året. Der findes over 400 aktive varenumre i sortimentet. Royal Unibrew er i dag landets andenstørste bryggeri (www.royalunibrew.dk/om-royal-unibrew/).

Royal Unibrew dækker mange forskellige brands. De har i dag Royal Beer, som er Danmarks tredjestørste ølmærke, Royal Økologisk, som i dag er Danmarks største økologiske ølmærke og var den første økologiske øl på markedet samt Albani Mosaic IPA, som er Danmarks største IPA ølmærke. Herudover også Faxe Kondi, som er Danmarks største Lemon-Lime Sodavand og desuden mange flere (www.royalunibrew.dk/brandportefolje/). Udover disse kendte brands tilbyder de licensbaserede internationale brands fra PepsiCo og Heineken (Annual report 2019, side 4). Deres brands inddeles i tre hovedkategorier: Craft og Special øl brands, Premium/Super Premium Brands og Mainstream brands. Nettoomsætningen pr. brandsegment i 2018 var opdelt således: Craft og Special øl brands stod for 3% af nettoomsætningen, Premium/Super Premium Brands stod for 29% af nettoomsætningen og Mainstream brands for 68% som den klart største.

Markeder

Royal Unibrew har inddelt deres hovedmarkeder i tre geografiske områder, herunder:

Western Europe, som består af Danmark, Tyskland, Italien og Frankrig. Dette område stod for 48% af nettoomsætningen i 2019 for Royal Unibrew, og derfor er det også det største marked, som virksomheden befinder sig i. I 2019 steg volumen i dette marked med 6% (Annual Report 2019, side 30).

Baltic Sea, som består af Finland og de Baltiske lande (Litauen, Letland og Estland). Baltic Sea udgjorde 43% af Royal Unibrews nettoomsætning i 2019, og er dermed det andenstørste marked på nuværende tidspunkt. I 2019 faldt volumen med 3%, forårsaget af en lavere aktivitet af kampagner i Finland.

International, det sidste hovedmarked. Det har førhen haft navnet "Malt Beverages and Exports". Det består af eksporten ud af Danmark samt licenssalg. Dette område står for ca. 9% af nettoomsætning. Volumen i dette marked steg med 19% i 2019.

Royal Unibrew koncern

Royal Unibrew er et børsnoteret aktieselskab. Det er listet på Nasdaq Copenhagen A/S. Royal Unibrew indgår i det danske C25 Large Cap index, som består af de 25 største selskaber i Danmark. Virksomheden ejer 2% af aktierne i udgangen af 2018, og har gennem 2018 tilbagekøbt aktier for omkring 400 millioner kroner.

Aktiekursen

Aktiekursen for Royal Unibrew, har været meget omtalt i medierne de seneste mange år. Dette skyldes deres meget positive udvikling på markedet. Udviklingen de seneste 5 år kan ses nedenfor, som frem til d. 1. april og fem år tilbage har haft en udvikling på 94,94% (<https://www.nordnet.dk/aktiekurser-royal-unibrew>).

Figur 3: Aktiegraf



Udviklingen i kursen kan skyldes de seneste års vækst samt den positive udvikling i omsætning. Det store kursfald i 2020 skyldes den igangværende pandemi, som verden er ramt af.

Kapitel 3: Analyse

3.1 Strategisk analyse

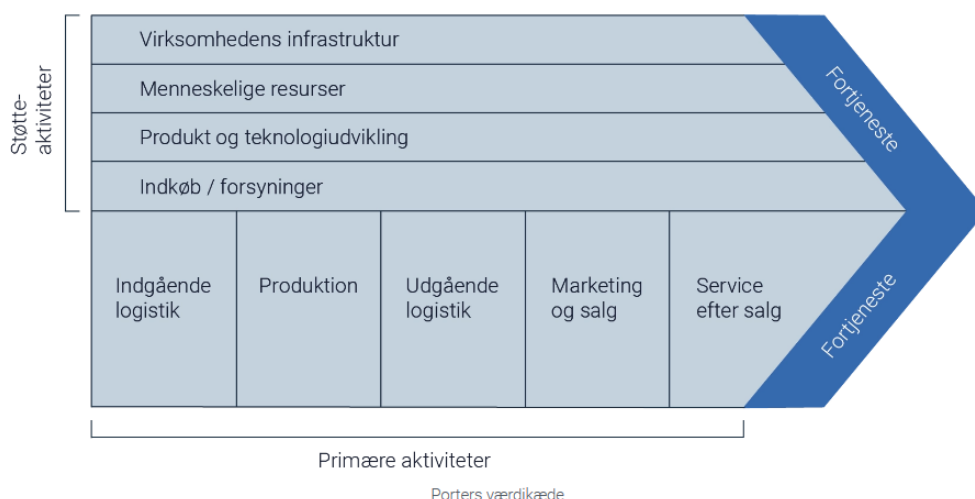
I denne del af opgaven vil der blive lagt fokus på udvalgte strategiske analysemodeller, som skal være med til at belyse forhold, som kan have indflydelse på virksomhedens værdiansættelse. Analysen vil indeholde områder, der kan belyse deres interne og eksterne omverden. Til sidst vil konklusionerne fra analysemodellerne blive samlet i en SWOT-analyse.

3.1.1 Værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen er en intern analyse, som gennemgår alle interne aktiviteter. På denne måde kan det identificeres, hvor virksomheden opnår konkurrencemæssige fordele, samt hvor virksomheden mangler optimering. Ved en strømlinet værdikæde kan det hjælpe virksomheden til at skabe en bedre indtjening. En optimal værdikæde betyder at der er fuld kontrol over alt fra logistik til ledelse af personelle ressourcer. En god værdikæde kan også give muligheder for skalering af produkter. En værdikæde består af to dele, primære aktiviteter og støtteaktiviteter. Disse områder vil nu blive gennemgået.

Nedenstående ses et billede af værdikæden:

Figur 4: Værdikæde



(<https://dinero.dk/ordbog/vaerdikaede/>)

Primære aktiviteter

De primære aktiviteter er de aktiviteter som er direkte berørt af fremstillingen og leveringen af produktet.

Indgående logistik

Da Royal Unibrew er en produktionsvirksomhed er det her vigtigt at virksomheden hele tiden er opdateret med de bedste processer i forhold til indhentning af købte råvarer, samt opbevaring af disse efterfølgende. Denne proces er forholdsvis simpel for virksomheden og det er derfor ikke i dette område der ville kunne ændres ved mange ting som kunne skabe en konkurrencefordel for Royal Unibrew.

Produktion

Royal Unibrew er som nævnt en produktionsvirksomhed og vil derfor have store dele af deres omkostninger forbundet ved dette område. Derfor er det netop dette område der kan skabe en konkurrencefordel. Her er der især tale om en vigtighed i at have de bedste produktionssystemer. Dette er netop vigtigt grundet to store områder. Produktionen har stor betydning for den samlede omkostning og derfor har den betydning for den endelige indtjening. Jo mindre omkostningen er i produktionen af deres produkter, jo større bliver deres indtjening. Det er desuden også vigtigt at de bruger de seneste moderne løsninger her, som også er med til at reducere det miljømæssige fodaftryk. Dette har stor betydning eftersom virksomheden i 2019 indgik et samarbejde med FN i forbindelse med verdensmålene.

Ifølge regnskabet var der også sket investeringer i dette område i 2019. Her blev der udskiftet filtre til ølproduktion, installeret nyt opfyldningssystem som optimerer kvaliteten og desuden også en ny pakkemaskine. Disse nye investeringer er både med til at minimere de løbende omkostninger og opretholde nye miljøkrav, som kunder kan have stor efterspørgsel efter.

Udgående logistik

Her tænkes der på aktiviteter, som vedrører områder som distribution til kunderne. Her er det vigtigt at man har effektive systemer, der sender de færdigt producerede varer ud til kunderne. Kunderne vil også i disse områder forvente at kunne modtage købte varer hurtigt og effektivt.

I dette område optimerede Royal Unibrew også deres forretning med ny innovativ teknologi, som resulterer i optimering af distributionen af varerne (Uddrag af årsrapport 2019, s. 14)

Marketing og salg

Dette område indebærer den viden som kunderne får, og er den information de modtager for at blive opmærksomme på produkterne. Her er der tale om et område som også har haft stor fokus hos Royal Unibrew. Der kan aflæses i regnskabet at EBIT er blevet påvirket positivt, som følge af investering i salg og marketing af produkterne i virksomheden (Uddrag af årsrapport 2019, s. 24)

Det er vigtigt hele tiden at være synlig i markedet når der er tale om et marked med stor konkurrence. Der kan også læse gennem regnskabet at Royal Unibrew har haft fokus på at investere mere i deres marketing og salgskanaler i alle de markeder, som de opererer i (Uddrag af årsrapport 2019, s. 13).

Royal Unibrew har også haft fokus på markedsføring ved store events som festivaler, som er med til at kunne skabe opmærksomhed om deres produkt. De har også sponsoreret den store arena i København, Royal Arena, som i dag er hjemmebane til mange store events, som shows og koncerter.

Service

Her er der tale om service og vedligeholdelse af produkter. Her kan der være tale om de løsninger de leverer til barer og festivaler. Her sætter Royal Unibrew stort fokus på hele tiden at kunne levere en god service. Dette kræver en del investering fra Royal Unibrew da de på dette område hele tiden udvider deres markedsområde. Eksempelvis har de senest indført et nyt vægtapningssystem som kan opsættes i barer rundt i verden. De har i 2019 opsat over 100 af disse systemer (Annual Report 2019, s. 78).

For at kunne vedligeholde en god service er det vigtigt at de har optimale interne processer der kan optimere denne proces. Derfor har virksomheden haft fokus på at have et stærkt CRM-system som kan indeholde samtlige data om deres erhvervskunder og dermed sikre en effektiv behandling af disse kunder. Der nævnes i regnskabet at investeringen i et nyt CRM-system og e-kontrakt system har givet dem muligheden for at kunne arbejde tættere med deres kunder, og på den måde opnå en højere kundetilfredshed (Uddrag af årsrapport 2019, s. 19).

Dette kan være med til at skabe en konkurrencemæssig fordel. Dette betyder at de har et internt set up, der gør det muligt for dem at vækste og skalere deres forretning.

Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteterne er aktiviteter som ikke er direkte i berøring med produktionen. Som navnet antyder, så er det aktiviteterne der støtter de primære aktiviteter. Derfor er støtteaktiviteterne også meget vigtigt for at sikre at de primære aktiviteter glider uden problemer.

Virksomhedens infrastruktur

Dette område vedrører og skal understøtte alle andre aktiviteter i virksomheden. Dette område indebærer beskrivelse af strukturen i virksomheden med økonomisystemer og den generelle drift af virksomheden.

Dette er et vigtigt område for virksomheden, da det er essentielt at virksomhedens infrastruktur er strømlinet og undgår mindst mulig støj. Hvis der ikke er klare retningslinjer for, hvordan den generelle drift udføres, kan det skabe udfordringer hele vejen rundt i forretningen. Har virksomheden ikke et godt internt økonomisystem, kan det være svært at fremfinde områder, der muligvis kan optimeres. Hvis der ikke er klare forretningsgange i forhold til udførsel af den daglige drift, kan det skabe problemer med hele processen fra produktionen til salget af produktet.

Derfor er dette område tæt forbundet med de primære aktiviteter, og det har stor betydning at virksomheden har den mest mulige optimale infrastruktur, så det ikke forhindrer de primære aktiviteter, men i stedet forbedre og optimere de primære aktiviteter.

Menneskelige resurser

Dette område omhandler HR området i virksomheden. Det handler om vigtigheden i at have de rigtige ansatte i virksomheden. Dette område sætter Royal Unibrew stort fokus på. Der nævnes i regnskabsrapporten at det er vigtigt for virksomheden at have de rigtige ansatte (Uddrag af årsrapport 2019, s. 14). Hvis virksomheden skal leve op til deres strategiske mål og kunne navigere i hastigt forandrende markeder, kræver det at de har den mest optimale arbejdsstyrke. Royal Unibrew forsøger derfor også at skabe en god kultur i virksomheden, som skal være med til at fremme talent og den samlede faglighed.

Ved at have den optimale arbejdsstyrke, kan man sikre en høj effektivitet i udarbejdelsen af produkterne, samt sikre at den videre salgsproces foregår optimalt. Dette kan også skabe en konkurrencefordel for Royal Unibrew.

Teknologisk udvikling

Dette område vedrører specielt produktionen af produkterne. Der er i afsnittet om produktionen nævnt at der i 2019 var gennemført investeringer til deres maskiner.

Dette område er specielt vigtigt for Royal Unibrew for at kunne være konkurrencedygtige i markedet. I regnskabet er der også beskrevet under deres strategi at de løbende kigger på optimering af deres drift, og samtidigt hvordan de løbende kan minimere deres miljømæssige belastning (Uddrag af årsrapport 2019, s. 14).

Det endelige mål for virksomheden i dette område er at kunne sikre en bæredygtig og fleksibel forretningsmodel, som i sidste ende skal være med til skabe værdi for Royal Unibrew og deres aktionærer.

Indkøb

Indkøb vedrører alt indkøb til virksomheden, både til produktionen, men også til den daglige drift i de afdelinger og lagre som virksomheden driver. Her er tale om valget af de bedste leverandører og valget af de bedste indkøbsproducenter. Derfor er det vigtigt at virksomheden har fokus på en optimal proces for indkøb for at kunne minimere omkostningerne. Det er generelt her, at der kan optimeres en del i forhold til virksomhedens samlede omkostninger.

Konklusion på værdikædeanalyse

Det kan konkluderes at en optimal værdikæde for Royal Unibrew, er en meget vigtig prioritet for virksomheden. Har de ikke de optimale forretningsgange til driften kan det skabe en ineffektivitet til produktionen. Har de ikke de nyeste og bedste produktionssystemer, kan det både påvirke effektiviteten af produktionen, men det kan også have en højere omkostning ved at producere produkterne.

Det er specielt vigtigt for Royal Unibrew at have en solid værdikæde, da de fortsat forsøger at skabe vækst, og de fortsat ønsker at foretage opkøb af nye virksomheder, og dermed indtræde på nye markeder. Ved en solid værdikæde kan de derfor hurtigt optimere nye forretninger på nye markeder og derfor opleve en hurtigere forbedret indtjening i disse områder.

Der er aflæst i regnskabet at virksomheden generelt har stort fokus på løbende optimering, hvilket fortsat bør være en stor prioritet for virksomheden, da de hurtigt kan miste konkurrencefordele hvis de ikke har den fleksible forretningsmodel, som de selv ønsker at have.

3.1.2 PESTEL/P – Eksogene chok

PESTEL modellen benyttes i analysen til at undersøge forskellige forhold i virksomhedens omverden, som kan have indflydelse på værdiansættelsen.

Grundet den seneste udvikling i COVID-19, er der anført et nyt område til PESTEL modellen kaldet Pandemi/Eksogene Chok. Dette er tilføjet for at beskrive konsekvensen af en eventuel pandemi, som den nuværende ny coronavirus, samt eventuelle fremtidige pandemier, eller andre former for eksogene chok.

Politiske faktorer

Politiske faktorer der spiller ind på virksomheder, kan variere meget fra land til land. Derfor bør de nøje indgå i virksomheders overvejelser om hvorvidt man bør indtræde på diverse markeder. De politiske faktorer spiller en helt central rolle i et dynamisk samfund, og er derfor en ting man som virksomhed bør være meget opmærksom på.

Royal Unibrew kan være meget udsat overfor politiske faktorer. Her er også tale om et område som kan påvirke dem løbende med meget kort varsel. De største politiske faktorer, som påvirker Royal Unibrew, kan være ændringer og tiltag af afgifter på deres produkter i de markeder, hvor de distribuerer deres varer. Dette kan have en negativ betydning da de ikke kan skabe det samme overskud fra deres salg som de førhen har kunne skabe.

Royal Unibrew befinder sig også på et område som er meget fremme i medierne, både i forhold til salg af alkohol men også læskedrikke. Når disse områder fylder meget i medierne, kan det betyde at politikere ser mulighed for at foretage ændringer inden for disse områder, for at kunne opretholde eller skabe gode meningsmålinger. Men dette marked er ligesom tobaksmarkedet ikke ulovligt, selvom det kan være sundhedsskadeligt, så derfor er det op til de enkelte politikere, hvorvidt der skal indføres lovgivning eller restriktioner. Et eksempel på en negativ effekt af dette kan være at der bliver indført lovgivning omkring bredere information af deres produkter, for at kunne beskytte forbrugerne af produktet.

På nuværende tidspunkt ses der påvirkning af andre politiske faktorer i negativ form, i det baltiske område. Der nævnes i deres markedsforventning for 2020 i de baltiske lande, at de forventer at presset bliver hårdt grundet en stigning af skatter samt salgsrestriktioner (Annual Report 2019, s. 35). Dette kan betyde at omsætningen på dette marked står overfor en usikker fremtid i forhold til den fremtidige indtjeningsforventning på det baltiske marked.

Politiske faktorer betyder dog ikke kun negative ting, men kan derimod også være positivt for en virksomhed. Som for eksempel har man i Danmark nedsat selskabsskatten fra 25% til 22%. Dette gør det mere fordelagtigt at drive forretning i Danmark, da de i sidste ende kan ende med et større

overskud, som følge af den lavere skattebetaling. Samtidig kan man se at afgiften på ren alkohol har set et fald fra 2013 frem til 2019 (www.bryggeriforeningen.dk/afgiftssatser/).

Økonomiske faktorer

Under økonomiske faktorer vil der være tale om forhold som konjunkturer, ændring i valutakurser og finansielle risici.

Konjunktur ændringer

Konjunktur ændringer for Royal Unibrew kan påvirke virksomheden forskelligt ud fra deres forskellige markedsområder. Her menes der at der omtales ofte at øl bliver købt i alle former for konjunkturer. Dette betyder at hvis dette passer, så vil deres normale "billigere" brands blive solgt, uden de større udfordringer. Dog vil deres nichemarkeder have stor risiko for at blive ramt negativt. Får man en reduktion i sin indtægt, er det måske ikke specialøl, som ville stå øverst på indkøbslisten. Påvirkningen af konjunkturændringer kan dog have meget forskellig effekt. I negativ form, vil det afhænge af hvor hårdt økonomien rammes og om der er tale om recessionsscenarier, som vil have hård negativ påvirkning på forbruget i markedet, da folk risikerer at miste deres arbejde.

