

Værdiansættelse af CULT A/S - som en del af Royal Unibrew koncernen

Andreas Thrane Gath S108982

Jens Frederik Lange S109003



CULT[®]



CBS – HD 2. del, regnskab og økonomistyring
Afsluttende projekt – afleveret 06.05.2020
Vejleder, Jesper Storm Rasmussen
Anslag 155.400, Sider 72

Abstract

In a formal press release on 29 June 2018, the intended acquisition of CULT A/S by Royal Unibrew at the price of 350 million Danish Kroner was announced. On 26 September 2018, Royal Unibrew A/S as buyer, and CULT A/S as seller, had completed a sales agreement and a formal application regarding this agreement was sent to the Danish Competition and Consumer Authority (DCCA). Due to the size of the companies and the potential impact the transaction could have on the related markets, the DCCA had to assess the possible impact before approval of the transaction. On 27 February 2019, the DCCA concluded that the merger would not significantly impede effective competition on the RTD (Ready-To-Drink), cider and energy drink markets, and hence the transaction was formally approved.

The initial announcement resulted in an increase of the Royal Unibrew A/S share price, with a market value increase of 474 million Danish Kroner during the week following the press release.

Scientific studies show that mergers and acquisitions create value for the collective shareholders through some combination of cost and revenue synergies, but the extent to which these synergies work is varying. The purpose of this thesis is to assess whether or not the acquisition of CULT A/S justifies the share price increase. This will be done by making strategic and key ratio analyses, in order to prepare a realistic budget for valuation of CULT A/S following the acquisition by Royal Unibrew A/S.

The strategic analysis shows great potential for revenue growth due to access to new potential distribution channels, along with a potential gross margin improvement by insourcing production which is currently performed by a subcontractor in Germany.

The key ratio analysis shows potential for changing CULT A/S' capital structure by taking in additional external debt to invest in production equipment to support prospective production. The CAPM model was used to assess WACC where a change in the current capital structure to consist of less equity is proposed, resulting in a WACC of 5,75%. The valuation performed shows an enterprise value of 553 million Danish Kroner, which is 203 million Danish Kroner above the transaction price. The valuation therefore supports the increase in market value of Royal Unibrew A/S. Whether this is an over evaluation of the potential value of CULT A/S compared to the transaction price has not been concluded as this is subject to a great deal of subjectivity related to factors such as WACC, terminal growth and more. A sensitivity analysis was performed relating to these factors but did not lead to further conclusions.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
Indledning.....	4
Problembaggrund.....	4
Problemstilling	5
Problemejer	6
Problemformulering.....	6
Afhandlingens målgruppe	7
Opgavens struktur.....	7
Metodevalg.....	8
Fundamental Analyse	8
Strategisk analyse	8
Regnskabsanalyse	9
Budgettering	10
Værdiansættelse	10
Afgrænsning	11
Dataindsamling og kildekritik.....	12
Præsentation af CULT	13
Historie	13
Forventninger og strategi	14
Produkter og markeder	14
Ledelse- og aktionærforhold	16
Strategisk analyse af CULT	16
PESTEL.....	17
Porter's Five Forces	21
Værdikædeanalyse	28
SWOT.....	34
Regnskabsanalyse.....	37
Regnskabskvalitet	38
Reformulering balance	39
Reformulering af resultatopgørelse.....	40
Reformulering af egenkapital	41
Nøgletalsanalyse.....	41
Niveau 1: Opdeling af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter og finansiell gearing	42

Niveau 2: Dekomponering ROIC.....	44
Sammenligning nøgletal med konkurrenterne	46
Budgettering.....	48
Budgetforudsætninger.....	49
Budgettering af nettoomsætning.....	50
Budgettering af vareforbrug	52
Budgettering af driftsomkostninger	53
Budgettering af resterende poster	54
Budgettering af netto driftsaktiver	55
Værdiansættelse	57
Valg af model	57
Fastlæggelse af driftsaktivitetens kapitalomkostninger (WACC)	59
Kapitalstruktur	60
Egenkapitalomkostninger	61
Fremmedkapitalomkostninger.....	64
Udregning af WACC.....	64
Fastlæggelse af værdi.....	65
Følsomhedsanalyse	66
Vurdering af opkøb	67
Transaktionspris vs. værdiansættelse	67
Effekt på aktiekursen.....	68
Konklusion.....	70
Perspektivering	71
Litteraturliste	73
Bilag 1 - Interview med Søren Petersen	75
Bilag 2 – Reformuleret balance.....	76
Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse	78
Bilag 4 – Reformuleret egenkapitalopgørelse	79
Bilag 5 – Nøgletal 2015 – 2018.....	80
Bilag 6 - Konkurrenters nøgletal	80
Bilag 7 – Projekteret resultatopgørelse 2014 - 2018	81
Bilag 8 - Budget 2019 – 2023	82
Bilag 9 – WACC-beregning.....	83
Bilag 10 – Royal Unibrew A/S aktiekurser	83