Der kan dog også være positive effekter af ændringer i konjunkturen. Ved højkonjunktur vil folk have større indtjening og dermed et højere forbrug. Dette vil i sidste ende kunne skabe en højere omsætning for Royal Unibrew, da virksomheden vil få afsat flere af deres produkter.

Finansielle risici

Finansielle risici kan vedrøre den udenlandske indtjening for Royal Unibrew. Her menes der bestemt valutarisiko, som kan have betydning når virksomheden skal veksle deres udenlandske indtjening om til danske kroner. Royal Unibrew oplyser i deres regnskab (Årsrapport s. 95) at de ikke laver afdækning af langsigtet valutaudsving, som de kunne have benyttet sig af via finansielle instrumenter. Dette kan betyde udsving i indtjening ved større valutakurs ændringer, fra deres udlandsindtægter.

Royal Unibrew kan være påvirket af renteændringer i forhold til finansiering, som de har gennem realkreditinstitutter og kreditinstitutter. Dette kan være med til at påvirke virksomhedens Cash Flow i negativ retning. Dog kan det også have den modsatte effekt. Udover dette har vi det seneste år set en større udvikling af renteændringer på indlån, som kan påvirke Royal Unibrew, hvis de har større kontante beløb stående i banken.

Social /kulturelle faktorer

Royal Unibrew er meget afhængige af deres kunder, og derfor har sociale og kulturelle faktorer en meget stor betydning for virksomheden. Dette skyldes at ændringer i dette område kan ændre behov og efterspørgsel hos deres kunder.

Royal Unibrew er meget afhængige af at kunne sælge deres varer på festivaler og andre lignende events, og derfor er det vigtigt at de ved hvad deres forbrugere ønsker, da det er altafgørende på markedet, som de befinder sig i. De sociale og kulturelle forhold har ændret sig meget over de seneste år, og dette ændrer sig stadig meget. Eksempelvis er det blevet meget populært at drikke alkoholfri øl samt læskedrikke uden sukker eller med lavt sukkerindhold. Man ser også løbende kampagner i lande som Danmark, som sætter fokus på at man skal nedsætte indtaget af alkohol. Desuden er der hele tiden fokus på at vi som forbrugere ikke skal drikke usunde drikke, som sodavand eller energidrikke med sukker, eller andre usunde midler. Kunderne har i de seneste år fået en større magt, ved at kunne forvente at virksomheden udbyder et specifikt produkt så de kan opfylde deres behov. Derfor er det vigtigt at virksomheden kan omstille sine produkter til at følge med denne ændring. Der er yderligere en stigning i efterspørgsmål for økologiske produkter, hvorfor dette også kan resultere i en ny type efterspørgsel af fremtidens produkter.

Royal Unibrew sætter også fokus på dette område i deres strategi, hvor de nævner at de skal være innovative og de skal kunne eksekvere på dette område. Det kan have en større risiko for virksomheden, hvis de ikke kan omstille sig ny efterspørgsel på markedet, og de kan derfor miste større omsætning på dette (Uddrag af årsrapport 2019, s. 14).

Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer omhandler at en virksomhed er opdateret i forhold til udviklingen i teknologi i deres marked. Er man ikke det kan man miste omsætning, da man ikke kan følge med efterspørgslen hos ens kunder.

Det kan samtidig betyde, at hvis en virksomhed følger med i teknologiens udvikling, så kan de fortsætte med at forbedre deres effektivitet, og på den måde optimere deres forretning. Her kan der være tale om hele tiden at have de mest effektive produktionsanlæg samt processer, som kan skabe en solid og effektiv værdikæde. Ved at have skabt et stabilt og sikkert område i værdikæden inden for de primære aktiviteter, kan dette sikre store fordele for virksomheden. Det kan være med til at kunne skalere deres produkter hurtigt og effektivt, hvis de skulle blive mødt af en stigende efterspørgsel.

Det kan også have en stor betydning for virksomhedens evne til at øge deres vækst samt indtræde på nye markeder. Har man ikke en teknologi, der gør at man kan agere effektivt og hurtigt, kan det forsinke ens evne til at skabe overskud, som er meget vigtigt når man indtræder i et nyt marked.

Royal Unibrew har løbende udviklet deres digitalisering, og nævner også i deres regnskab at dette emne har haft et stort fokus. Det har været med til at skabe nye muligheder for virksomhedens kunder, samt øget kundeloyaliteten (Uddrag af årsrapport 2019, s. 19).

Miljømæssige faktorer

Dette område er et område med meget stort fokus i dag. Grundet klimamæssige udfordringer, har det fået befolkningen til at råbe op overfor alle store virksomheder. Det forventes i dag at alle virksomheder har stort fokus i specielt dette område. Hvis en virksomhed i dag ikke forsøger at imødekomme FN's klimaregler, kan det resultere i at forbrugerne fravælger deres produkter. Det skal dog pointeres at ikke alle kunder vil have denne holdning, men det synes nødvendigt at nævne, eftersom virksomheden oplever større fokus inden for dette område. Der kan også ses som eksempel at i regnskabet for 2018 var der ikke udpeget specifikke FN-mål, som Royal Unibrew bør leve op til. Men i regnskabet for 2019 har virksomheden nu gjort det tydeligt, hvad de ønsker at

understøtte. I regnskabet nævnes der netop, hvorfor de gør dette, samt hvilken betydning det har for virksomheden (Uddrag af årsrapport 2019, s. 31).

Inden for øl og læskebranchen sættes deres fokus på at produktionen ikke må være skadelig for klimaet i visse omfang. Ud over dette sættes der meget fokus på at produkternes indpakning, skal indeholde så lidt plastik som muligt, eller at der er benyttet meget genbrugeligt affald. En virksomhed som Royal Unibrew, som sælger alkohol og læskedrikke, vil i større omfang være tvunget til at have deres produkter pakket ind i plastisk, eller have plastikflasker. Derfor er det vigtigt at virksomheden har fokus på klimamæssige forhold ved produktion af deres produkter.

På grund af dette har Royal Unibrew har derfor også indført nye tiltag i 2019 indenfor dette område. I løbet af året har de defineret hvilke af FN's 17 verdensmål de skal sætte fokus på. De har også indgået en aftale med FN, for at imødekomme de ændringer der skal til for at de kan overholde de nye verdensmål, og på den måde blive en mere miljøvenlig virksomhed.

Lovgivningsmæssige faktorer

Her er der tale om alle regler og love, som virksomheden er underlagt. Der kan her være tale om ansættelseslovgivning på de forskellige markeder, som virksomheden distribuerer og producerer i. Der kan også være tale om forskellige alkohol- og læskedrikregler, de skal overholde når de producerer, sælger og markedsfører deres produkter. Her er det vigtigt at virksomheden hele tiden kan følge med i lovgivningen, da det kan have større økonomiske konsekvenser, hvis virksomheden ikke kan opretholde lovgivningen.

I modsætning til lovgivningen der bliver nævnt under de politiske forhold, er der her tale om lovgivning som allerede er bestemt i de forskellige områder i verden. Eksempelvis kan nogen lande have anderledes lovgivning i forhold til salg og markedsføring af produkter, end andre lande.

Pandemi / Eksogene chok

Dette område befinder sig normalt ikke i PESTEL modellen, men det synes alligevel relevant at inkludere, som følge af den nuværende verdenssituation.

Den nuværende dødelige virus, ny coronavirus, har påvirket verdenssamfundet som ingen havde forventet det. Royal Unibrew er nødt til at have en fuld beredskabsplan klar til eventuelle pandemier, eller andre eksogene chok i fremtiden. De er nødt til at operere meget hurtigt på at få oprettet dette på nuværende tidspunkt, hvis de ikke allerede har det.

Efter udviklingen af pandemien COVID-19, ses der alvorligt på, hvordan en sådan pandemi kan have indflydelse på en virksomhed som Royal Unibrew. På nuværende tidspunkt kendes den endelige økonomiske konsekvens endnu ikke. I starten af årsrapporten fra 2019, som er udgivet d. 10. februar, kommenteres der at man forventer at man kan følge markedet tæt og være klar på ændringer.

Dog havde ingen nok forventet at det skulle resultere i at ansatte skulle sendes hjem, grænser lukkes, og alle events i form af festivaler og koncerter lukkes. Dette kan få betydelig økonomisk konsekvens for Royal Unibrew.

Udfordringen ved pandemi eller eksogene chok, kan ikke kendes før det rammer markedet. Ved den nuværende situation påvirker det den daglige arbejdsgang ved at virksomhedens personale ikke kan møde op på deres arbejdspladser, som de normalt gør. Dette kan påvirke effektiviteten i arbejdet, for specielt dem der sidder på kontor. Det kan også påvirke produktionen negativt, da der ikke kan være lige så mange i produktionshallerne. Det påvirker samtidigt Royal Unibrew i forbindelse med deres salg på festivaler, og til events som i denne periode er totalt aflyst.

En anden form for eksogent chok kan være ting som råvareproduktion, som slår fejl. Dette kan betyde at virksomheden ikke kan opretholde den store produktion af deres produkter, ellers kan det betyde at de ikke kan indkøbe deres råvarer til normale priser, som i sidste ende vil betyde at deres indtjening vil falde.

Konklusion af PESTEL/P

Det kan konkluderes ud fra ovenstående analyse at Royal Unibrew i høj grad er påvirket af udefrakommende begivenheder og faktorer. Det konkluderes dog at virksomheden over en længere periode har haft stort fokus på at holde sig opdateret på alle faktorer, så de kan være klar til at foretage ændringer, samt ændre adfærd så de kan følge med i et hurtigt udviklende marked.

Den største udfordring for virksomheden i normale tilstande, vil vurderes til at være, at de hele tiden skal kunne følge med den hurtige adfærdsændring hos deres forbrugere, så de kan omstille sig deres behov. De politiske og lovgivningsmæssige faktorer påvirker også virksomheden løbende, men det konkluderes dog at virksomheden kan modstå disse ændringer uden større udfordringer. Jeg vil dog til sidst konkludere at deres største udfordring på kort sigt må vurderes at være den nuværende pandemi, som hurtigt spredes over hele verden.

3.1.3 Porters Five Forces

For at danne et overblik af konkurrencesituationen vil jeg til start benytte mig af modellen Porters Five Forces, som vurderer hvilke forhold der påvirker virksomheden på de forskellige markeder de befinder sig i, som overordnet helhed. Jeg vil i denne model forsøge at se på branchen som helhed og derfor ikke specificere til mindste detalje, hvordan de bliver påvirket direkte på de forskellige markeder.

Modellen tager udgangspunkt i fire områder, som hver er med til at danne et overblik over den generelle konkurrencesituation.

Potentielle indtrængere

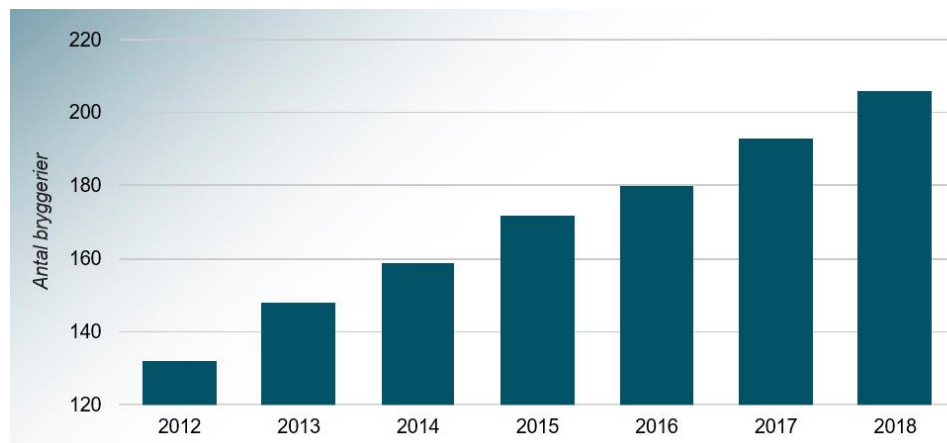
Inden for dette område er Royal Unibrew udsat lidt forskelligt alt efter hvilket produkt man kigger på. Hvis man kigger på deres større brands, som masseproduceres og sælger størst volumen, så vil disse have mindre risiko for konkurrence for potentielle indtrængere. For at kunne konkurrere mod deres store brands kræver det man har en større kapital til at opstarte en produktion, der kan skabe en høj volumen. Det kræver ligeledes et stort budget til at kunne markedsføre sig for at vinde markedsandele i dette marked. Der vil ligeledes være krav til at have visse stordriftsfordele generelt,

for at kunne kalde sig konkurrencedygtig inden for dette område. Derfor er der begrænset adgang til potentielle indtrængere på markedet for de masseproducerede brands.

Kigger man derimod på deres marked med deres nicheprodukter, vurderes der at være lavere indgangsbarrierer. Her er der tale om et marked med mindre volumen, og derfor kræver det ikke store produktionsanlæg eller distributionsenheder, at kunne lave disse produkter. Der ses også for Royal Unibrew at dette marked ikke er deres største. Dette kan også være fordi at det kan være svært at konkurrere i dette marked med så mange små udbydere af nicheprodukter. Derfor som kort sammenfatning er der begrænset adgang til potentielle indtrængere for deres mest solgte brand, men dog det modsatte når man kigger på deres nicheprodukter.

Hvis man ser på statistik for det danske marked, kan der via tal fra Bryggeriforeningen se at der er en stor udvikling i nye bryggerier i Danmark, hvilket i sidste ende må betyde at Royal Unibrew kan møde ny konkurrence inden for nogle produktkategorier (www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/).

Figur 5: Antal bryggerier



Note: Antallet gælder virksomheder, der har CVR-registrering, har fødevaregodkendelse samt har lanceret kommercielt tilgængeligt øl. Selv om en virksomhed brygger mere end ét sted, tæller den kun som ét bryggeri. Kilde: Beerticker

Leverandører

Her kan Royal Unibrew blive udfordret af en større forhandlingsstyrke hos deres leverandører. Dette skyldes at hvis man kigger på deres leverandører af råvarer så kan det være med til at påvirke deres profit på deres produkter. Dog kan der antages at så længe at der er masser af råvarer på markedet, vil dette ikke blive en udfordring. Dog vil det kun blive en udfordring, hvis man oplever mangel på

råvarer. Det kan også være en udfordring, hvis Royal Unibrew ikke er i stand til at forhandle gode aftaler med leverandører, som skal levere deres råvarer. Her kan det være en fordel at have stordriftsfordele. Men har man ikke dette kan man også blive påvirket negativt, da leverandørerne ikke vil stille en billig pris, som de gør til de virksomheder der køber store mængder råvarer hos dem. Det vurderes at Royal Unibrew har en vis forhandlingsstyrke, da de ofte vil skulle bestille større mængder på en gang, og derved kan forhandle sig til fordelagtige priser, og de driver dermed fordel af at have stordriftsfordele.

I forhold til leverandører i form af virksomheder som benyttes til at fragte varer, vurderes her at være en meget lille forhandlingsstyrke hos virksomhederne som hjælper Royal Unibrew med denne service. Dette skyldes at der findes mange leverandørvirksomheder og fordi at Royal Unibrew også kan have deres egne lastbiler, som kan levere produkterne.

Derfor vurderes der generelle lave forhandlingsstyrker hos deres leverandører i en normal verden med normale mængder råvarer.

Kunder

Royal Unibrew er en virksomhed, som har kunder globalt i hele verden. De har både private kunder og erhvervskunder. Jeg vurderer, at der generelt er tale om en gruppe der har en høj forhandlingsstyrke. De private kan meget nemt fravælge deres produkter frem for et andet lignende mærke som er på markedet. Som analyseret tidligere, og som Royal Unibrew også selv nævner i deres regnskab, har de en kundebase som hele tiden ændrer sig og får nye behov. Derfor er det vigtigt at Royal Unibrew hele tiden følger med deres kunders behov og forsøger at imødekomme dem så meget som muligt, så de ikke vælger konkurrenterne frem for dem. Dette giver specielt de private kunder en stor forhandlingsstyrke. Erhvervskunderne, som kan større virksomheder, der sælger produkterne videre på festivaler eller til arrangementer, vil ligeledes have en betydelig forhandlingsstyrke. Disse kunder vælger i sidste ende den virksomhed, som sælger de mest eftertragtede og populære produkter. Prisen vil selvfølgelig også have en betydning, men da Royal Unibrew har den størrelse som de har, vurderes det stadig at de har gode indtjeningsmuligheder, selvom de bliver presset på prisen.

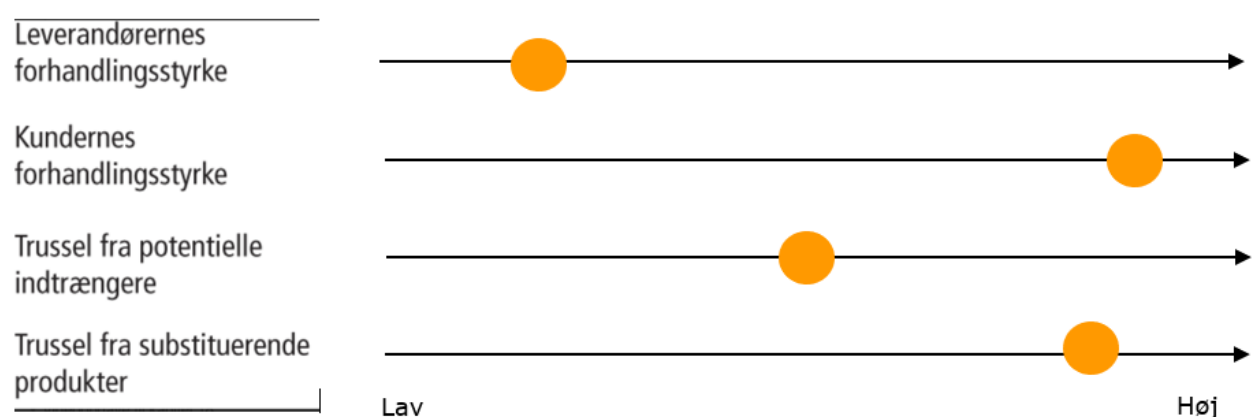
En vigtig ting for Royal Unibrew er at kunne skabe en høj kundeloyalitet, da det vil kunne binde en stor del af deres kunder til deres produkter og på den måde kan de undgå at mærke deres kunders forhandlingsstyrke. Dette kan gøres for virksomheden, ved hele tiden at være tæt på kunder, og hele tiden vise sig i markedet gennem markedsføring. Der kan derfor forventes en højere grad af omkostninger til produktudvikling, eller opkøb af konkurrenter, som vil skabe adgang til nye produktkategorier.