Indledning

I nattelivet både bruges og tjenes mange penge. Dette sker ofte med festglade mennesker, der bruger penge for at fejre livet, mens natklubberne tjener penge herefter. Det giver derfor automatisk natklubberne en effekt af, at jo længere deres kunder befinder sig indenfor natklubbernes vægge, desto flere penge tjenes der. Ved at tilføre en energidrik ud i nattelivet, giver det natklubberne en ekstra salgsvare og samtidig en mulighed for, at kunderne ville blive længere tid i løbet af natten.

Ud fra denne tankegang blev CULT A/S (herefter CULT) stiftet tilbage i 1998. Efterfølgende er selskabet vokset sig til en større aktør på det danske cider, RTD (Ready-To-Drink) og energidrik-marked. Selskabet er ejet af Bev.Con ApS (herefter Bev.Con), der har rettighederne til CULTs produkter og markedsføring heraf.

For en ny aktør på det danske marked havde selskabet dårlige forudsætninger for at overleve grundet de mange store konkurrenter, der ligeledes befinder sig på markedet. Ved kreativ og provokerende markedsføring lykkedes det dog CULT at slå sig fast som en aktør, der skulle blive taget seriøst af konkurrenterne. Dette især grundet selskabets store markedsandele efter få år på markedet.

CULTs store succes igennem en årrække har skabt så stor opmærksomhed, at Royal Unibrew A/S (herefter Royal Unibrew), en af Danmarks største bryggerivirksomheder, opkøbte og derefter fusionerede med Bev.Con ApS (holdingselskabet der ejede CULT). Opkøbet var af en skala, der krævede godkendelse af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, der blev givet den 27. februar 2019¹. CULTs produkter lever derfor videre nu med adgang til yderligere kapital og flere muligheder for både at udvide på det danske marked, men også for alvor at kunne forsøge på at bryde igennem i udlandet.

Problembaggrund

At Royal Unibrew opkøber CULT er ikke et nyt tiltag for selskabet. Royal Unibrew er i de seneste år kendt for deres opkøb af konkurrenter og skaber primært værdi ved deres opkøb af

¹ <https://www.kfst.dk/media/54247/20190227-afgoerelse-royal-unibrew-cult.pdf>

andre selskaber². Dette er også en del af Royal Unibrews strategi ifølge årsregnskabet for 2018. Heri står beskrevet, at "I det omfang, der skulle opstå strukturelle vækstmuligheder eksempelvis via akquisitioner eller partnerskaber, som kan styrke eksisterende markedspositioner eller skabe nye, vil vi vurdere, om der er et strategisk match, der dermed kan skabe langsigtet værdi for aktionærerne"³.

Markedet for drikkevarer er allerede relativt mættet, hvorfor de større virksomheder ofte benytter opkøb til at skabe vækst til deres aktionærer, som Royal Unibrew netop beskriver i deres strategi. Da der ligeledes er mange stordriftsfordele forbundet med bryggeri- og læskedriksbranchen, kan der omkostningsminimeres i samme takt med eventuelle opkøb.

Som børsnoteret selskab har Royal Unibrew en lang række aktionærer og potentielle investorer, der skal stille tilfredse. Et opkøb som det, der blev foretaget af CULT, vil derfor blive analyseret ud fra potentielle investorers vurdering. Hvis markedet er tilfredse med opkøbet, vil det betyde en højere markedsværdi for Royal Unibrew og dermed en gevinst for selskabets aktionærer. Omvendt vil utilfredse aktionærer og investorer kunne betyde en lavere markedsværdi for selskabet, som i sidste ende vil kunne gå ud over de nuværende aktionærer i selskabet.