Substituerende produkter

Dette er en stor trussel for Royal Unibrew, da der findes mange forskellige varianter af øl og læskedrikke. Tilstedeværelsen af substituerende produkter må vurderes at være meget høj. Som der kunne ses via udviklingen i nye bryggerier, må det vurderes at der hele tiden kommer nye produkter på markedet. Der ses samtidig også en stigning i salget af læskedrikke på det danske marked (www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-laeskedrik/marked/), som i sidste ende også betyder at markedet kan være attraktivt at bevæge sig ind på. Dermed kan der komme nye produkter på markedet. Dette ser eksempelvis når man bliver mødt af mange forskellige varianter og typer i supermarkederne. Det kan dog også være en fordel for virksomheden, da kunderne uden større omkostning nemt kan begynde at købe deres produkter frem for deres konkurrenters.

Nedenfor kan styrkevurderingen af de fire faktorer, der påvirker konkurrencesituationen, ses:

Figur 6: Forhandlingsstyrke til Porters Five forces



Konklusion af konkurrencen i branchen

Som konklusion på ovenstående gennemgang af de fire områder, kan der konkluderes at der er en generel høj konkurrence når det kommer til salget af øl og læskedrikke. Det kan konkluderes at hoveddelen af deres forretning har størst konkurrence fra de eksisterende store spillere på markedet, som for eksempel Carlsberg. Dog kan deres nicheprodukter møde en større risiko for nye potentielle indtrængere, som der er kommet en stor stigning af de seneste år.

Det konkluderes at på nuværende tidspunkt i en verden med en normal mængde af råvarer, at virksomheden derfor ikke møder stor konkurrence i forbindelse med deres leverandører. Desuden har Royal Unibrew en størrelse som betyder de kan drive fordel af stordriftsfordele, og på den måde forhandle sig til gode priser ved indkøb af råvarer.

Kunderne vil altid være en større trussel for virksomheden, da de oftest vil have en høj forhandlingsstyrke, i og med de nemt kan vælge andre produkter end Royal Unibrews. Her vil der både være tale om at kunderne har en stor forhandlingsstyrke når der kigges på private kunder og erhvervskunder. Dette hænger også sammen med at der er en meget stor grad af substituerende produkter på markedet.

Nedenfor er der indsat billede af den samlede vurdering af konkurrencen på markedet.

Figur 7: Konkurrenceintensitet til Porters Five Forces

Konkurrenceintensiteten i branchen



3.1.4 Porters Generiske strategier

For at se nærmere på, hvilken konkurrencestrategi som Royal Unibrew kan bruge ud fra deres forskellige brands, benyttes Porters generiske strategier. Denne model kan være med til at oplyse, hvilke markeder virksomheden kan konkurrere på, og på den måde give en idé om, hvor stærkt en virksomhed står i det nuværende marked.

Modellen omfatter fire konkurrencestrategier, som hver beskriver den måde som en virksomhed overordnet kan konkurrere med de andre konkurrenter på markedet. Modellen kan normalt benyttes når der skal implementeres en ny strategi. Her vil den blive benyttet som en ekstern analysemodel, for at få oplyst hvilke konkurrencestrategier, virksomheden benytter eller kan benytte sig af.

Konkurrencestrategien opdeles i modellen på grundlag af to følgende valg:

- Satser virksomheden på lave omkostninger eller unikke produkter?
- Satser virksomheden på hele markedet eller satser den på et bestemt markedssegment?

Figur 8: Porters generiske strategier

		Konkurrencemæssig fordel	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Marked	Hele markedet	Omkostningsleder	Differentiering
	Markedssegment	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering

Det første felt i modellen er **omkostningsleder**. Dette vil jeg ikke vurdere Royal Unibrew til at være. Dette skyldes at virksomheder som er omkostningsledere, ønsker at konkurrere direkte på prisen. Kunderne som køber produkter hos virksomheder der er omkostningsledere, opfatter ofte produkterne som homogene, som betyder de ikke har præferencer for produktet. Det betyder derfor at prisen er den primære handlingsparameter, når man benytter konkurrencestrategien omkostningsleder. Dette stemmer ikke overens med Royal Unibrew, som mere forsøger at udfylde kundernes behov og ønsker. Der kan diskuteres at deres normale øl, kunne finde sted her, som er i direkte konkurrence til Tuborg og Carlsberg øl.

Næste område i modellen, under hele markedet og unikt produkt er **differentiering**. Her forsøger en virksomhed at skabe en ekstra værdi i produktet i kundens øjne. Virksomheden forsøger her at skabe et produkt, der er anderledes fra konkurrenternes. Her vil virksomheden samtidig forsøge at minimere kundens opmærksomhed på prisen. Her synes jeg til dels at Royal Unibrew befinder sig. I forbindelse med deres store fokus på innovation og udvikling af deres produktportefølje, som de nævner i deres årsrapport. Fordi at produktet er differentieret betyder det ikke at man kun henvender sig til en udvalgt del af markedet, men der er i denne konkurrencestrategi stadig fokus

på det totale marked. Produktet skal her have fokus på at møde kunders specifikke behov, og dermed fjerne fokus på prisen af selve produktet. Et eksempel på et produkt i denne kategori kan være deres økologiske øl eller nye sunde læskedrikke, som kunderne efterspørger.

Feltet der kommer efter, som befinder sig i et markedssegment med lave omkostninger er **omkostningsfokus**. Her forsøger en virksomhed at sælge sit produkt til visse dele af et marked. En virksomhed, der benytter sig af denne type omkostningsfokus, er normalt en mindre udbyder på markedet, hvor en omkostningsleder er virksomhedens største konkurrent. Virksomheden i dette marked er nødt til at være skarp på prisen, selvom virksomheden ikke har en størrelse, der muliggør stordriftsfordele og dermed har adgang til lave omkostninger. Grundet Royal Unibrews størrelse vurderer jeg ikke at de passer ind her. Normalt er Royal Unibrew en stor spiller i markedet, og konkurrerer for det meste på lige fod med andre konkurrenter.

Det sidste område i modellen er **fokuseret differentiering**. Her er der tale om at have fokus på en mindre del af markedet. På dette område holder man fokus på et differentieret produkt, hvor der ønskes at opbygge præferencer, som gør det muligt at opnå en højere pris og højere indtjening. Her synes jeg Royal Unibrews internationale marked passer ind. Her sættes der fokus på nicheprodukter, og her er ikke fokus på at blive de største i markedet.

Konklusion på Porters generiske strategier

Modellen som tager udgangspunkt i de fire forskellige konkurrencestrategier, ligger ikke op til at en virksomhed skal lægge deres samlede strategi i en gruppe. Præcis som Royal Unibrew, konkluderer jeg at deres konkurrencestrategi afhænger af hvilket marked og hvilket produkt de sælger. Som beskrevet ovenfor vil deres produkt, som vi kan kalde normale øl, befinde sig i den lavere prisklasse. Her vil de nok benytte sig af konkurrencestrategien omkostningsleder. Hvorimod, på det internationale marked, konkluderer jeg, at de benytter sig af fokuseret differentiering.

En anden måde at kigge på strategierne er at det er meget positivt at virksomheden kan omsætte deres forskellige produkter, ud fra forskellige strategier, for at kunne optimere deres forretning bedst muligt. Royal Unibrew vurderes også til at have en størrelse, der gør at de kan operere i de

forskellige strategier, da de ikke er begrænset af at være en lille virksomhed, som ikke kan drive fordel af stordriftsfordele.

3.1.5 SWOT-analyse

Ud fra gennemgangen af den ovenstående analyse, kan det nu videreføres til en SWOT-analyse, som samler hovedkonklusionerne fra analysen. SWOT-modellen er opdelt i fire områder. Der er forskel på interne og eksterne forhold i modellen. De interne forhold indeholder styrker og svagheder, altså her er der tale om områder som virksomheden selv har indflydelse på. De eksterne forhold indeholder, muligheder og trusler. Her er der tale om punkter, som virksomheden ikke selv kan påvirke.

Nedenfor vil der blive gennemgået de fire forskellige områder, for at kunne give et samlet overblik for virksomheden.

Styrker

Styrker i virksomheden, kan listes op som; stordriftsfordele, knowhow, investering i værdikæde, produktudvikling, stærk konkurrence position, forhandlingsstyrke overfor leverandører.

Punkterne ovenfor er taget ud fra ovenstående analyse. Det vurderes at virksomheden, grundet størrelse og global spredning, kan drage fordel af stordriftsfordele. Det kan have positiv effekt på økonomien i virksomheden, da de grundet dette har bedre forhandlingsgrundlag på meget af deres indkøb. Der er også tale om at virksomheden kan drive fordel af stordriftsfordele, når de skal indtræde på nye markeder. De kan hurtigt skalere deres produkter, som er en vigtig forudsætning, når der indtrædes på nye markeder. Virksomheden kan også her drive fordel af deres mange års "knowhow" både ved produktion, men også ved ageren på udenlandske markeder. Royal Unibrew har nu også en historik indenfor virksomhedsopkøb. Dette kan de med fordel også have gavn af i fremtiden når de skal foretage nye opkøb. Royal Unibrew har grundet deres eksistens på markedet også prøvet kræfter med produktudvikling, som specielt bliver et vigtigt parameter i fremtiden i forhold til at efterspørgslen på deres produkter, hele tiden kan ændre sig. Virksomheden har også en styrke i form af løbende optimering og investering i deres værdikæde. Til sidst vurderes

konkurrencesituationen og deres brede produktsortiment, at være en fordel, da mange kunder allerede kender deres produkter, og derved har virksomheden også nemmere adgang til at kunne få succes med nye produkter.

Svagheder

Svaghederne i virksomheden kan listes op som; stor forhandlingsstyrke fra kunderne, hård konkurrence, ingen afdækning af valutarisiko.

Svaghederne for virksomheden er i høj grad forhandlingsstyrken fra kunder og den ellers hårde konkurrence på markedet, grundet de mange substituerende produkter. Forhandlingsstyrken fra kunderne sammenlagt med de mange substituerende produkter betyder at kunderne nemt har adgang til andre produkter, og på den måde kan kunderne have en lav loyalitet overfor Royal Unibrew. Derfor er det vigtigt at virksomheden har fokus på produktudvikling, så de hele tiden kan følge med konkurrencen på markedet. Det kan også være en svaghed for virksomheden at de selvvalgt ikke har nogen valutaafdækning i forhold til at cirka halvdelen af deres omsætning stammer fra udlandet. Dette kan i sidste ende betyde udsving i deres endelige indtjening.

Muligheder

Mulighederne for Royal Unibrew kan listes op som følgende; stigende salg af læskedrik, en mere lempelig selskabsskat, valutakursændring, global tilstedeværelse, miljømæssige faktorer, politiske beslutninger samt konjunkturudsving.

Det er en fordel for Royal Unibrew at der opleves stigende salg af læskedrikke, da dette betyder de er i et marked som oplever stigende vækst. Dermed har de mulighed for at kunne drive fordel af dette, fordi det kan sikre en højere omsætning. Det kan også være en fordel at skatteregler løbende ændres, ligesom det er tilfældet i Danmark, hvor selskabsskatten er blevet nedjusteret. Valutakursændringer kan også give fordele for virksomheden, hvis kurserne ændres i en positiv retning. Dette vil igen kunne lede til en bedre indtjening. Global tilstedeværelse kan give en mulighed for virksomheden, hvis der skulle opstå nye efterspørgsler efter produkter, som de hurtigere ville kunne få udbudt, da de allerede er på markedet.

Trusler

Truslerne for Royal Unibrew kan listes op som følgende; valutakursændring, politiske reguleringer, eksogene chok, konjunkturudsving og økonomiske faktorer.

Trusler for Royal Unibrew kan bestå af valutakursændringer, som kan have negativ påvirkning på indtjeningen. Politiske reguleringer kan betyde store udfordringer for virksomheden. Her kan der være tale om ændringer af lovgivningen inden for salg af alkohol og læskedrikke. Dette kan ændre, hvordan virksomheden i fremtiden kan sælge deres produkter. Der er også tale om store trusler i forhold til eksogene chok og konjunkturfølsomhed samt økonomiske faktorer. Dette er alle faktorer, som virksomheden ikke har mulighed for at kontrollere, men de kan dog forsøge at forberede sig bedst muligt.

Nedenfor er overblikket samlet i en tabel:

Tabel 1: SWOT

Styrker:	Svagheder:
- Stordriftsfordele - Løbene fokus på investering til værdikæde - Knowhow - Produktudvikling - Stærk konkurrence position - Forhandlingsstyrke overfor leverandører	- Stor forhandlingsstyrke fra kunderne - Hård konkurrence - Ingen afdækning af valutarisiko
Trusler:	Muligheder:
- Valutakursskæring - Politiske ændringer - Eksogene chok - Konjunktur udsving - Økonomiske faktorer	- Stigende salg af læskedrik - Lempeligere selskabsskat - Valutakursændring - Global tilstedeværelse - Miljømæssige faktorer - Politiske beslutninger

3.2 Regnskabsanalyse

I nedenstående afsnit vil jeg analysere Royal Unibrews regnskaber over de seneste fem år. Dette gøres for at finde de værdiskabende drivere bag regnskabet. Sammenholdt med konklusionerne fra strategianalysen, styrker de grundlaget for en valid budgettering. De seneste fem års regnskaber vil indgå i analysen. For at kunne finde frem til de enkelte drivere i regnskabet vil jeg gennemføre en reformulering af resultatopgørelsen samt en reformulering af balancen.

3.2.1 Reformulering af resultatopgørelsen

Reformuleringen af resultatopgørelsen er nødvendig for at der senere i analysen kan laves en rentabilitetsanalyse. Formålet med en reformulering af resultatopgørelsen er at kunne adskille virksomhedens permanente poster, og på den måde kunne identificere driftsoverskuddet og de netto finansielle omkostninger. De identificerede tal bruges senere i opgaven til værdiansættelsen. Nedenfor er billede af den reformulerede resultatopgørelse.

Figur 9: Reformulering af resultatopgørelse for Royal Unibrew

	Reformuleret resultatopgørelse for Royal Unibrew				
	2019	2018	2017	2016	2015
Core Nettoomæstning	7.687.030,00 kr.	7.294.122,00 kr.	6.370.865,00 kr.	6.337.255,00 kr.	6.028.604,00 kr.
Core driftsomkostninger	- 5.883.886,00 kr.	- 5.624.018,00 kr.	- 5.016.942,00 kr.	- 5.024.800,00 kr.	- 4.793.426,00 kr.
EBITDA	1.803.144,00 kr.	1.670.104,00 kr.	1.353.923,00 kr.	1.312.455,00 kr.	1.235.178,00 kr.
Amortiseringer	- 155.102,00 kr.	- 129.358,00 kr.	- 103.612,00 kr.	- 78.645,00 kr.	- 28.794,00 kr.
Afskrivninger	- 307.704,00 kr.	- 320.574,00 kr.	- 270.990,00 kr.	- 268.894,00 kr.	- 281.574,00 kr.
EBIT	1.340.338,00 kr.	1.220.172,00 kr.	979.321,00 kr.	964.916,00 kr.	924.810,00 kr.
skat på EBIT	- 281.068,88 kr.	- 255.870,07 kr.	- 205.363,61 kr.	- 202.342,89 kr.	- 193.938,00 kr.
Core driftsoverskud fra salg efter skat(NOPAT)	1.059.269,12 kr.	964.301,93 kr.	773.957,39 kr.	762.573,11 kr.	730.872,00 kr.
Core andet driftsoverskud efter skat	26.622,00 kr.	20.864,00 kr.	19.566,00 kr.	28.015,00 kr.	32.172,00 kr.
Core driftsoverskud i alt	1.085.891,12 kr.	985.165,93 kr.	793.523,39 kr.	790.588,11 kr.	763.044,00 kr.
Usædvanlige driftsposter, efter skat	- kr.	- kr.	- kr.	- kr.	48.880,00 kr.
Driftsoverskud i alt, efter skat	1.085.891,12 kr.	985.165,93 kr.	793.523,39 kr.	790.588,11 kr.	811.924,00 kr.
Core netto finansielle omkostninger efter skat	- 35.666,00 kr.	30.276,00 kr.	- 27.148,66 kr.	- 33.908,68 kr.	- 38.886,00 kr.
Usædvanlige finansielle poster efter skat	- kr.	- kr.	- kr.	- kr.	9.921,00 kr.
Netto finansielle omkostninger i alt efter skat	- 35.666,00 kr.	30.276,00 kr.	- 27.148,66 kr.	- 33.908,68 kr.	- 28.965,00 kr.
Total indkomsten koncern	1.050.225,12 kr.	1.015.441,93 kr.	766.374,73 kr.	756.679,43 kr.	782.959,00 kr.
Total indkomst til ordinære aktionære	1.050.225,12 kr.	1.015.441,93 kr.	766.374,73 kr.	756.679,43 kr.	782.959,00 kr.

3.2.2 Reformulering af balance

Reformuleringen af balancen har til formål at undersøge nærmere, hvad der driver rentabiliteten i virksomheden.

Reformuleringen går ud på at opdele balancen, for at finde virksomhedens evne til at skabe overskud. Derfor adskilles finansieringsaktiviteterne (hvordan de rejser kapital) fra driftsaktiverne (hvordan de anvender den rejste kapital til at skabe værdi). Derfor kræver det at man opdeler virksomhedens rapporterede aktiviteter i henholdsvis driftsaktiver og finansielle aktiver, samt virksomhedens rapporterede forpligtelser i driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser.

Opmærksomhedspunkter til reformuleringen af balancen:

- Driftslikviditet: Der er taget 0,5% af omsætning og indført som nødvendig likviditet i de kortsigtede driftsaktiver, da det forventes at virksomheden kan få brug for denne likviditet på kort sigt.
- Kapitalandele i associerede virksomheder er anført som driftsaktiv da denne post må formodes at knytte sig til driften.

Nedenfor er der indsat et uddrag fra reformuleringen af balancen fra 2019. Den resterende del af reformuleringen kan ses i bilag 1.

Figur 10: Reformulering af balance 2019

Reformuleret balance:	2019
DA	6.941.963
FA	
Samlede aktiver; DA + FA	6.941.963
DF	1.261.847
FF	2.704.617
EK	2.975.499
Samlede passiver; DF+ FF + EK	6.941.963
NDA	5.680.116
NFF	2.704.617
EK	2.975.499
Kontrol; EK+ NFF = NDA	5.680.116

Driftsaktiverne og driftsforpligtelserne vedrører produktion og salg samt tjenesteydelser. Ved driftsaktiverne kan der være tale om goodwill, varemærker, grunde, bygninger og så videre. Driftsforpligtelserne omhandler områder som forskellige former for gæld, offentlig gæld, leverandørgæld og lignende.

Finansieringsforpligtelserne vedrører finansiering for virksomheden, som for eksempel realkreditfinansiering og kreditfinansiering.

3.2.3 Rentabilitets analyse

For at måle en virksomheds rentabilitet, altså dens evne til at genere overskud, anvendes primært to regnskabsbaserede nøgletal; afkastgrad (ROA) og egenkapitalens forrentning (ROE).

Det første nøgletal, der benyttes til rentabilitetsanalysen, er egenkapitalens forrentning (ROE), som også betragtes som værende et af de vigtigste tal. Dette nøgletal viser virksomhedens evne til at forrente på egenkapitalen. Nøgletallet ROE anses som det øverste ben i en rentabilitetsanalyse. Formlen samt udregning af ROE for de seneste fem år ses nedenfor.

$$ROE = (Totalindkomsten \div Egenkapitalen) * 100$$

2019	2018	2017	2016	2015
35,76%	37,04%	26,76%	25,65%	26,68%

Her ses der en pæn udvikling i evnen til at skabe en forrentning af egenkapitalen. Der ses en stigning fra 2015 på 26,68% frem til 2019 på 35,76%. Den største udvikling sker fra 2017 til 2018, hvilket kan skyldes den store udvikling i omsætningen, som følge af virksomhedsopkøb.

For at undersøge, hvad der ligger til grund for disse resultater, foretages der en dekomponering af nøgletallene med henblik på at kunne komme tættere på resultatet af de to nøgletal.

Når man skal kigge på afkastgraden, kan der kigges på ROA, som er (EBIT/totale aktiver) * 100. Afkastkravet er et mål for virksomhedens rentabilitet, som måler aktivernes forrentning. Man kan også benytte sig af en mere udvidet og mere anvendt udgave, ROIC. ROIC tager udgangspunkt i årets resultat efter skat delt med den totale investerede kapital. Derfor tager den højde for de forskellige skattemiljøer, som virksomheder benytter sig af, og derfor er den bedre at bruge til sammenligning

med andre virksomheder. ROIC viser virksomhedens resultat efter skat i forhold til den investerede kapital, og måler derfor virksomhedens evne til at levere afkast ud fra den samlede investerede kapital. Den investerede kapital kaldes også nettodriftsaktiver, som er udledt i reformuleringen. Nedenfor er indsat udregning af ROIC for Royal Unibrew de sidste fem år. Den anvendte formel er indsat nedenfor.

$$ROIC = (Samlet\ driftsoverskud \div Totale\ netto\ investerede\ kapital) * 100$$

2019	2018	2017	2016	2015
18%	19%	20%	19%	19%

Som det ses, har udviklingen svinget fra at stige fra 2015 frem til 2017, til en ROIC på 20%, hvorefter det er faldet til 18% og ligget på det niveau frem til 2019.

3.2.4 Dekomponering af ROE.

ROE afhænger meget af udviklingen i ROIC, der måler hvor profitabelt virksomheden er i stand til at udnytte deres ressourcer. Jo bedre virksomheden er til at udnytte dens ressourcer, jo større bliver ROIC og dermed vil ROE også stige. Dette betyder højere afkast til ejerne. Forbedringen kan opnås ved enten at forbedre overskudsgraden, som måler overskuddet pr. salgskrone. Den anden forbedringsmulighed er ved at forøge netto driftsaktivernes omsætningshastighed, forkortet som AOH, som måler salget pr. investeret kapitalkrone.

Ved hjælp af Dupont-pyramiden, kan man kigge nærmere på de to andre nøgletal og hvordan de skabes. Pyramiden består af to sider, den ene side ved overskudsgraden omhandler virksomhedens indtjeningsevne. Den anden side med aktivernes omsætningshastighed omhandler virksomhedens kapitaltilpasningsevne.

3.2.5 Overskudsgraden

Ved at kigge nærmere på overskudsgraden kan vi se nærmere på virksomhedens samlede indtjeningsevne. Overskudsgraden viser, hvor stor en del af virksomhedens omsætning bliver til indtjening. Formel og udregning for de seneste fem år er indsat nedenfor.

$$OG = (\text{Samlet driftoverskud} \div \text{Netto omsætning}) * 100$$

2019	2018	2017	2016	2015
14%	14%	12%	12%	13%

Som det ses i udregningen, er overskudsgraden forbedret langsomt over de seneste fem år. For at undersøge, hvad denne fremgang skyldes, er det nødvendigt at kigge nærmere på driverne bag tallene.

Ud fra regnskabet ses der en stigning i omsætningen fra 2015 til 2019. Desuden er årets resultat også steget i hele perioden. Denne samlede udvikling er med til at skabe en bedre overskudsgrad.

Hvis man kigger dybere ned i regnskabet, har Royal Unibrew også oplevet en stigning i den samlede volumen solgt. Selvom produktionsomkostningerne i samme periode er steget, så har virksomheden stadig haft en evne til at skabe en højere omsætning. Årets resultat vil i sidste ende omhandle virksomhedens evne til at minimere sine omkostninger, og på denne måde øge deres indtjening. Dette vil i sidste ende påvirke overskudsgraden positivt. Dette kan eksempelvis skyldes at virksomheden er god til at udnytte eventuelle stordriftsfordele.

3.2.6 Aktivernes omsætningshastighed

Den anden side, som er med til at give ROIC, er aktivernes omsætningshastighed. Dette nøgletal viser, hvor god virksomheden er til at skabe omsætning ud fra den kapital der er bundet i aktiverne. En anden måde at beskrive det på er, hvor god virksomheden er til at få varerne ud fra lageret til kunderne. Så jo højere AOH, jo bedre.

Nedenfor er indsat formel og udregning for de seneste fem år.

$$AOH = \text{Netto omsætning} \div \text{Totale netto investerede kapital}$$

2019	2018	2017	2016	2015
1,35	1,38	1,65	1,60	1,45

Når man kigger nærmere på de tal der påvirker AOH, som aktiver, kan der ses i regnskabet at der fra 2017 til 2018 sker en større stigning i de samlede aktiver. Dette kan skyldes de store opkøb i samme periode, som er med til at påvirke deres samlede aktiver. For at bryde forklaringen af AOH mere ned, kan man betragte den inverse værdi af AOH, som findes som 1/AOH. Dette udtrykker, hvor meget der er bundet i netto driftsaktiver til at skabe en krones salg. Nedenfor er udregningen lavet.

	2019	2018	2017	2016	2015
1/AOH	0,74	0,73	0,61	0,63	0,69

Dette viser at det gradvist er blevet dyre for virksomheden at omsætte deres netto driftsaktiver til en krones salg.

Skal der analyseres dybere i AOH skal man kigge ned i styringen af arbejdskapital og styringen af anlægskapitalen. Ifølge Ole Sørensen (2017, s. 295) er det vigtigt at vurdere følgende områder for bedre at kunne konkludere på dette:

- Virksomhedens evne til at styre sine lagre. Altså har virksomheden en god logistik, i forhold til om de benytter sig af nye moderne løsninger til styring af lager?
- Er virksomheden dygtigt til at styre sine kreditpolitikker? Og hænger disse politikker sammen med resten af virksomhedens politikker?
- Benytter virksomheden sig af udnyttelse af leverandørkreditter, og hvad vil omkostningerne ved dette være?
- Er virksomhedens investeringer i materielle aktiver konsistente med den udvalgte konkurrencemæssige strategi? Hvordan er virksomhedens politik omkring dette?

- Har virksomheden uudnyttet kapacitet? Har virksomheden meget dyre hovedkontorer, som reelt har en negativ påvirkning på virksomhedens økonomi?

Disse ovenstående punkter skal kunne belyse meget grundigt, hvordan virksomheden udnytter deres anlæg og arbejdskapital. Der er dog i denne opgave ikke valgt at gennemgå ovenstående punkter, men de er nævnt for at kunne give en indikation af, hvor informationen til en sådan analyse findes.

3.2.7 Risikonøgletal

I forbindelse med gennemgangen af virksomhedens rentabilitet, kan det være interessant at kigge på risikonøgletal. Her tænkes der på likviditetsgraden og soliditetsgraden. Disse nøgletal er med til at vurdere, hvor stabil en økonomi virksomheden har, og hvor godt rustet de er på kort sigt.

Jeg vil starte med at kigge på udviklingen i **likviditetsgraden**, som beskriver hvor lang tid virksomheden er i stand til at betale sine kortsigtede gældsforpligtelser, uden tilførsel af ekstern kapital. Nedenfor er indsat formel og udregning for de seneste fem år.

$$\text{Likviditetsgrad} = \text{Kortsigtede aktiver} \div \text{Kortfristede forpligtelser}$$

Likviditetsgrad				
2019	2018	2017	2016	2015
0,52	0,64	0,71	0,46	0,63

Dette viser at virksomheden i de seneste fem år, har en periode på under et år til at betale kortsigtede forpligtelser. Dette kan skyldes udsving i deres likvide beholdning i forbindelse med nye investeringer.

Jeg vil nu se på, hvor velpolstret virksomheden er på længere sigt til at imødegå tab i nedgangstider.

Her kan nøgletallet **soliditetsgrad** benyttes. Dette nøgletal udtrykker, hvor meget egenkapitalen udgør af virksomhedens samlede balance i procent. Nedenfor er indsat formel og udregning for de seneste fem år.

$$\text{Soliditetsgrad} = \text{Egenkapital} \div \text{Aktiver i alt}$$

Solidaritetsgrad				
2019	2018	2017	2016	2015
37%	36%	42%	48%	43%

Tallene viser senest i 2019 at de kan miste 37% af aktiverne, før det påvirker fremmedkapitalen i virksomheden. Soliditetsgraden for Royal Unibrew har oplevet større fald efter 2017, hvilket kan skyldes at virksomheden er påvirket af de nye opkøb.

Jeg vil til sidst kigge på, hvor meget virksomheden er gearet. Her er der tale om nøgletallet finansiell gearing, forkortet til **FGEAR**. Her menes der forholdet mellem fremmedkapitalen og egenkapitalen. Jo højere gælden er i forhold til egenkapitalen, jo større er gearingen i selskabet. Formlen og udviklingen de seneste fem år er indsat nedenfor:

$$\text{Finansiell Gearing: Netto finansielle forpligtelser i alt} \div \text{Egenkapital}$$

2019	2018	2017	2016	2015
0,91	0,91	0,34	0,33	0,40

Der ses i udviklingen de seneste fem år, at Royal Unibrew har oplevet en generel øget gearing. Udviklingen kan skyldes den store stigning i netto rentebærende gæld siden 2015. Dette kan skyldes at de kan have benyttet den nye finansiering til at opkøbe de nye virksomheder, de har overtaget.

3.2.8 Konklusion på rentabilitetsanalyse

Som konklusion på reformuleringen af resultatopgørelsen og balancen, samt nøgletalsanalysen, kan det konkluderes at virksomheden i stigende grad har forbedret evnen til at forrente deres egenkapital. Der ses dog en svingende ROIC, som startede med en stigning fra 2015 frem til 2017, men efterfølgende er den faldet. Dette kan skyldes at virksomhedens evne til at omsætte deres aktiver er faldet siden 2017. Muligvis fordi virksomheden fra 2017 har haft stort fokus på opkøb af andre virksomheder, hvorfor det vil tage noget tid, før de endeligt kan optimere på de nye forretningsområder, som de har tilkøbt sig. For at kunne skabe det helt konkrete svar på denne udvikling ville det kræve at der blev kigget nærmere de faktorer, som påvirker AOH i dybden.

Ud fra analysen af risikonøgletallene kan det konkluderes at de også er påvirket i negativ retning siden 2017, som nøgletallene i rentabilitetsanalysen. De nettofinansielle forpligtelser i selskabet er også steget markant siden 2017.

Overordnet må det konkluderes at virksomheden har været inde i en tilfredsstillende regnskabsperiode. Der har generelt været en positiv udvikling i de fleste nøgletal, og virksomheden er i en periode med højere omsætning år efter år. Evnen til at skabe overskud og evnen til skabe en god forrentning på egenkapital er steget. Aktiernes omsætningshastighed har i samme periode oplevet et fald.

3.3 Budgettering

Budgetteringen i denne opgave bliver lavet på baggrund af den ovenstående strategiske analyse samt rentabilitetsanalysen. Budgettet er med til at lave grundtallene, som skal bruges til at kunne værdiansætte virksomheden. Der vil her indsættes forudsætninger for udviklingen i virksomhedens fremtidige performance, hvorfor det er vigtigt at disse forudsætninger bliver forklaret i dybden med henblik på at argumentere for valget af lige netop disse.

3.3.1 Budgetperiode og betingelser

Der er flere overvejelser, der skal gennemtænkes ved fastlæggelse af budgettet. Den første vigtige forudsætning er budgettets periode. Til en værdiansættelse vil man forudsætte en budgetperiode,

som til sidst skal ende ud i en terminalperiode. Dette betyder at budgetperioden vil begynde i det nuværende regnskabsår og vil løbe frem til det tidspunkt, hvor det ikke længere er meningsfyldt at kunne lave en realistisk forecast. Budgetperioden skal derfor løbe så længe man vurderer at ændringer i vækst er realistiske. Derfor vil en virksomhed i stor vækst have en lang budgetperiode, hvorimod en virksomhed med moderat vækst vil have en kort budgetperiode.

Til denne opgave vurderer jeg en budgetperiode på fem år vil være passende. Dette vurderer jeg, da virksomheden oplever vækst i dag, men der er ikke tale om en eksplosiv vækst, som i en nystartet virksomhed. Royal Unibrew forsøger at skabe vækst ved effektivisering samt opkøb af andre virksomheder, hvorfor væksten ved effektivisering må forventes at have en mindre påvirkning i væksten, mens opkøb kan have større påvirkning. Det er ikke muligt at kende til virksomhedens fremtidige opkøb, hvorfor budgetperioden derfor kan godtgøres til at løbe over fem år. På denne måde kan man forudsætte at de seneste opkøb, som virksomheden har lavet i 2019 og 2018, er de ledende effekter, der påvirker væksten på kort sigt.

For at kunne fastsætte en terminalperiode, skal nedenstående fire betingelser være opfyldt (Ole Sørensen, 2017 s. 318):

1. Væksten i salget må falde til en konstant langsigtet vækstrate.
2. Overskudsgraden må forblive konstant. Denne betingelse sikrer, sammen med punkt 1, at driftsomkostningerne vokser med samme rate som salget.
3. Den samlede omsætningshastighed må forblive konstant. Denne betingelse sikrer, også sammen med punkt 1, at virksomhedens netto driftsaktiver vokser med samme vækstrate som salget.
4. FGEAR må forblive konstant. Denne forpligtelse sikrer, sammen med punkt 1 og punkt 3, at nettofinansielle forpligtelser vokser med samme vækstrate som salget.

3.3.2 Vækst i omsætning

Først i budgettet skal der kigges på udviklingen i omsætningen for Royal Unibrew. Når man kigger tilbage i udviklingen, kan der ses en positiv udvikling i omsætningen for Royal Unibrew. I

regnskabsrapporten for 2019, rapporteres der en nettoomsætningsvækst på 5%. I rapporten oplyses det, at denne udvikling skyldes de seneste opkøb, som har givet en organisk vækst. Desuden kan det skyldes effektiviseringen af værdikæden.

Når der derfor skal kigges frem for at vurdere en fremtidig omsætning, er man nødt til at kigge på forskellige ting. Her er der tale om påvirkningen af omsætningen ud fra en organisk vækst. Her menes der større salg af deres produkter, ud fra en højere efterspørgsel.

Den organiske vækst i 2019 nævnes at komme specielt fra segmenterne Vesteuropa og det internationale marked. Dette hænger sammen med de opkøb der er foretaget i netop disse områder. Det nævnes at vejret kan have en stor betydning i den organiske vækst. Den organiske vækst er faldet fra 2018 og 2019. I 2018 oplevede vi en rekordvarm sommer, og derfor udviklede salget sig meget positivt. I 2019 havde vi ikke en så varm sommer, og derfor faldt salget. Denne faktor kan ikke indregnes i en fremtidig omsætningsforventning, da man ikke kan realistisk kan vurdere, hvordan vejret udvikler sig.

Samtidig kan man kigge på den generelle brancheudvikling, for at vurdere om der er tale om en branche, hvor væksten også "foræres" til virksomheden, fordi der generelt er høj efterspørgsel efter virksomhedens produkt.

Kigger man på brancheforeningens statistikker for salget af øl i Danmark ligger salget meget stabilt siden 2012. Dette betyder at Royal Unibrew ikke automatisk kan forvente en vækst grundet øget efterspørgsel på øl. Kigger man dog på udviklingen inden for salget af læskedrik, har man set en pæn stigning i udviklingen (www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-laeskedrik).