Problemstilling

Ud fra ovenstående problembaggrund er det vigtigt for Royal Unibrew, at opkøbet af CULT bliver taget godt imod af selskabets nuværende aktionærer og potentielle investorer. Ved et opkøb af et andet selskab, som også på nogle markeder er en direkte konkurrent til Royal Unibrew, som CULT er det med blandt andet deres cider Mokaï, er det vigtigt for investorerne at kende CULT indgående i forbindelse med værdiansættelsen af opkøbet.

Da CULT ikke er et børsnoteret selskab, er der ikke lige så store krav til selskabets tidligere aflagte årsregnskaber. Alligevel er det både Royal Unibrew-ledelsen og selskabets investorers ansvar at kende til flere bagvedliggende værdidrivere, der både kan være med til at skabe yderligere værdi for Royal Unibrew, men samtidig også nuværende værdidrivere, der kan udnyttes endnu bedre under en større koncern med en stærkere markedsposition, end CULT tidligere har været vant til.

² <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article11025532.ece>

³ Royal Unibrew, Annual Report 2018, s. 11

Problemejer

Royal Unibrews potentielle investorer samt nuværende aktionærer vil være de primære problemejere. Da Royal Unibrew er et børsnoteret selskab, vil markedets forventning til Royal Unibrews implementering blive direkte afspejlet i selskabets aktiekurs. De nuværende aktionærer ønsker en stigning af aktiekursen, så deres formuer kan vokse, mens potentielle investorer vil lukrere på, om selskabet er værdiansat for lavt i forhold til aktiekursen.

En anden af problemejerne vil ligeledes være Royal Unibrews administrerende direktør, Hans Savonije. Det er selskabets direktørs opgave at eksekvere de strategier, som bestyrelsen har udarbejdet. Ifølge problembaggrunden var en del af selskabets strategi at fortsætte med opkøbene af andre selskaber. Det er i sidste ende direktøren, der tager beslutningerne vedrørende, hvilke opkøb der skal finde sted, hvorfor han står til ansvar for opkøbet af CULT.

Problemformulering

På baggrund af ovenstående problembaggrund og problemstilling udføres denne afhandling med formål at analysere om Royal Unibrews opkøb af CULT har været værdiskabende for selskabets investorer. Dette analyseres gennem værdiansættelse af CULT samt analyse af Royal Unibrews aktiekursudvikling.

Problemformulering formuleres derfor som følgende: "Vi ønsker at foretage en værdiansættelse af CULT på tidspunktet for offentliggørelsen af opkøbet den 29. juni 2018, i forsøg på at finde selskabets potentiale, som en del af Royal Unibrew-koncernen".

For at nå frem til besvarelse af problemformuleringen er opstillet undersøgelsesspørgsmål, som udspringer af fundamentalanalysen, der beskrives i efterfølgende afsnit:

Strategisk analyse: "Hvilke strategiske potentialer kan indfries ved at blive inddraget i Royal Unibrew-koncernen?"

Regnskabsanalyse: "Hvilke historiske værdidrivere har skabt værdi for CULT, og hvad kan man forvente, der fremadrettet skaber værdi?"

Budgettering: “Hvordan påvirker fremtidige forventninger og historiske værdidrivere selskabets fremtidige økonomiske udvikling?”

Værdiansættelse: “Hvilken værdi forventes, at CULT kan skabe, og dermed hvilken transaktionspris bør selskabet handles til?”

Afhandlingens målgruppe

Denne afhandlings primære målgruppe vurderes at være investorer og analytikere af aktiemarkedet, der enten påtænker at foretage handler på aktiemarkedet af Royal Unibrew-aktien eller at sælge deres nuværende aktier. Derudover danner opgaven grundlag for yderligere afhandlinger og analyser af både Royal Unibrew og CULT, idet værdiansættelsen og ændringen af aktiekursen ved opkøbet kan danne grundlag for konkurrenters opkøb af mindre selskaber og incitament til Royal Unibrew om at opkøbe yderligere selskaber til selskabets portefølje.

Opgavens struktur

Opgaven tager udgangspunkt i en fundamentalanalyse. Fundamentalanalysen kan opdeles i to kategorier; en kvalitativ og en kvantitativ metode. Selve metoden beskrives i efterfølgende afsnit. Den kvalitative metode undersøger forhold, der er vanskelige at måle og regne på. Den kvalitative metode prøver dermed at opnå en beskrivelse af et emne i stedet for at måle på det. Samtidig benytter afhandlingen ligeledes den kvantitative metode, der i højere grad benytter data og målbare værdier, oftest i form af beregninger.

Den kvantitative metode benyttes primært i den strategiske analyse i opgaven. Den strategiske analyse tager udgangspunkt i historiske begivenheder, hvilket ligeledes gør sig gældende for regnskabsanalysen. Regnskabsanalysen benytter dog den kvantitative metode, ligesom budgetteringen og værdiansættelsen gør det. De to sidstnævnte områder tager dog primært udgangspunkt i fremtidige begivenheder og forsøger at give estimat af fremtidige økonomiske situationer.

Metodevalg

Fundamental Analyse

Vi har i denne opgave valgt at lave en regnskabsanalyse på baggrund af en strategisk analyse. Denne metode er kendt som fundamentalanalyse⁴. Ved brugen af denne metode tages ikke udgangspunkt i selskabets finansielle værdidrivere. Der tages i stedet udgangspunkt i faktorer internt og eksternt i selskabet, der er med til at danne grundlag for værdiskabelsen i selskabet. Hvis der sker drastiske ændringer i virksomhedens strategi, enten til det bedre eller værre, vil det have betydning for estimerne af de finansielle værdidrivere for de kommende år⁵.

Strategisk analyse

For at vurdere de omgivelser, som selskabet opererer i, benyttes udvalgte modeller til at danne grundlag for fundamentalanalysen. Hermed er det muligt at identificere de ikke-finansielle værdidrivere, der er i selskabet historisk set for herefter at tage udgangspunkt i tidligere og nuværende problemstillinger for selskabet. Ved at tage udgangspunkt i den historiske udvikling kan der dannes grundlag for, hvilke af selskabets værdidrivere der er med til at skabe værdi i fremtiden for selskabet. Denne analyse vil primært være kvalitativ, da der tages udgangspunkt i historiske data. Der vil ligeledes analyseres ud fra tankegangen, at CULT er blevet opkøbt af Royal Unibrew, og hvilke indvirkninger dette vil have for selskabets værdidrivere.

PESTEL

Vi benytter PESTEL-modellen til at analysere virksomhedens eksterne faktorer. Modellen fokuserer på de makroøkonomiske faktorer, der har påvirkning på selskabet. PESTEL er sammendrag, oversat fra engelsk, af Politiske, Økonomiske, Sociologiske, Teknologiske, Lovgivnings- og Miljømæssige forhold. Modellen ser både på historiske og fremtidige begivenheder, der kan have betydelig påvirkning på virksomheden.

Porter's Five Forces

Denne model er ligesom PESTEL benyttet til at analysere selskabets eksterne forhold. Specifikt er modellen en brancheanalyse, der tager udgangspunkt i konkurrencesituationen i branchen. De fem kræfter, der vurderes i Porter's Five Forces, er (1) truslen fra nye indtrængere på

⁴ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang", s. 15

⁵ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang", s. 15

markedet, (2) kundernes forhandlingsstyrke, (3) leverandørernes forhandlingsstyrke, (4) truslen fra substituerende produkter og (5) konkurrenceintensiteten i branchen. Som det gjorde sig gældende ved den forrige model, tages der her ligeledes udgangspunkt i historiske begivenheder og data.

Porter's Værdikædeanalyse

Ved at benytte Porter's Værdikædeanalyse analyseres de interne forhold i selskabet. Modellen tager udgangspunkt i selskabets primære aktiviteter, som involverer selve produktionen af produktet. Derudover vurderes de supportaktiviteter, der bidrager til, at produktionen fungerer, som den skal. Tilsammen danner de to aktiviteter den endelige margin for selskabet. Formålet med modellen er at finde frem til de aktiviteter i værdikæden, der danner selskabets kernekompetencer. På denne måde kan man have fokus på, hvilke kompetencer der skaber mest værdi for kunden og er sværest at kopiere for konkurrenterne, og dermed har den største effekt på marginen.

SWOT

Ved at have analyseret selskabets eksterne og interne forhold samles disse i en SWOT-analyse. Modellen benyttes til at danne overblik over styrker og svagheder for selskabet, hvor der tages udgangspunkt i de interne forhold i virksomheden. Der samles ligeledes op på selskabets muligheder og trusler, som tager udgangspunkt i selskabets eksterne forhold. Der kræves meget bagvedliggende data til at kunne benytte modellen fuldt ud, hvilket er en af dens ulemper. Derudover kan det være vanskeligt at følge udviklingen i virksomheden ud fra modellen, da den er statisk. Den giver derfor et godt overblik, dog ikke over længere tidsperioder.