Ud fra den strategiske analyse, er det fremfundet at Royal Unibrew har stort fokus på udvikling af deres produkter for at kunne følge med den hele tiden ændrende efterspørgsel hos deres kunder. Det må derfor vurderes at virksomheden lægger et stort fokus på dette, som i sidste ende kan resultere i en positiv udvikling i salget af deres varer. Virksomheden har, som tidligere beskrevet, haft fokus og vil fortsat have fokus på at opkøbe virksomheder.

Som det er analyseret i regnskabsanalysen, og som Royal Unibrew kan fremvise, har virksomheden i en længere periode oplevet et stigende salg af deres produkter. Virksomheden har i en længere periode oplevet vækst. Senest i 2019 oplevede virksomheden en stigning i deres nettoomsætning på 5%.

Markedsvækst hos Royal Unibrew

For at kunne danne et bedre grundlag for den fremtidige vækst kan det være relevant at se nærmere på væksten i de markeder, hvor Royal Unibrew sælger deres produkter.

I Vesteuropa som indeholder landene Danmark, Tyskland, Italien og Frankrig, står dette marked for 48 % af omsætningen for 2019, hvorfor det på nuværende tidspunkt er det største markedssegment for Royal Unibrew. I 2019 steg nettoomsætningen i dette marked med 9% (Annual Report 2019, s. 30). Den samlede volumen steg med 6%. Denne positive udvikling bidrog også til en stigende EBIT. Udviklingen kan skyldes positive bidrag fra de nye virksomheder som er opkøbt i 2018. Hvis der kigges nærmere på Danmark og Tyskland var der i dette område en nettoomsætningsstigning på 7% i forhold til året før. Gennem samarbejdet med PepsiCo har de kunne optage en stærkere portefølje inden for snacks. Forventningerne til fremtiden inden for dette marked, er at der ses en nogenlunde stabil udvikling, men der forventes et stigende marked inden for sundere læskedrikke og alkoholfri øl (Annual Report 2019, s. 31). Kigger man på resten af markedet som består af Sydeuropa, som indeholder Italien og Frankrig, er den samlede volumen steget med 19% og nettoomsætningen er her steget med 15%, hvilket klart bidrager stort til den positive udvikling i omsætningen for virksomheden. Der har også været en organisk vækst på 5% siden 2018. Udvikling vurderes at være påvirket positivt af opkøbene fra 2018 (Annual Report 2019, s. 32). Forventningen til fremtiden på dette marked er at man satser på løbende positiv udvikling, eftersom markedet er under stor udvikling. Det forventes at en sådan udvikling kan bidrage positivt for Royal Unibrew i netop dette markedssegment.

Det næste store område for Royal Unibrew er de baltiske lande, som indeholder Finland, Letland, Litauen og Estland. Dette område står for 43% af den samlede nettoomsætning. Modsat

Vesteuropa, så man her et fald i den solgte volume på 3% i 2019, forårsaget af lavere kampagneaktiviteter i Finland, og som følge af en dårligere sommer end tilbage i 2018. Nettoomsætningen blev påvirket negativt med 1%. Finland vurderes fortsat at have optaget en større markedsandel. Hartwall bryggeriet har opretholdt en høj innovation, og har derfor kunne opretholde en stærk portefølje (Annual Report 2019, s. 35). Finland forventes at blive påvirket af politiske faktorer og sundhedsmæssige reguleringer, hvorfor salget forventes at være uændret. Royal Unibrew har i de baltiske lande fastholdt deres markedsposition inden for øl og har haft en stigning i markedsandel inden for læskedrik. Royal Unibrew har oplevet udfordringer på dette marked, men har gennem investeringer og fokus på aktiviteterne kunne disse. Ligesom på deres andre markeder, oplever de at fastholde forventningen til salget af øl og en stigning på markedet indenfor læskedrikke.

Det sidste marked, som er det internationale marked, dækker over 65 lande over hele verdenen. Dette marked står for 9% af nettoomsætningen. Indenfor dette markedsområde oplevedes der en stigning på 14% af den solgte volumen og en stigning på 19% af nettoomsætningen. Udviklingen er stærkt påvirket af købet af Lorina og indførelse af Faxe produkterne i Asien. Grundet den store udvikling på markedet i de forskellige lande, forventes der at man fortsat kan opretholde en positiv udvikling.

Markedsvækst hos konkurrenten Carlsberg

For at kigge nærmere på det største bryggeri i Danmark, kan dette give en indikator på om det er naturligt for danske bryggerier at opleve vækst eller om Royal Unibrew selvstændigt er gode til at skabe vækst. Årsagen til den præcise udvikling af Carlsbergs vækst vil ikke blive analyseret nærmere, men anvendes til at sammenligne udviklingen i vækstniveau.

Carlsberg har nogenlunde samme forretningsopdeling som Royal Unibrew har. De har, som Royal Unibrew, oplevet en samlet stigning i nettoomsætning. De har dog haft en stigning på 5,4% (Carlsberg Group Annual Report 2019, s. 11). De ser næsten uændret vækst i Norden, men har oplevet stigning i både Asien og Østeuropa. Virksomheden har oplevet en stigning indenfor

læskedrikke (Carlsberg Group Annual Report 2019, s. 11), ligesom det også er tilfældet for Royal Unibrew.

Konklusion på vækst for Royal Unibrew

Ud fra ovenstående er nedenstående budget for væksten forudsat. Der vurderes en fortsat høj vækst på kort sigt, i forbindelse med deres nye forretningsområder, og deres løbende forbedring af disse. Virksomheden ønsker samtidig fortsat at opkøbe virksomheder, og vil derfor i fremtiden kunne forvente en vækst i nettoomsætningen på baggrund af dette. Der ses en generel forventning af stigende salg af læskedrikke, mens ølsalget forventes at være stabilt. Royal Unibrews konkurrent Carlsberg ser også stigning i deres omsætning, hvorfor det vurderes realistisk at virksomheden ender med en terminalvækst på 3%. Budgettet for væksten vil derfor se ud som nedenfor.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
Resultatopgørelse							
Nettoomsætning i alt	7.687.030,00 kr.	8.071.381,50 kr.	8.394.236,76 kr.	8.730.006,23 kr.	8.991.906,42 kr.	9.261.663,61 kr.	9.539.513,52 kr.
		5%	4%	4%	3%	3%	3%

3.3.4 EBIT-margin

I regnskabsanalysen ses en stigning i EBIT. Dette kan skyldes at Royal Unibrew løbende har oplevet en stigende omsætning, samtidig med at virksomheden har fokuseret på at forbedre produktionen, og have lavere omkostninger. Der kan samt være tale om en stigning i EBIT grundet den gradvise forbedring af de nye virksomheder, som er overtaget de seneste år. Når disse drives effektivt, vil det resultere i en stabil EBIT.

Risikoen for en faldende EBIT skulle ske, hvis de på deres indtjening skulle blive påvirket anderledes. Her kan der være tale om lovgivning i form af afgifter eller reguleringer, som skulle gøre at de blev tvunget til at nedsætte deres priser på deres produkter. Her kan der også være tale om en hårdere konkurrence, som skulle fremtvinge prispress på deres produkter.

Konkurrenssammenligning

Det kan være relevant at kigge på udviklingen for EBIT-margin hos Royal Unibrews konkurrenter, for at se om virksomheden arbejder med en realistisk EBIT-margin. Det kan være at en virksomheds EBIT-margin er højere end det er realistisk, når man kigger på lang sigt.

Kigges der på Carlsberg kan der aflæses en EBIT-margin i 2019 på 15,9%. Dette er en smule lavere end den aflæste hos Royal Unibrew. Dette kan skyldes at Carlsberg grundet deres størrelse og store markedsområder, kan være udfordret på at holde omkostningerne nede. Der kan dog læses en stigning i EBIT igennem alle år siden 2015. Kigger man nærmere på den udenlandske konkurrent Heineken har de haft en lidt mere svingende EBIT-margin. Senest i 2019 kan der aflæses en margin på 16,8%, som dog har ligget højere i 2017, hvor den lå på 17,4%. hos Heineken.

Ud fra den seneste udvikling er der forudsat en stigning over de første tre år, hvorefter EBIT-marginen falder til et stabilt niveau på 20,6%. Dette vurderes realistisk ud fra en betragtning af at virksomheden fortsat har fokus på effektivisering af deres værdikæde. Det er yderligere realistisk at den skal stige, da virksomheden inden for seneste år har opkøbt tre nye virksomheder, som stadig mangler en del optimering, i forhold til resten af deres forretning. Virksomheden ønsker selv at opretholde en margin på 19-20% (Uddrag af årsrapport 2019, s. 20).

3.3.5 SKAT

Skatten for virksomheder i Danmark har siden 2016 ligget på 22%, hvorfor der forudsættes at denne ligger fast på 22%.

3.3.6 AOH

Aktivernes omsætningshastighed har svinget over de seneste fem år. Der kom en stigning i AOH frem til 2017, hvorefter der kom et fald i 2018 og 2019. Dog har den været nogenlunde stabil i 2018 og 2019. Årsagen til faldet kan skyldes opkøbet af de nye virksomheder, som endnu ikke er optimeret efter Royal Unibrews ønske. Jeg vurderer at deres AOH vil ligge nogenlunde stabil de næste tre år, og vil derefter stige, i forbindelse med løbende optimering, til et niveau på 1,6.

3.3.7 Budgettet

Udklip fra Excel, kan budgettet nu præsenteres til følgende.

Figur 11: Budget

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	TV
Resultatopgørelse							
Nettoomsætning i alt	7.687.030,00 kr.	8.071.381,50 kr.	8.394.236,76 kr.	8.730.006,23 kr.	8.991.906,42 kr.	9.261.663,61 kr.	9.539.513,52 kr.
EBIT	1.340.338,00 kr.	1.541.633,87 kr.	1.603.299,22 kr.	1.667.431,19 kr.	1.807.373,19 kr.	1.880.117,71 kr.	1.965.139,78 kr.
NOPAT	1.059.269,00 kr.	1.202.474,42 kr.	1.250.573,39 kr.	1.300.596,33 kr.	1.409.751,09 kr.	1.466.491,82 kr.	1.532.809,03 kr.
Netto finansielle omk.	35.666,00 kr.	37.449,30 kr.	39.321,77 kr.	41.287,85 kr.	41.287,85 kr.	41.287,85 kr.	41.287,85 kr.
Nettooverskud	1.023.603,00 kr.	1.165.025,12 kr.	1.213.124,09 kr.	1.261.274,56 kr.	1.368.463,23 kr.	1.425.203,97 kr.	1.491.521,18 kr.
Balance (PRIMO)							
Anlægs kapital	6.290.543,00 kr.	6.605.070,15 kr.	6.869.272,96 kr.	7.144.043,87 kr.	7.358.365,19 kr.	7.579.116,15 kr.	7.806.489,63 kr.
Arbejds kapital	610.426,85 kr.	640.948,19 kr.	666.586,12 kr.	693.249,57 kr.	714.047,05 kr.	735.468,46 kr.	757.532,52 kr.
NDA	5.680.119,00 kr.	5.964.121,96 kr.	6.202.686,84 kr.	6.450.794,31 kr.	6.644.318,14 kr.	6.843.647,68 kr.	7.048.957,11 kr.
Pengestrømsopgørelse							
Samlet driftoverskud	1.059.269,00 kr.	1.202.474,42 kr.	1.250.573,39 kr.	1.300.596,33 kr.	1.409.751,09 kr.	1.466.491,82 kr.	1.532.809,03 kr.
Ændring i NDA	-	284.002,96 kr.	238.564,88 kr.	248.107,47 kr.	193.523,83 kr.	199.329,54 kr.	205.309,43 kr.
FCF		918.471,46 kr.	1.012.008,51 kr.	1.052.488,85 kr.	1.216.227,26 kr.	1.267.162,27 kr.	1.327.499,60 kr.

3.4 Faktorer til værdiansættelse

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen, har det været muligt at fremstille det endelige budget som nu kan bruges i værdiansættelsen. Til denne værdiansættelse vil modellen DCF benyttes. DCF-modellen er valgt, da det typisk er denne model der benyttes til værdiansættelse af aktier. Modellen bygger på teorien om at aktiens værdi er lig de langsigtede pengestrømme, tilbagediskonteret med en udregnet diskonteringsfaktor. DCF-modellen sætter dog store krav til at personen, der udarbejder analysen, har større kendskab til virksomheden, da dette er særligt nødvendigt for udregningen via DCF-modellen.

DCF-modellen udregnes via nedenstående formel:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_t}{(1+WACC)^T}$$

I budgettet ovenfor er FCF, det frie Cash Flow fundet, samt er TV, terminalværdien også fundet. Derfor mangles der nu WACC som bruges som diskonteringsfaktor.

WACC fremfindes ved nedenstående formel:

$$WACC = w_{EK} \cdot R_{EK} + w_{FK} \cdot R_{FK} \cdot (1 - t_c)$$

3.4.1 Estimering af WACC-faktorer

Det vil nu blive gennemgået, hvilke faktorer der indsættes i WACC modellen, og hvad dette kan have af betydning for den endelige værdiansættelse.

3.4.2 Kapitalstruktur

Første step er estimeringen af kapitalstrukturen og vægtene. Udregningen af vægtene foregår ud fra et kendskab til markedsværdierne. Udfordringen er at disse ikke kendes på nuværende tidspunkt. At kende markedsværdierne er hele formålet med opgaven. Derfor benyttes der en udregning af det samlede antal aktier imod aktiekursen pr. 1/1 – 2020. Der benyttes tal fra d. 1/1, fordi der sammenlignes med den opgjorte værdi af netto finansielle forpligtelser ultimo 2019. Eftersom den fremtidige værdi af fremmedkapitalen ikke kendes, benyttes tallet for de samlede netto finansielle forpligtelser for 2019. Udregning af dette, giver os resultatet at egenkapitaldelen består af 92% mod en fremmedkapital på 8%.

Konkurrentsammenligning

For at skabe overblik over konkurrenterne kan man sammenligne med konkurrenter. Sammenlignes der med Heineken, er samme udregning foretaget. Antallet af aktier overfor aktiekursen d. 1/1 – 2020. Der er yderligere anvendt tal fra regnskabet på gælden i virksomheden primo året. Ud fra dette findes resultatet at Heineken har egenkapital andel på 77% og fremmedkapital på 23%.

Kapitalstruktur teori

For at kigge nærmere på betydningen af kapitalstrukturen kan der oplagt kigges på Modigliani & Millers (1958) propositioner. De gennemgår tre forskellige scenarier, og disse vil blive beskrevet nedenfor.

M&M 1.

Det første scenarie de kigger på, er en verden uden skat og uden konkursomkostninger på perfekte kapitalmarkeder. Dette tilfælde er ikke så relevant at gennemgå for opgaven da dette scenarie ikke findes i den virkelige verden. Resultatet af dette scenarie er at kapitalstrukturen i virksomheden ikke har nogen betydning for virksomhedens værdi. Dette skyldes at egenkapitalomkostningen stiger med andelen af gæld i kapitalstrukturen. Denne stigning kompenserer gevinsten ved at anvende mere af den billige gæld. WACC er dermed konstant i dette scenarie.

M&M 2.

Det næste scenarie omhandler virksomheder i en verden med selskabsskat, uden konkursomkostninger. Dette scenarie omhandler at renter for en virksomhed er fradragsberettigede, og dermed skaber det et skatteskjold for virksomheden. Ved anvendelse af mere gæld fås der en mindre samlet skattebetaling. Rentebetalinger fungerer som et værn overfor skattebetaling, og derfor kaldes det et skatteskjold. Den reducerede skattebetaling vil betyde at virksomhedens Cash Flow vil stige. WACC stiger dermed når forholdet mellem FK/EK stiger. Dette betyder i sidste ende en højere virksomhedsværdi. Derfor har kapitalstrukturen noget at sige i dette tilfælde. Da der ikke regnes med konkursomkostninger, har det ikke nogen betydning hvor meget fremmedkapital der findes i virksomheden.

M&M 3.

Sidste scenarie omhandler en verden med selskabsskat og konkursomkostninger. I en normal verden vil der være risiko for konkurs, og derfor bør denne omkostning overvejes. Konkursen indtræder på det tidspunkt, hvor virksomheder ikke længere kan betale deres gæld. Værdien af selskabet er derfor afhængig af hvor store konkursomkostningerne er. Jo højere FK/EK forholdet er, jo større risiko for konkurs vil der være. På et tidspunkt vil fordelene af skatteskjoldet mere opvejes af ulempen. Der opstår derfor en form for trade-off mellem skatteskjoldet og konkursomkostningerne. Den optimale kapitalstruktur findes derfor på det punkt, hvor gevinsten ved at optage en krone mere gæld, nøjagtigt opvejes af ulempen ved finansieringen.

Delkonklusion på kapitalstruktur

Ud fra estimeringen af kapitalstrukturen for Royal Unibrew, og sammenligningen med konkurrenten Heineken, kan det konkluderes at Royal Unibrew på nuværende tidspunkt, ud fra estimatet, har en større del af egenkapital end Heineken har. Dette betyder at WACC vil være højere hos Royal Unibrew og dette vil betyde at værdien af selskabet vil falde ud fra teorien fra Modigliani & Miller (1958). Derfor kan det være relevant for selskabet at kigge på dette forhold, eftersom afkastkravet for egenkapital er højere end det er for fremmedkapital.

3.4.3 R_{EK} -udregning

Der skal nu estimeres R_{EK} som er afkastkravet til egenkapitalen. For at finde afkastkravet til egenkapitalen kan CAPM-formelen benyttes. Modellens forkortelse står for Capital Asset Pricing Model.

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

Uddybning af de enkelte led.

R_f = Risikofri rente

B_i = Beta

$(E(R_M) - R_f)$ = Markeds risikopræmie.

3.4.4 Risikofri rente

Ud fra teorien (Ole Sørensen s. 39) er den risikofrie rente lig med renten på nulkuponobligationer, hvor der ikke er nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko, der matcher tidshorisonten på hver af de pengestrømme som skal tilbagediskonteres. I praksis anbefales det at man anvender den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation. Dette skyldes at der derfor er sammenhæng med varigheden på aktiemarkedet og varigheden på den typiske længde af budgetperiode. Til denne opgave har jeg valgt at benytte den 10-årige statsobligation som havde første notering d. 23/1 2019. Her er tale om en 0,5 % kupon med udløb i 2029, DANSKE STAT 2029, (DK0009923807). Den effektive rente for statsobligationen er via oplysning fra NASDAQ Copenhagen, -0,22%.