Regnskabsanalyse

Efter den strategiske analyse foretages en analyse af årsrapporterne fra CULT for perioden 2015-2018. Som tidligere nævnt analyseres de værdiskabende drivere, hvorfor vi må reformulere årsrapporterne for at komme frem til korrekte målinger af rentabiliteten for de givne poster. Efter reformuleringen foretages en nøgletalsanalyse. Til at udvælge de korrekte nøgletal, der skal benyttes, bruges DuPont-modellen⁶. Modellen kan deles op i tre niveauer og for hvert niveau, man bevæger sig igennem, bliver de anvendte regnskabsposter mere skjult i

⁶ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 280

årsrapporten for CULT. Da CULT anvender regnskabsklasse C i deres årsrapport fra 2018, er der ikke krav til årsrapporten om at vise alle poster i resultatopgørelsen. Af den grund beregner afhandlingen ikke DUPont-modellens niveau 3. Vi tager udgangspunkt i 2017-omsætningen, hvor vi ud fra pressemeddelelsen vedrørende opkøbet kender til omsætningen. Fra vores interview med Søren Petersen fra Royal Unibrew beregnes omsætningen, varekøb og driftsomkostninger for de resterende regnskabsår ud fra en procentsats oplyst af Søren⁷.

Budgettering

I budgetteringen tages udgangspunkt i ovenstående strategiske analyse. Der budgetteres ud fra drifts- og finansieringsaktiviteter på trods af, at der tages udgangspunkt i ikke-finansielle værdidrivere. Budgetteringen er drevet af den budgetterede omsætning, da netop denne post er eneste, der er opgjort ved pressemeddelelsen vedrørende opkøbet. Ved budgetteringen af selskabets forventede fremtidige omsætning gælder to vigtige faktorer⁸. Den første er gennemsigtheden af de makroøkonomiske forhold for fremtiden. Her tages udgangspunkt i modellen fra den strategiske analyse, PESTEL, der netop analyserer de makroøkonomiske forhold. Derudover ses på konkurrenceintensiteten i branchen, hvor der tages udgangspunkt i Porter's Five Forces, ligeledes fra den strategiske analyse.

En betydelig indikator for det fremtidige salg, er virksomhedens nuværende og fremtidige investeringer i salgssteder, markedsføringstiltag eller nye produkter⁹. For netop CULTs fremtidige investeringer er det vigtigt at inddrage synergieffekter efter, selskabet er blevet opkøbt af Royal Unibrew. Det kan være en vanskelig opgave, da man endnu ikke kender til de langsigtede planer, som Royal Unibrew har med CULT.

Værdiansættelse

Ved valg af korrekt værdiansættelsesmodel skal der opvejes for simple og komplicerede modeller. En simpel model behøver mindre data og behøver dermed ikke en grundig og til tider indviklet dataindsamling, men kan i værste fald undlade vigtig information i forbindelse med værdiansættelsen.

⁷ Bilag 1 - Interview Søren Petersen

⁸ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 324

⁹ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 325

Overordnet vælges mellem relative og absolutte værdiansættelsesmodeller. De relative værdiansættelsesmodeller er mere simple, da der ikke behøves en budgettering og kun anvendes begrænset data¹⁰.

Da der vurderes at være mulighed for at indhente tilstrækkelige data til at lave en veloplyst budgettering for CULT, kan de absolutte værdiansættelsesmodeller benyttes, som består af en direkte eller indirekte model. Direkte modeller beregner værdien af egenkapitalen gennem budgetterede pengestrømme mellem ejerne og virksomheden. De indirekte modeller finder først virksomhedsværdien (EV) for herefter at fratrække långivernes fordringer, hvorefter værdien af egenkapitalen findes¹¹.

Med udgangspunkt i ovenstående anvendes i denne opgave en absolut indirekte værdiansættelsesmodel, Residualindkomstmodellen, der beskrives yderligere under værdiansættelsesafsnittet.