I tidligere perioder har den effektive rente på statsobligationer været positive, men grundet den seneste renteutvikling påvirket af store QE-programmer fra centralbankerne, så er renterne blevet presset ned, så der nu er negative effektive renter. Da der normalt søges til 10-årige statsobligationer, som er den normale budgetlængde, har jeg vurderet at den valgte statsobligation er den bedst passende til denne opgave. Havde jeg i stedet kigget på en statsobligation med kortere løbetid, findes der en treårig obligation, der udløber i 2022. Denne vurderes ikke at være god at benytte, eftersom den har udløb midt i den valgte budgetperiode.

3.4.5 Beta

Beta viser sammenhængen mellem en virksomhed og markedet. Beta kan beskrives som nedenstående:

$\beta = 0 \rightarrow$ Risiko fri investering

$\beta < 1 \rightarrow$ Investering med risiko som er mindre end markedsporteføljen

$\beta = 1 \rightarrow$ Investering med samme risiko som markedsporteføljen

$\beta > 1 \rightarrow$ Investering med risiko som er større end markedsporteføljen

Historisk beta

En måde at finde frem til beta på en virksomhed er at kigge på historiske tal. Det vil sige, at man tager udgangspunkt i Royal Unibrews historiske afkast, som holdes oppe imod en markedsportefølje. Der kan være flere forhold, der kan påvirke dette tal. At bruge historiske data kan være misvisende, da virksomheden løbende kan ændre virksomhedsprofil og indtræde på nye markeder, hvilket kan øge risikoen i virksomheden og dermed skabe højere udsving i aktiekursen, end den normalt ville have med en anden type risiko. Den anden udfordring er valget af markedsportefølje. Kigger man på at bruge det danske C25 indeks, så har man en markedsportefølje som ikke er særligt bred. Havde der været tale om en virksomhed i USA, kunne man med fordel drage nytte af S&P 500 indekset, som er et meget bredt indeks bestående af 500 virksomheder. Der er også mulighed for at benytte et verdensindeks MSCI World, som giver et bredere perspektiv. En anden mulighed kunne være at benytte MSCI Europe, som ændrer perspektivet til Europa.

Valget af indeks i denne opgave er set i forhold til det marked som Royal Unibrew befinder sig på. Det vurderes at C25 indekset i Danmark ikke er bredt nok til at afdække den risiko, som Royal Unibrew har, eftersom virksomheden også har stor omsætning udenfor Danmark. At benytte S&P 500, vurderes også at være misvisende, i forhold til at deres forretning hovedsageligt foregår i Europa. Derfor tages der udgangspunkt i MSCI Europa, da hovedomsætningen for Royal Unibrew skabes i Europa.

Når der udregnes beta ud fra historiske tal, er det vigtigt at benytte en længere periode af data, så man får de historiske data over en længere periode. På denne måde bliver tallene mere retvisende, end hvis man havde holdt sig til en kort tidshorisont. I denne udregning er data taget fra 1/1 – 2017 frem til 1/4 – 2020. Der er taget udgangspunkt i daglige observationer. Tallene fra MSCI Europa er rensset for danske helligdage for at kunne lave den konkrete udregning. Dette kan give udsving og ændringer i beta, men da der er tale om få dage over en fireårig periode, vurderes der at beta er retvisende.

Ved udregning af beta, hvor der kigges mod det danske C25 indeks udregnes beta til 0,92. Dette vises i Bilag 2.

Ved udregning af beta når de historiske data holdes oppe imod MSCI Europa, ender vi med et beta på 0,73, som kan aflæses i Bilag 3.

Beta ved månedlige observationer

For at sammenligne beta, hvis observationerne havde været ændret i forhold til de daglige, har jeg forsøgt at ændre observationerne til månedlige observationer. Ved at ændre til færre observationer ender vi med et beta på 0,68 som kan aflæses i bilag 4, når man kigger på Royal Unibrew overfor MSCI Europa. Ud fra dette tal vurderes der at der er tale om for få observationer overfor en for lang periode imellem observationerne, når man sammenligner med daglige observationer. Kigger man samtidigt på beta overfor det danske marked vil denne lande på 1,11 som kan aflæses i bilag 5. Dermed betyder det at udsvingene, overfor det danske marked, har været større end udsvingene overfor det europæiske indeks.

Peer Group beta

Kigger man på Royal Unibrews konkurrenter, som Heineken eller Carlsberg, er der ifølge data fra Yahoo Finance (www.uk.finance.yahoo.com/quote/), som kigger på beta med månedlige observationer over fem år, konstateret tal i samme niveau. Det vurderes derfor at være realistisk at sammenligne med den månedlige observation for Royal Unibrew, der er lavet til denne opgave.

Beta for Heineken er målt til 0,73(www.uk.finance.yahoo.com/quote/HEIA) og beta for Carlsberg er målt til 0,73(www.uk.finance.yahoo.com/quote/CARL). Dette viser at virksomhederne inden for det samme marked, har samme størrelse udsving som Royal Unibrew har.

Konklusion på beta

Ud fra ovenstående observationer vurderer jeg det at være realistisk at tage udgangspunkt i beta på 0,73, som er udregnet via historiske data med daglige observationer. Sammenlignet med to konkurrenter, kan der konkluderes et beta inden for samme niveau, hvorfor der kan udvælges beta på 0,73. Havde betaen været anderledes kunne dette have haft en større betydning på WACC-resultatet. Havde der været tale om en lavere beta ville afkastkravet til egenkapitalen falde, og omvendt. Dette skyldes at, hvis beta er højere, betyder det at risikoen i selskabet er højere. Derfor vil det afspejle sig i et højere forventet afkastkrav. Dette vil også betyde samme påvirkning på WACC-resultatet.

3.4.6 Risikopræmien

Risikopræmien er det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier frem for at investere i de risikofrie alternativer. Der kan normalt henvises til det historiske afkast gennemsnit for et marked. Der er dog en risiko ved at benytte et tal som dette, da man i fremtiden måske ikke kan regne ex -post nøgletal. Dette skyldes at der er så meget, der hele tiden ændrer sig, ligesom de økonomiske betingelser der har ændret sig meget, hvis man sammenligner med de økonomiske betingelser de sidste 50 år. Derfor kan investorers risikoaversion også løbende ændre sig, og det kan derfor diskuteres at det kan være risikabelt at benytte sig af historiske tal.

Ud fra teorien (Ole Sørensen, s. 39) er der senest i 2016 lavet en undersøgelse af, hvad investorer ønsker af markedsrisikopræmie. Resultaterne af denne undersøgelse, viste at respondenterne ønsker en markedsrisikopræmie på 5,3% for det danske aktiemarked. Dette tal er en del lavere, hvis man sammenligner med gennemsnitsafkastet for det ledende indeks i USA, S&P 500. Kigger man 90 år tilbage har der været et gennemsnitligt afkast på 9,8% (<https://www.cnbc.com/2017/06/18/the-sp-500-has-already-met-its-average-return-for-a-full-year.html>). Da Royal Unibrew er noteret på den danske børs, vil der tages udgangspunkt i risikopræmien på de 5,3%.

Betydningen for fastsættelsen af denne har også direkte betydning på den endelige værdi af selskabet. Jo højere risikopræmien er, jo højere bliver afkastkravet og dermed vil WACC også ende med at stige. Dette skyldes at investoren vil forvente et højere afkast.

3.4.7 Resultat af CAPM

Vi har nu fundet alle input til CAPM-modellen og kan nu udregne afkastkravet til egenkapitalen.

$$E(R) = -0,22\% + 0,6 * (5,3\%) = 3,63\%$$

3.4.8 Estimering af afkastkrav til fremmedkapitalen

Det sidste led der nu mangler før vi kan udregne WACC er afkastkravet til fremmedkapitalen.

Nedenstående formel kan benyttes til at fremfinde lånerenten, som man benytter som afkastkravet til fremmedkapitalen.

$$R_{fk} = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

Hvor:

R_{fk} = Lånerenten

R_f = risikofrie rente

R_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t = Selskabsskatteprocent

Fra tidligere udregninger har vi fastsat den risikofrie rente til at være -0,22%, mens selskabsskatteprocenten er på 22%. Det sidste der mangler, er det selskabsspecifikke risikotillæg. Her er der tale om et risikotillæg, som banken normalt sætter ud fra virksomhedens soliditet. Da det ikke er muligt at finde en officiel rating fra et ratingbureau, vil der selv blive fastsat et risikotillæg. Ud fra gennemgangen af regnskabsanalysen, som viser at Royal Unibrew er en solid virksomhed, med god solvens, samt en virksomhed i vækst på flere områder, så kunne der vurderes et selskabsspecifikt risikotillæg på 2-4%. Hvis man i stedet kiggede på et højere tillæg, skulle der være tale om en virksomhed med højere risiko. Her kunne der være tale om en nystartet virksomhed, eller en virksomhed, som nemt bliver påvirket af produktudvikling, som for eksempel et teknologiselskab. Royal Unibrew vurderes at være et selskab med en mere sikker drift, og der skal generelt meget specifikke udefrakommende faktorer til at påvirke virksomheden, såsom mangel af råvarer. Det kan også forsøges at estimere, hvor høj deres finansieringsrente er hos kreditinstitutterne for at kunne vurdere hvor højt denne er sat. På denne baggrund kan der vurderes om tillægget ville være retvisende, hvis det sættes til 2-4%. Ud fra en betragtning om, at der kigges på selskabets samlede udgifter i forhold til den samlede gæld, svarer udgiften overfor gælden til omkring 1,3% i 2019. Denne metode er dog meget usikker, fordi man ikke kender lånebehovet i løbet af året, mens der desuden er mange forskellige poster under posten renteudgifter (Christensen "Aktieinvestering" (4. udgave) afsnit 7.3.4.1) For at kunne vurdere om dette er den reelle finansieringsudgift, kan man kigge nærmere på måden, hvorpå bankerne fastsætter deres renter til udlån. Royal Unibrew nævner i deres årsopgørelse at virksomheden ønsker løbetid på deres bankfinansiering på 1-6 år. Derved kan bankerne nu tage denne faktor i spil når de kigger på fastsættelsen af renten.

En dansk bank vil normalt kigge på CIBOR renten og dertil tilføje et risikotillæg. Den nuværende kortsigtede rente ligger på 0,2463 % ifølge CIBOR 12, ifølge Danish Financial Benchmark Facility (<https://dfbf.dk/dfbf-benchmarks/rates/>). Hertil kan de så fastsætte et risikotillæg.

På baggrund af ovenstående gennemgang vil jeg fastsætte risikotillægget til 3,2463%. Dette er fremfundet ved CIBOR 12 plus et risikotillæg på 3%.

Ud fra ovenstående formel kan afkastkravet til fremmedkapitalen udregnes til:

$$Rfk = (-0,22\% + 3,2463\%) * (1 - 22\%) = 2,17\%$$

3.4.9 Udregning af WACC

Ud fra ovenstående udregning kan WACC nu udregnes.

$$0,92 * 3,84\% + 0,08 * 3,2463\% * (1 - 22\%) = 3,47\%$$

WACC kan nu benyttes til værdiansættelsen via DCF-modellen.

3.5 Værdiansættelse af Royal Unibrew

Værdiansættelsen kan nu foretages via DCF-modellen. Formlen for DCF-modellen er indsat nedenfor.

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_t}{(1+WACC)^T}$$

Det første led af formlen er værdien af budgetperioden, mens det andet led af formlen giver værdien af terminalværdien. Terminalværdien udregnes via nedenstående formel.

$$TV_t = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g}$$

Ud fra ovenstående findes nu den samlede markedsværdi ud fra de forudsætninger, der er lavet før DCF-modellen.

Ud fra markedsværdien kan en aktiepris nu findes for at kunne sammenligne med den aktuelle aktiepris. Da aktiehistorik er valgt frem til d. 1/4 – 2020, vil der blive sammenlignet med denne kurs. Kursen pr. d. 1/4, lød på 468,10 kr.

Figur 12: DCF-modellen

År	DCF-modellen						
	0	1	2	3	4	5	6
Værdiansættelse		2020	2021	2022	2023	2024	TV
Driftsoverskud	1.059.269,00 kr.	1.202.474,42 kr.	1.250.573,39 kr.	1.300.596,33 kr.	1.409.751,09 kr.	1.466.491,82 kr.	1.532.809,03 kr.
NDA	5.680.119,00 kr.	5.964.121,96 kr.	6.202.686,84 kr.	6.450.794,31 kr.	6.644.318,14 kr.	6.843.647,68 kr.	7.048.957,11 kr.
FCF		918.471,46 kr.	1.012.008,51 kr.	1.052.488,85 kr.	1.216.227,26 kr.	1.267.162,27 kr.	1.327.499,60 kr.
Diskonteringsfaktor		1,00	1,07	1,11	1,15	1,19	
PV FCF		918.471,46 kr.	945.217,84 kr.	950.033,95 kr.	1.060.987,39 kr.	1.068.320,59 kr.	
Sum af PV FCF	4.943.031,23 kr.						
Terminalværdi	280.784.509,45 kr.						
PV terminal	236.724.118,59 kr.						
Samlet markedsværdi	241.667.149,82 kr.						
Maksimalværdi af FK	5.680.119,00 kr.						
Maksimalværdi af EK	235.987.030,82 kr.						
Værdi pr. aktie	471,03 kr.						

Kursen der er udregnet i opgaven, lyder på 471,03 kr. hvilket betyder at kursen i forhold til d. 1/4 vurderes at være prissat korrekt.

Værdien er dog stadig usikker i en vis grad, da der i ovenstående tilfælde kun er taget højde for en bestemt udvikling i deres budget. Der skal kun få justeringer til, før dette kan ændre sig. Derfor ønskes der at blive foretaget en en-faktor følsomhedsanalyse for at vise følsomheden i aktiekursen, ved ændring af en række inputs.

3.5.1 Delkonklusion værdiansættelse

Det vurderes relevant at beskrive effekten af det eksogene chok i aktiekursen pr. d. 1/4 – 2020. Grundet den igangværende pandemi som skyldes ny coronavirus, har aktiemarkedet mødt et massivt fald. Royal Unibrew er deriblandt påvirket hårdt. I denne opgave benyttes der aktiehistorik frem til d. 1/4 – 2020, som er midt i et aktiemarked, der dagligt har meget store udsving. Kurserne i Danmark mødte de første store kursfald omkring d. 19. februar. Det danske aktiemarked faldt næsten 30% på blot en måned. Kurserne har dog rettet sig pænt siden, men Royal Unibrew blev også ramt hårdt af panikken i denne periode. Den 20. februar havde Royal Unibrew en aktiekurs på 689,60 kr., hvilket er markant højere end den benyttede aktiekurs i denne opgave, som lyder på 468,10 kr. Det havde derfor været en anden diskussion om, hvorvidt aktien var overvurderet af

markedet eller om der var fastsat misvisende forudsætninger i budgettet, hvis aktiekursen, der benyttes i opgaven, var 689,60 kr.

Det store kursfald er kommet hovedsageligt på baggrund af frygt for at virksomheden i fremtiden ikke kan leve op til deres vækstforventninger. Derfor er det relevant at se på, hvordan værdien af aktiekursen vil udvikle sig, hvis omsætningsforventningen vil ændre sig negativt i fremtiden.

Værdiansættelsen viser en fair value på aktiekursen til en pris på 471 kr. Ved sammenligning med kursen d. 1/4, betyder det at prisen er en smule overvurderet. Det vurderes dog at prisen er meget tæt på markedsprisen.

3.6 Følsomhedsanalyse

DCF-modellen, som er benyttet til at udregne værdien af selskabet og aktiekursen, er en model som tager udgangspunkt i en række antagelser og estimater. Disse kan være forbundet med en større usikkerhed ud fra fastsættelsen af disse. Derfor foretages der nu en følsomhedsanalyse, som skal kunne vise følsomheden overfor nogle af disse input, som benyttes til modellen. I DCF-modellen indgår der tre input, nemlig FCF, WACC og terminalvæksten. Disse punkter vil nu stilles over for hinanden, og der vil blive vist hvad en ændring af disse faktorer kan have af betydning.

3.6.1 Faktoranalyse

Den første analyse er lavet på baggrund af ændringen i aktiekursen ved påvirkning af WACC og vækst i terminalperioden. Ud fra nedenstående tabel kan der observeres at yderpunkterne i aktiekursen ligger mellem 288 kr. og 1858 kr. Der er ret store kursforskelle ved ændring af enten WACC eller væksten med bare 0,05. Derfor er det vigtigt at alle inputs i DCF-modellen fastsættes med stor forsigtighed og godt gennearbejdet foregående analyse. Jo lavere WACC, jo bedre er det for virksomheden, da værdien derved vil stige. Dette giver yderligere mening, eftersom højere vækst vil resultere i et bedre resultat.

Figur 13: Aktiekursen ved ændring i WACC

Aktiekursen ved ændring i WACC og Vækst i terminalperioden								
Kolonne = WACC - Række = Vækst i terminalperiode								
	2,85%	2,90%	2,95%	3,00%	3,05%	3,10%	3,15%	3,20%
3,32%	480	536	608	701	830	1017	1314	1858
3,37%	432	478	534	605	698	826	1012	1308
3,42%	393	430	476	531	602	695	823	1008
3,47%	361	392	429	471	529	599	692	819
3,52%	333	359	390	427	471	527	597	689
3,57%	309	331	357	388	425	469	524	594
3,62%	288	307	330	356	386	423	467	522

I nedenstående tabel, som er udregnet i Excel, er der kigget på ændringen i WACC ved ændring af afkastkravet til egenkapitalen og ændring af afkastkravet til fremmedkapitalen.

Som det kan ses, har effekten af ændringen i afkastkravet til fremmedkapitalen minimal betydning overfor WACC. Dette skyldes at fremmedkapitalen i virksomheden udgør en lille del af den samlede kapital. Havde fremmedkapitalen haft en større andel, end de udregnede 8%, kunne ændringen i afkastkravet til fremmedkapitalen have haft en større betydning. Der kan aflæses af tabellen, at ændringen af afkastkravet til egenkapitalen vil have en større indflydelse på resultatet af WACC. En lavere afkastkrav til både fremmed- og egenkapital vil betyde en lavere WACC og omvendt.

Figur 14: WACC ved ændring i Rek og Rfk

WACC ved ændring i Rek og Rfk								
Kolonne = Rfk / Række = Rek								
	2,13%	2,63%	3,13%	3,63%	4,13%	4,63%	5,13%	5,63%
1,77%	2,07%	2,53%	2,99%	3,45%	3,91%	4,36%	4,82%	5,28%
1,97%	2,08%	2,54%	3,00%	3,46%	3,92%	4,38%	4,84%	5,30%
2,17%	2,10%	2,55%	3,01%	3,47%	3,93%	4,39%	4,85%	5,31%
2,37%	2,11%	2,57%	3,03%	3,49%	3,94%	4,40%	4,86%	5,32%
2,57%	2,12%	2,58%	3,04%	3,50%	3,96%	4,42%	4,88%	5,33%
2,77%	2,13%	2,59%	3,05%	3,51%	3,97%	4,43%	4,89%	5,35%

Der kan derfor kigges nærmere på, hvor følsom afkastkravet til egenkapitalen er over for udvalgte inputs. I dette tilfælde kigges der på ændring af beta og risikopræmien.

Figur 15: Rek ved ændringer i Beta og risikopræmien på markedet

R(ek) ved ændring i beta og Risikopræmien på markedet								
Kolonne = Beta / Række Risikopræmie								
	3,80%	4,30%	4,80%	5,30%	5,80%	6,30%	6,80%	7,30%
0,69	2,39%	2,73%	3,08%	3,42%	3,76%	4,11%	4,45%	4,79%
0,71	2,47%	2,82%	3,17%	3,53%	3,88%	4,23%	4,59%	4,94%
0,73	2,54%	2,91%	3,27%	3,63%	4,00%	4,36%	4,72%	5,09%
0,78	2,73%	3,12%	3,51%	3,90%	4,29%	4,67%	5,06%	5,45%
0,83	2,92%	3,34%	3,75%	4,16%	4,58%	4,99%	5,40%	5,82%

Her kan der konkluderes at en ændring af beta kan have meget stor betydning for modellen. Hvis beta blev fastsat til 0,69 vil aktiekursen have ændret sig fra den først udregnede pris på 471 kr. til 766 kr.

Konklusion på følsomhedsanalyse

Derfor kan det konkluderes, ud fra ovenstående følsomhedsanalyse, at selv meget små ændringer i inputs kan have stor betydning for den endelige prisfastsættelse. Derfor kan det også konkluderes at aktieprisen er fastsat med stor usikkerhed. Jeg vil dog vurdere at de forudsatte input i opgaven er realistiske, hvorfor aktiekursen er fastsat i et fornuftigt niveau på baggrund af de indledende analyser. Dette hænger også sammen med at analysemetoden, som er en fundamental analyse, fastsætter aktiekursen på længere sigt.

3.7 Scenarieanalyse

Der vil nu blive udarbejdet en scenarieanalyse, som har til formål at vise andre udfald i det fastsatte budget. Budgettet i opgaven er fastsat ud fra et bestemt scenarie og derfor er det relevant at analysere forskellige scenarier ved ændring af parametre for budgettet.

3.7.1 Opgavescenarie – base case

I opgave er der benyttet et scenarie for at virksomheden fortsat skal møde en vækst i fremtiden, og derved er der fastsat en terminalvækst til 3%. Dette hænger også sammen med at Royal Unibrew i regnskabet, oplyser de har et mål om fortsat at opkøbe virksomheder, samtidig med at branchen generelt stadig oplever vækst indenfor nogle af deres forretningsområder. De seneste virksomhedsopkøb har specielt været med til skabe den seneste vækst som de har oplevet.

Royal Unibrew har i regnskabet nævnt de ønsker en forventet EBIT-margin på 19-20% over den næste periode. Den opsatte EBIT-margin i opgaven er derfor sat til 20,6% og dette stemmer pænt overens med virksomhedens egen forventning. Dette betyder at aktiekursen er i base case fastsat til 471 kr.

3.7.2 Best Case

Hvis der kigges på at forbedre nogle af de forudsatte betingelser i budgettet, kan det diskuteres om EBIT-margin måske i fremtiden vil være højere end 20,6%. Ved løbende effektivisering af processer og hele tiden forbedrede produktionsmaskiner, som skaber en bedre økonomisk produktion, samt mere effektiv produktion, kan EBIT-margin forbedres. En udvikling i priserne på nye produkter, som for eksempel bæredygtige produkter, kan også have en betydning. Her kan der være tale om et område, hvor kunderne ikke vil have så stort fokus på prisen, hvorved indtjening på produktet øges. Ud fra dette fastsættes EBIT-margin til 21,5%. Væksten kan også udvikle sig højere end i base casen. Det kan vise sig at området indenfor læskedrikke fortsat vil udvikle sig, måske endda udvikle sig mere end forventet i fremtiden. Det kan også vise sig, at efterspørgslen efter øl i fremtiden bliver højere. Dette kan eventuelt komme ud fra udviklingen i nye produkter indenfor øl. Med en højere vækst i nettoomsætning fastsat til 3,2%, kan en ny aktiekurs nu udregnes til 852 kr. Dermed kan det betyde at, hvis de oplever en smule højere langsigtet vækst og en bedre EBIT-margin vil aktiekursen vise sig i dag at være undervurderet.

3.7.3 Worst case

Kigges der ind i et scenarie som ikke lever op til base case, kan det diskuteres hvad der kan rammes negativt her. Hvis der igen kigges på væksten og EBIT-margin kan følgende forudsætninger laves. Hvis der ikke som forventet kommer en høj vækst i fremtiden, enten på baggrund af ændring af lovgivning eller lavere efterspørgsel på deres produkter, vil det have indflydelse på terminalvæksten. Det kan diskuteres at salget af øl i fremtiden kan stå overfor en nedtur, fordi efterspørgslen generelt på markedet for øl er nedadgående. Dette kan være forårsaget af et større fokus på sundhed. Virksomheden kan derfor opleve en nedgang i vækst, hvis de ikke kan tilpasse sig markedet. Ud fra denne betragtning, kan der forudsættes en vækst på 2,5%.

I forhold til EBIT-margin kan virksomheden møde problemer i de ny opkøbte virksomheder, hvis de ikke kan få effektiviseret deres produktioner. De kan også møde større omkostninger end forventet i nogle af deres markedsområder. Der kan opstå udfordringer ved at opretholde en høj indtjening i forbindelse med at de løbende udvider deres produkter på nye markeder. Derfor kan der forventes en nedgang i en periode, indtil man er solidt tilstede på de nye markeder. Ud fra denne betragtning er der i dette eksempel fastsat en EBIT-margin til 19%.

Ud fra ovenstående nye forudsætninger vil en aktiekurs lyde på 212 kr. som er et godt stykke under den nuværende aktiekurs.

3.7.4 Konklusion på scenarieanalyse

Ud fra de gennemgåede scenarier ovenfor, kan der konkluderes en stor forskel på aktiekursen ud fra de forskellige prognoser i budgettet. Ved få ændringer kan der i den fastsatte best case og worst case, være en forskel i aktiekursen fra 212 kr. til 852 kr. Derfor kan det konkluderes at det er vigtigt at der er stor opmærksomhed i valget af prognosen i budgettet. Det kan også konkluderes at der kun skal få ændringer til i markedet, som kan betyde store udsving i værdien for selskabet.

Kapitel 4: Diskussion og konklusion

4.1 Diskussion af værdiansættelsesmetoden

Igennem opgaven er der gennemgået en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse med tilhørende rentabilitetsanalyse. Dette er gjort for at have det bedste grundlag for at kunne fastsætte et budget, som skal give et Cash Flow som skal bruges til den anvendte værdiansættelsesmodel. I opgaven er modellen DCF benyttet. Denne type værdiansættelse bruges til at kunne udregne aktieprisen for at vurdere, hvorvidt virksomhedens aktiepris er under- eller overvurderet. Denne type værdiansættelse kaldes også for en fundamental analyse. Udgangspunktet er nemlig her at fokusere på økonomien og de udstedte regnskaber. Formålet med en fundamental analyse er at finde svar på spørgsmål som:

- Vokser virksomhedens omsætning?

- Hvordan er virksomhedens konkurrence position, til i fremtiden at kunne stå imod konkurrenter?
- Hvordan udvikler markedet sig?
- Forsøger ledelsen at "pynte på papirerne"?

Mange flere spørgsmål kan opstilles i denne form. Det hele kan dog til sidst koges ned til det endelige spørgsmål: Er virksomhedens aktie en god investering?

En fundamental analyse går sådan set ud på at undersøge fundamentale faktorer. Dette lyder nu meget simpelt, men det kræver dog at man ved præcis, hvilke faktorer der skal kigges på. Det gælder om at finde de økonomiske faktorer, der kan beskrive sundheden i virksomheden. Det giver mening at nogle af disse faktorer omhandler profitten i selskabet, men der kan også være andre faktorer der spiller ind, som virksomhedens markedsandel og ledelseskvaliteten. En gennemgang af alle økonomiske faktorer kan sagtens give et fornuftigt billede af virksomhedens værdi. Man kan komme rundt om mange forskellige faktorer og analysere dem i dybden, for at finde ud af, hvor virksomheden har en fordel eller hvor de muligvis har problemer. En anden vigtig faktor vil dog være at virksomheder som Royal Unibrew, der har en længere historie, kan have en vis brandværdi. En brandværdi kan have stor betydning for et selskab. Hvis man for eksempel kigger på et selskab i samme branche som Coca-Cola, må der alt andet lige antages at deres brand godt kan have en indflydelse på, hvor meget virksomheden er værd. Denne brandværdi er måske ikke lige en faktor, der nemt kan indregnes i værdien af selskabet i en DCF-model, men det er vigtigt at have i baghovedet, at mange andre faktorer kan have en større betydning på den endelige værdi.

4.1.1 Indre værdi

Et større spørgsmål i forhold til værdiansættelser er, hvorfor man ikke bare kan benytte sig af den indre værdi på selskabet, som er fastsat af aktiemarkedet. En af de største antagelser i fundamental analyse er at aktiemarkedet ikke er perfekt, og derfor regner markedet ikke den korrekte værdi af selskabet. På aktiemarkedet kan der fremkomme mange psykologiske faktorer, når det handler om at eje en aktie. Derfor er der ikke tale om et perfekt marked. Et perfekt marked ville altid følge den indre værdi i et selskab. Hvis en investor derfor ser ud fra den fundamentale analyse at aktien

handles under markedsprisen, vil investoren købe op indtil den indre værdi passer med den fundamentale analyse. Det perfekte marked forudsætter at al relevant information er indarbejdet i prisen på et aktiv. Ny information antages at være tilgængelig for alle og dermed indarbejdes det øjeblikkeligt i prisen på et aktiv. Investorer kan derfor ikke finde under- eller overvurderede aktiver. De kan kun forvente et normalt afkast, som afspejler et givent aktivs risiko. Det perfekte marked findes dog kun i teorien. Derfor vurderes fundamental analyse at have en stor værdi når en investeringsbeslutning skal tages. Det kan antages at aktiekursen på et selskab følger den fundamentale værdi på lang sigt. De psykologiske faktorer kan derfor påvirke kursen på kort sigt. Et godt eksempel på dette er, som på nuværende tidspunkt under en pandemi, hvor der sker store kursfald, på baggrund af generel panik. Her glemmes den fundamentale værdi på selskabet, nemlig økonomien bag og deres langsigtede forventninger, og der sælges derfor grundet en frygt man personligt danner. Personer mister her det rationelle element, som er vigtigt i forbindelse med investering i aktier, i perfekte markeder. Fundamentalanalytikerne kan i disse tilfælde få stor glæde af sin analyse for at kunne købe en aktie, der er prissat for billigt. Udfordringen er at den såkaldte "lange udsigt" kendes ikke. Der kan måske være tale om dage, men det kan være flere måneder eller år. De største ubekendte områder her er, at du ikke ved om dit estimat for den indre værdi er korrekt, og du ved ikke hvornår den indre værdi vil afspejle sig i markedet. Derfor må der antages at en fundamental analyse bør benyttes til prissætning på lang sigt.

4.1.2 Kritik af fundamental værdiansættelse

Kritikken af at benytte sig af fundamental værdiansættelse skal tage udgangspunkt i de ovenstående diskuterende områder. Den største udfordring er at kunne finde de korrekte faktorer, der skal bruges i modellen. Det kræver at disse faktorer kan bakkes op med gode forklaringer om, hvorfor de er udvalgt og at der forklares hvorfor de er fastsat som de er. Kan man ikke begrunde valgene i opgaven, kan der hurtigt opstå tvivl om, hvorfor man har gjort som man har.

Hvis der i opgaven samtidigt ikke bliver valgt de korrekte faktorer, kan dette have stor indflydelse på den endelige værdiansættelse. Overser man en vigtig faktor, kan det hurtigt konkluderes at værdiansættelsen er ugyldig og derfor ikke kan benyttes. Dette skyldes at værdien vil være misvisende ud fra de benyttede faktorer. Der kan diskuteres at en fundamental analyse som denne

skal benyttes for at få en forventning til den fremtidige prissætning, og ikke en forventning til prissætningen på den korte bane. Dette skyldes, som der er diskuteret ovenfor, at der er andre forhold som påvirker aktiemarkedet på den korte bane, i form af psykologiske faktorer.

Det kan også diskuteres at en fundamental analyse ikke kan stå alene. Som nævnt ovenfor er der tale om investering på uperfekte markeder. Der kan dermed opstå prissætning af den indre værdi på markedet, som kan være forkert, hvis andre faktorer har påvirket kursen, selvom det ikke har indflydelse på den fundamentale analyse.

Der kan i disse tilfælde anvendes teknisk analyse, som undersøger mønstre i kursudvikling. Her tages der nemlig ikke stilling til den fundamentale del. Det skal dog siges der kan komme store forskelle i resultaterne, og modellerne kan oftest gå imod hinanden.

Der kan også være tale om, hvor korrekt en fundamental analyse er at benytte på visse selskaber. En fundamental analyse vil måske ikke vise sig særlig relevant, hvis et nyopstartet selskab med meget høj vækst, som er afhængig af produktudvikling, undersøges. Dette skyldes at forudsætningerne for den fundamentale analyse, meget ofte ændrer sig. Der kan være tale om biotek selskaber og teknologiske selskaber. Biotek virksomheders værdi påvirkes særligt ud fra resultatet på deres løbende test og den generelle forskning. Et teknologisk selskab, som for eksempel Apple, har oplevet ekstreme værdistigninger efter deres opfindelse af deres iPhone. Derfor kan selskaber som disse, muligvis forholde sig mindre til den langsigtede fundamentale værdi. Hvis denne skal holde, skal man antage meget nøjagtigt, hvordan produktudvikling løbende kommer til at udvikle sig. Det kan i dette tilfælde være relevant at opstille forskellige scenarier, for at kunne oplyse hvad værdien kan være, hvis virksomheden ikke lever op til forventningerne.

Det kan dog være en anelse mere realistisk at benytte fundamental analyse på et selskab som Royal Unibrew, der oftest vil operere på markeder som i dag kendes og er mere stabile. Dermed er der ikke større udsving i forventningerne til selskabet, som ville kunne påvirke prisfastsættelsen på den lange bane.

4.1.3 Konklusion på diskussion af værdiansættelsesmetoden

Ud fra gennemgangen af ovenstående kan der nu konkluderes følgende. En værdiansættelsesmodel afhænger meget af valget af faktorer. Der sættes et krav til at man har et vist kendskab til selskabet for at kunne konkludere på de analyserede tal i opgaven. Benyttelse af DCF-modellen er et valg som en analytiker kan benytte sig, og dette bliver oftest gjort i forbindelse med prissætning af aktier. Det er i teorien ikke bevist, hvorvidt DCF-modellen er den mest korrekte at anvende. Den skaber et grundlag ud fra det økonomiske aspekt fra en virksomhed, men i et uperfekt investeringsmarked kan det på kort sigt betyde at den fundamentale analyse ikke kan benyttes. Det kan måske i stedet konkluderes at værdien på aktien følger den fundamentale værdi på lang sigt, hvis de fastsatte faktorer i modellen holder. Det kan også konkluderes at fundamental analyse kan virke bedre på nogle typer virksomheder end andre.

4.2 Konklusion

Resultatet af opgaven kan nu samles i denne konklusion. Formålet med opgaven har været at finde fair value af aktieprisen for Royal Unibrew ved benyttelse af en fundamental analyse. Ud fra historien kan det konkluderes at Royal Unibrew er et kendt dansk selskab, som har eksisteret i mange år. Gennem de seneste år har virksomheden udviklet sig positivt økonomisk i forbindelse med at de har optaget større andele af det totale marked i Danmark og Europa. Udviklingen i deres internationale område gennemgår også en positiv udvikling, og der kan fremtidigt være en forventning til at de igen kan opleve positiv udvikling her. Royal Unibrew er i dag Danmarks andenstørste bryggeri.

Der er gennemgået en strategisk analyse, som kan konkludere at Royal Unibrew er en virksomhed med stordriftsfordele. De har en stærk konkurrenceposition og gode forhandlingstyrker overfor deres leverandører. De kan dog blive udfordret af at være i et marked med stor konkurrence og et marked med kunder, som har stor forhandlingsstyrke. Derfor er der i den strategiske analyse konkluderet at virksomheden er under stort pres fra kunder og konkurrenter, som hele tiden kræver at virksomheden er omstillingsparat til at kunne ændre på deres produktportefølje. Virksomheden kan også opleve, og har allerede oplevet dette flere gange, at politiske faktorer specielt kan påvirke deres markedspositioner. Ifølge virksomheden, fokuseres der især på større investeringer i deres

værdikæde, så de netop kan være omstillingsparate. En stærk værdikæde vil samtidig betyde, at de kan producere og sælge deres produkter mere effektivt og opnå en højere indtjening ved dette. Dette skal også sikre fortsat forbedring af deres regnskabsmæssige resultater.