Afgrænsning

Ifølge afhandlingens problemformulering sker værdiansættelsen af CULT pr. datoen for udmeldingen vedrørende opkøbet, den 29. juni 2018. I opgaven benyttes data for den efterfølgende periode, da der tages udgangspunkt i årsregnskabet fra CULT for 2018. Der tages dog udgangspunkt i omsætningen for 2017, som er opgjort i forbindelse med pressemeddelelsen. Det må forventes, at investorerne tager udgangspunkt i regnskabet for 2017, da det er det seneste offentliggjorte regnskab på dagen for pressemeddelelsen. Afgrænsningen foretages derfor, da effekten af at inddrage 2018 tallene menes at give et potentielt bedre indblik i selskabets fremtidige værdiskabelse, men uden at være af afgørende karakter for den endelige værdiansættelse.

I afhandlingen tages udgangspunkt i CULTs RTD-produkter (Ready-To-Drink). Der vil ligeledes tages udgangspunkt i CULTs resterende produkter, dog vil CULTs RTD-portefølje være afhandlingens udgangspunkt. Afhandlingen vil ligeledes tage udgangspunkt i det danske marked, både når der tages udgangspunkt i CULT, men også i selskabets konkurrenter.

¹⁰ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 23

¹¹ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 23

Grundet de mange usikkerheder for fremtidsforudsætninger samt samfundets situation under denne afhandlings udarbejdelse, vil der blive set bort fra eventuelle problemstillinger, som Covid-19 vil kunne forårsage. Dette også set i lyset af at informationen omkring dette ikke var tilgængelig på tidspunktet for opkøbet, og ikke menes at kunne være forudset med nogen rimelighed.

I den nuværende situation er CULT blevet fusioneret med Royal Unibrew. CULT anses i afhandlingen som et særskilt selskab, der er blevet implementeret under Royal Unibrew-koncernen som en del af koncernens datterselskaber. I afhandlingen vil der blive taget højde for synergieffekter, som opstår som følge heraf.

Dataindsamling og kildekritik

Opgaven inddrager artikler, oplysninger fra diverse hjemmesider heriblandt selskabets egen, offentliggjorte årsrapporter og fagbøger. Opgaven baserer sig både på kvalitativ og kvantitativ data. Artikler vedrørende selskabet er skrevet af journalister, der kan inddrage deres subjektive holdninger til indholdet, hvorfor der kan være usikkerhed om troværdigheden af artiklerne. Det samme gør sig gældende for informationer på diverse hjemmesider. Det er vigtigt at forholde sig kritisk til indhold og benyttet data fra hjemmesider og troværdigheden heraf.

Data fra selskabets egen hjemmeside kan ligesom artikler være tolket subjektivt fra selskabets egen synsvinkel. Udadtil ønsker selskabet altid at fremstå positivt ud fra forbrugere, kunder og leverandørers synspunkt. Kvaliteten af årsrapporterne i opgaven er gennemgået af uafhængig revisor, hvilket beskrives yderligere i regnskabsanalysen vedrørende regnskabskvaliteten. Årsrapporten fra CULT er revideret af Deloitte i 2018, hvor selskabet aflægger regnskab efter Årsregnskabsloven (ÅRL).

Anvendte fagbøger i opgaven stammer fra det udvalgte pensum i Copenhagen Business School's HD-uddannelse. Bøgerne er derfor blevet gennemgået og udvalgt på baggrund af pålidelige forfattere samt indholdets kvalitet.

Præsentation af CULT

CULT producerer og sælger energi- og alkoholiserede drikke til unge og voksne. CULT har en række produktbrands, som dertil har forskellige smagsvarianter. Selskabet sælger ikke deres produkter direkte til forbrugeren, men som oftest igennem salgskanaler som supermarkeder, barer og restauranter.

Selskabet beskæftigede i 2018 i gennemsnit 43 medarbejdere og er efterfølgende blevet opkøbt af konkurrenten Royal Unibrew. Efter opkøbet er selskabet fusioneret med Royal Unibrew, hvorfor selskabet ikke længere er særskilt, men implementeret som en del af Royal Unibrew.

Historie

CULT blev stiftet i 1998 af Brian Sørensen, der efterfølgende har fået tilnavnet "CULT Brian". Han fik ideen til at lave en energidrik, da han bestyrede en af Danmarks største natklubber og ønskede, at gæsterne blev længere tid. Ved at gæsterne blev længere ud på natten, var forventningen, at de samtidig ville bruge flere penge på natklubben.