Der kan ud fra regnskabsanalysen konkluderes at virksomheden, gennem de seneste fem år, har oplevet en stigning i vækst. De har også set en stigning i den samlede volumen af deres produktion generelt over alle deres markedsområder. Virksomheden har gennem de seneste fem år haft fokus på opkøb af konkurrenter, som skal kunne give dem adgang til nye markeder og dermed ny vækst. De nye opkøb har haft en negativ indflydelse på virksomhedens ROIC og aktivernes omsætningshastighed. Dette kan skyldes at de endnu ikke har fået de nye virksomheder til at køre som resten af forretningen. Dette betyder også at de kan forvente eller håbe på en forbedring af ROIC og aktivernes omsætningshastighed, når de har været længere tid på de nye markeder. Finansieringen i virksomheden er også øget grundet den nye gæld de har optaget til finansieringen af de nye opkøbte virksomheder.

På baggrund af gennemgangen af den strategiske analyse er der fastsat et budget for virksomhedens fremtid. Der er taget udgangspunkt i en budgetperiode på fem år. Det er fastsat at virksomheden i fremtiden fortsat skal møde en vækst i nettoomsætningen. Dette kan også konkluderes ud fra gennemgangen af deres markedsudvikling og kan yderligere begrundes ud fra deres strategi om fortsat at skulle opkøbe konkurrenter, så de på den måde kan opretholde det vækstniveau, som de har oplevet de seneste mange år.

Med det fastsatte budgetsценarie i opgaven, kunne der arbejdes videre med værdiansættelsen som i denne opgave er DCF-modellen. Diskonteringsfaktoren til denne model er virksomhedens WACC. Det kan konkluderes at kapitalstrukturen for Royal Unibrew består af 92% egenkapital samt 8% fremmedkapital. Dette er sammenlignet med deres konkurrent Heineken, som viser at Royal Unibrew har en højere egenkapital i forhold til fremmedkapital, end Heineken har. Dette betyder at værdien vil være lavere for Royal Unibrew, da der kan konkluderes at det er billigere at have en større andel af fremmedkapital. Dette er også konkluderet ud fra Modigliani & Millers (1958) propositioner.

Der er efterfølgende fastsat afkastkrav for både egenkapitalen og fremmedkapitalen. Der er til egenkapitalen benyttet CAPM-modellen, som kræver at der fastsættes en risikofri rente, beta og en markedsrisikopræmie. Til fremmedkapitalen er der fastsat et selskabsspecifik risikotillæg. Med en estimeret WACC, er den videreført til den endelige værdiansættelse af Royal Unibrew. Efter udregningen af denne kan der fastsættes en aktiepris på 471 kr. Der kan ud fra dette resultat konkluderes en pris som stemmer godt overens med den handlede pris på aktiemarkedet. Det kan konkluderes, ud fra den dybe gennemgang af faktorer til de indledende modeller, at dette er den fair value af aktieprisen, ud fra opgavens budgetsценarie.

For at kigge nærmere på resultatet og følsomheden over for resultatet, kan der efter følsomheds- og scenarieanalysen, konkluderes at der kun skal ske meget få ændringer i enkelte faktorer, før værdien ændrer sig i større omfang. Der kan derfor konkluderes at den udregnede aktiekurs er fastsat med en større usikkerhed. Det kan konkluderes at prisen afhænger meget præcist af de forudsætninger, der er lavet i budgettet, samt forudsætningerne der er lavet til diskonteringsfaktoren.

Det kan konkluderes ud fra diskussionen af opgaven, at en værdiansættelse ud fra en enkelt værdiansættelsesmetode kan være usikkert. Det kan konkluderes at en fundamental analyse nemt kan overse andre vigtige faktorer, som ikke præcist kan aflæses af årsrapporten. Det kræver derfor et særligt godt kendskab til virksomheden for at kunne lave en værdiansættelse ud fra en DCF-model. Modellen kan i tilfælde være upraktisk at benytte over for nogen typer selskaber. Der kan samtidigt konkluderes at DCF-modellen ikke tager højde fra faktorer, som ellers påvirker aktiemarkedet på den korte bane. Her menes der psykologiske faktorer, som er med til at skabe et uperfekt marked, da folk i disse tilfælde ikke er rationelle. Dette bør man altid være opmærksom på når man benytter DCF-modeller til analysering af selskabsværdien, og på den måde udregne om en aktie er under- eller overvurderet.

4.3 Perspektivering

Opgaven er lavet på baggrund af en fundamental analyse. Som det diskuteres i opgaven, kan der være visse ulemper ved en fundamental analyse. Der kan være flere elementer som man kan misse, som kan være afgørende, når de forskellige faktorer skal fastsættes. Det kunne her have været

interessant at have indsamlet interviews fra ansatte fra Royal Unibrew. Dette kunne måske give et dybere indblik i virksomheden, som kunne vise sig at være en konkurrencemæssig styrke. Her kunne der for eksempel være tale om motiverede og kompetente ansatte, som i sidste ende kan påvirke til en bedre drift af virksomheden. Det kunne yderligere have været interessant at interviewe ledere fra en økonomiafdeling, for at kunne spørge dybere ind til deres investeringer i deres værdikæde, for at kunne komme tættere på, hvor stærk en værdikæde virksomheden har eller om der er pyntet på den i årsrapporten.

Der er i opgaven kun taget udgangspunkt i DCF-modellen. Her kunne det have været interessant at sammenligne resultatet fra modellen med en anden værdiansættelsesmodel, og på den måde sammenligne resultaterne. Det kunne også være interessant at have adgang til en teknisk analyse af aktien, for at kunne sammenligne resultaterne og på den måde diskutere de to forskellige metoder, som mange investorer i verden benytter sig af.

Havde skriveperioden for opgaven været længere, kunne det have været interessant at afvente næste kvartalsrapport for at kunne analysere påvirkningen af det igangværende eksogene chok. På denne måde kunne konklusionen fra diskussionen måske bekræftes, i forhold til at fundamental analyse på kort sigt kan fejle.

Til sidst kunne det have været interessant at sammenligne min værdiansættelse med en analytikers, for at se hvad de har af kursforventninger, i forhold den udregnede kurs jeg har fastsat i opgaven.

Litteraturliste

Bøger:

Christensen, Michael (2017): "Aktieinvestering - teori og praktik anvendelse" (4. udgave) Danmark: Jurist- og økonomforbundets forlag

Sørensen, Ole (2017): *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang* (5. udgave) Danmark: Gjellerup

Artikel:

Miller og Modigliani 1958

Årsregnskaber:

Annual Report 2019, Royal Unibrew

Uddrag af årsrapport 2019, Royal Unibrew

Carlsberg Group Annual Report 2019

Hjemmesider:

Bryggeriforeningen. (u.å.). Afgiftssatser, lokaliseret d. 15 marts 2020 på:

<https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/salg-og-afgifter/afgiftssatser/>

Bryggeriforeningen. (u.å.). Salg om læskedrik, lokaliseret d. 15 marts 2020 på

<https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-laeskedrik/marked/salget-paa-det-danske-laeskedrikmarked/>

Bryggeriforeningen. (u.å.). Antallet af danske bryggerier stiger. Lokaliseret d. 19. april 2020 på:

<https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/samfund/antallet-af-danske-bryggerier-stiger/> -

Bryggeriforeningen. (u.å.). Medlemmernes salg på det danske læskedrikmarked. Lokaliseret d. 19. april 2020 på: <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-laeskedrik/marked/salget-paa-det-danske-laeskedrikmarked/>

CNBC. (18 juni 2017.).S&P 500 gennemsnit afkast, lokaliseret d. 16 april 2020 på:
(<https://www.cnbc.com/2017/06/18/the-sp-500-has-already-met-its-average-return-for-a-full-year.html>)

Den Store Danske (u.å.). Royal Unibrew historie, lokaliseret den 1. marts 2020 på:
[http://denstoredanske.dk/Mad og bolig/Øl, vin og spiritus/Øl og mineralvand/Royal Unibrew](http://denstoredanske.dk/Mad_og_bolig/Øl,_vin_og_spiritus/Øl_og_mineralvand/Royal_Unibrew)

Drikke ABC (u.å.). Royal Unibrew Historie, lokaliseret den 1. marts 2020 på:
<https://www.drikkeabc.dk/49/royal-unibrew-a%7Cs----bryggeri>

MSCI (u.å.). Indeks data, lokaliseret d. 18/4 på: <https://www.msci.com/end-of-day-data-search>

Nasdaq OMX (u.å.). Royal Unibrew aktiehistorisk, lokaliseret d. 18/4 på:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?Instrument=CSE3273>

Nordnet – Royal Unibrew. Aktiekurs lokaliseret d. 8. marts kl. 13:00 på:
<https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099948-royal-unibrew>

Royal Unibrew 25. februar 2003. Udvidelse af samarbejde med Heineken lokaliseret den første marts 2020 på: <http://investor.royalunibrew.com/static-files/b4d0d6db-3d52-4bf9-af77-7844b4e97f17>

Royal Unibrew. (u.å.) Om Royal Unibrew. Lokaliseret d. 1 marts 2020 på:
<https://royalunibrew.dk/om-royal-unibrew/>

Royal Unibrew. (u.å.) Brandportefølje lokaliseret d. 3. marts 2020 på:
<https://royalunibrew.dk/commercial/#brandportefoelje>

Yahoo Finance aktie overblik for Heineken, lokaliseret d. 22. april 2020 kl. 11:56 på:
<https://uk.finance.yahoo.com/quote/HEIA.AS?p=HEIA.AS>

Yahoo Finance aktie overblik for Carlsberg, lokaliseret d. 22. april 2020 kl. 11:56 på:

<https://uk.finance.yahoo.com/quote/CARL-B.CO?p=CARL-B.CO&.tsrc=fin-srch>

Dinero. (u.å.). Værdikæde, lokaliseret d. 22. april på: <https://dinero.dk/ordbog/vaerdikaede/>

Tabel og figur oversigt

Figuroversigt

Figur 1: Fag og struktur

Figur 2: Hovedelementer i strategien

Figur 3: Aktiegraf

Figur 4: Værdikæde

Figur 5: Antal bryggerier

Figur 6: Forhandlingsstyrke til Porters Five forces

Figur 7: Konkurrenceintensitet til Porters Five Forces

Figur 8: Porters generiske strategier

Figur 9: Reformulering af resultatopgørelse for Royal Unibrew

Figur 10: Reformulering af balance 2019

Figur 11: Budget

Figur 12: DCF-modellen

Figur 13: Aktiekursen ved ændring i WACC

Figur 14: WACC ved ændring i R_k og R_{fk}

Figur 15: R_k ved ændringer i Beta og risikopræmien på markedet

Tabeloversigt

Tabel 1: SWOT

Bilag

Bilag 1: Reformuleret balance

	Royal Unibrew reformuleret Balance				
	2019	2018	2017	2016	2015
Goodwill	2.335.120,00 kr.	2.124.891,00 kr.	1.451.150,00 kr.	1.449.465,00 kr.	1.455.776,00 kr.
Varemærker	1.955.888,00 kr.	1.769.089,00 kr.	1.232.067,00 kr.	1.230.330,00 kr.	1.233.475,00 kr.
Distributionsrettigheder	160.505,00 kr.	159.759,00 kr.	170.092,00 kr.	182.083,00 kr.	195.030,00 kr.
Kunderrelationer	64.589,00 kr.	54.145,00 kr.	8.757,00 kr.	22.243,00 kr.	35.881,00 kr.
Immaterielle langfristede driftsaktiver	4.516.102,00 kr.	4.107.884,00 kr.	2.862.066,00 kr.	2.884.121,00 kr.	2.920.162,00 kr.
Projektdrivingsjendomme			- kr.	- kr.	197.506,00 kr.
Grunde og bygninger	1.082.130,00 kr.	1.114.116,00 kr.	1.064.927,00 kr.	1.106.407,00 kr.	1.158.911,00 kr.
Produktionsanlæg og maskiner	796.479,00 kr.	803.965,00 kr.	747.296,00 kr.	719.358,00 kr.	803.267,00 kr.
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	300.339,00 kr.	247.852,00 kr.	236.533,00 kr.	222.341,00 kr.	214.880,00 kr.
Materielle anlæg under udførelse	101.414,00 kr.	141.093,00 kr.	72.795,00 kr.	94.068,00 kr.	63.660,00 kr.
Leasing af bygninger	220.584,00 kr.	222.752,00 kr.			
Materielle langfristede driftsaktiver	2.280.362,00 kr.	2.307.026,00 kr.	2.121.551,00 kr.	2.142.174,00 kr.	2.438.224,00 kr.
Kapitalandele i associerede virksomheder	125.953,00 kr.	124.462,00 kr.	127.911,00 kr.	143.978,00 kr.	135.371,00 kr.
Andre kapitalandele	11.692,00 kr.	7.733,00 kr.	7.738,00 kr.	7.734,00 kr.	7.704,00 kr.
Andre tilgodehavender	7.854,00 kr.	4.657,00 kr.	1.880,00 kr.	2.340,00 kr.	4.021,00 kr.
Udskudt skat	- 546.128,00 kr.	- 542.328,00 kr.	- 378.231,00 kr.	- 362.117,00 kr.	- 375.396,00 kr.
Anden gæld (Langfristet)	- 105.292,00 kr.	- 44.485,00 kr.	- 12.960,00 kr.	- 13.556,00 kr.	- 14.164,00 kr.
Andre langfristede driftsaktiver	- 505.921,00 kr.	- 449.961,00 kr.	- 253.662,00 kr.	- 221.621,00 kr.	- 242.464,00 kr.
ANLÆGSKAPITAL	6.290.543,00 kr.	5.964.949,00 kr.	4.729.955,00 kr.	4.804.674,00 kr.	5.115.922,00 kr.
Varebeholdninger	462.673,00 kr.	439.676,00 kr.	335.338,00 kr.	335.944,00 kr.	316.708,00 kr.
Tilgodehavende fra salg	735.864,00 kr.	666.478,00 kr.	587.441,00 kr.	534.116,00 kr.	516.953,00 kr.
Nødvendig likviditet	38.435,15 kr.	36.470,61 kr.	31.854,33 kr.	31.686,28 kr.	30.143,02 kr.
Andre tilgodehavender	34.719,00 kr.	39.503,00 kr.	29.032,00 kr.	21.747,00 kr.	53.485,00 kr.
Selskabsskat			16.164,00 kr.	- kr.	
Forudbetalte omkostninger	59.471,00 kr.	35.842,00 kr.	33.693,00 kr.	18.677,00 kr.	21.714,00 kr.
Kortfristede driftsaktiver	1.331.162,15 kr.	1.217.969,61 kr.	1.033.522,33 kr.	942.170,28 kr.	939.003,02 kr.
Leverandørgæld	1.018.119,00 kr.	974.930,00 kr.	1.025.688,00 kr.	858.149,00 kr.	913.762,00 kr.
Selskabsskat	29.356,00 kr.	9.761,00 kr.	- kr.	21.196,00 kr.	7.044,00 kr.
Anden offentlig gæld	340.525,00 kr.	324.808,00 kr.	388.339,00 kr.	399.102,00 kr.	457.645,00 kr.
Anden gæld	421.294,00 kr.	445.081,00 kr.	350.373,00 kr.	369.947,00 kr.	397.824,00 kr.
Indløsningsforpligtigelse returemballage	132.295,00 kr.	128.799,00 kr.	128.224,00 kr.	125.725,00 kr.	129.750,00 kr.
Kortsigtede driftsforpligtelser	1.941.589,00 kr.	1.883.379,00 kr.	1.892.624,00 kr.	1.774.119,00 kr.	1.906.025,00 kr.
ARBEJDSKAPITAL	- 610.426,85 kr.	- 665.409,39 kr.	- 859.101,67 kr.	- 831.948,72 kr.	- 967.021,98 kr.
NETTO DRIFTSAKTIVER	5.680.116,15 kr.	5.299.539,61 kr.	3.870.853,33 kr.	3.972.725,28 kr.	4.148.900,02 kr.
Likvide beholdninger	- 71.985,00 kr.	- 145.151,00 kr.	- 684.626,00 kr.	- 6.917,00 kr.	- 333.185,00 kr.
Realkreditinstitutter	854.788,00 kr.	858.919,00 kr.	862.048,00 kr.	863.981,00 kr.	1.014.528,00 kr.
Kreditinstitutter	1.921.814,00 kr.	1.807.965,00 kr.	797.548,00 kr.	133.975,00 kr.	502.609,00 kr.
NETTO FINANSIELLE FORPLIGT	2.704.617,00 kr.	2.521.733,00 kr.	974.970,00 kr.	991.039,00 kr.	1.183.952,00 kr.

Bilag 2: Beta udregning daglig

Udklip fra udregning fra Excel.

G6:G816 viser daglige ændringer i kursen for Royal Unibrew

H6:H816 viser daglige ændringer i kursen for C25

Beta RU/C25	
0,93	
=STIGNING(G6:G816;\$H\$6:\$H\$816)	

Bilag 3: Beta udregning - daglig

Udklip fra udregning fra Excel.

G6:G816 viser daglige ændringer i kursen for Royal Unibrew

I6:I816 viser daglige ændringer i kursen for MSCI

Beta RU/ MSCI		
0,73		
=STIGNING(G6:G816;I6:I816)		

Bilag 4: Beta udregning – måned

Udklip fra udregning fra Excel.

G5:G44 viser månedlige ændringer i kursen for Royal Unibrew

I5:I44 viser månedlige ændringer i kursen for MSCI

Beta RU/ MSCI		
0,68		
=STIGNING(G5:G44;I5:I44)		

Bilag 5: Beta udregning – måned

Udklip fra udregning fra Excel.

G5:G44 viser månedlige ændringer i kursen for Royal Unibrew

H5:H44 viser månedlige ændringer i kursen for C25

Beta RU/C25		
1,11		
=STIGNING(G5:G44;H5:H44)		

Bilag 6: Excel ark

Vedlagt Excel ark indeholder alle beregninger til opgaven