Brian fik læskedriksproducenten Frem til at producere produktet, hvorefter hans lager var i farens garage¹². Da selskabet på daværende tidspunkt ingen penge havde til store markedsføringskampagner, måtte der tænkes ud af boksen. Brian fandt fem veninder, som han klædte ud i kostumer, der skulle afspejle CULT. Efterfølgende tog de rundt i hele landet og delte smagsprøver ud. Efterfølgende blev pigerne kendt som "CULT-pigerne" og var kendte i det danske natteliv¹³. Grundet den simple men anderledes type af markedsføring fik CULT 83 % af markedsandelene på det danske marked¹⁴.

Efter den store vækst indenfor få år lancerede CULT produktet CULT Shaker, som fik sit helt store gennembrud i 2003. Det store gennembrud kom, ligesom for CULTs energidriks vedkommende, ved en anderledes og grænseoverskridende markedsføring. Markedsføringen bestod af plakater af letpåkledte mænd og kvinder, der blev hængt på busstoppesteder, så de var tydelige i gadebilledet. Det var først efter lanceringen af CULT Shakeren, at selskabet

¹² Youtube.com, "Cult Brian, 20 år som iværksætter", 2019

¹³ Youtube.com, "Cult Brian, 20 år som iværksætter", 2019

¹⁴ <https://royalunibrew.dk/brand/CULT-energy/>

begyndte at tjene penge, hvorfor Shakeren kan anses som et vendepunkt for selskabet. Efterfølgende blev Mokaï lanceret i 2009, der ligeledes blev lanceret med en anderledes form for markedsføring. CULT fik produceret en Mokaï-sang, der blev delt gratis ud til alle DJ's i det danske natteliv, og den blev ligeledes gjort frit tilgængelig til download med en opfordring om, at folk selv kunne lave deres eget remix ind over. Der var fortsat ikke brugt penge til dyre reklamer i fjernsynet, hvorfor denne løsning var både billig og effektiv.

Pr. 29. juni 2018 udsendte Royal Unibrew en pressemeddelelse vedrørende opkøbet af Bev.Con, der er det bagvedliggende selskab for CULT. Ved pressemødet udtalte Hans Savonije, administrerende direktør i Royal Unibrew, at købet forventes at styrke deres position indenfor markedet af de produkter, CULT besidder. Derudover udtalte han, at Royal Unibrew forventer at "opnå øget distribution og aktivering af CULT-porteføljen"¹⁵. Hans Savonije forventer ligeledes, at opkøbet vil skabe værdi for selskabets aktionærer.

Forventninger og strategi

Ifølge Hans Savonije forventes det, at CULTs stærke kommercielle forbruger- og kundefokus vil blive forstærket som følge af opkøbet. Derudover nævner direktøren i pressemeddelelsen vedrørende opkøbet, at man forventer at kunne øge distributionen samt yderligere aktivering af CULTs portefølje, hvilket på sigt vil kunne skabe værdi for Royal Unibrews aktionærer¹⁶.

Da CULT er fusioneret med Royal Unibrew, aflægges selskabet efterfølgende ikke et separat årsregnskab. Derudover har CULT ikke offentliggjort selskabets strategier. Et selskabs strategier er med til at danne grundlag for selskabets fremtidige tiltag. Uden nedskrevne strategier er det derfor svært for investorer og aktionærer at vurdere ledelsens handleplan for fremtiden.

Produkter og markeder

CULTs produkter består af energidrikke, RTD-produkter og RTD-produkter, der indeholder koffein, samt cider. Produkternes største marked er det danske marked, hvor kundesegmentet

¹⁵ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/royal-unibrew-kober-firmaet-bag-CULT-og-mokai-for-350-mio>

¹⁶ <http://investor.royalunibrew.com/da/news-releases/news-release-details/market-position-denmark-reinforced-through-acquisition-bevcon/>

for energidrikke er unge i alderen 16-30, der dyrker fx e-sport, mens RTD-produkterne er for samme aldersgruppe, blot målrettet kunder i nattelivet.

Produkterne er vist nedenfor i figur 1:



Figur 1: Kilde CULT.com

Oversigten viser samtlige af CULTs produkter ultimo 2019. Produktet med den største omsætning og den første lancering i porteføljen tilbage fra 1998 er CULT Energy. Produktet startede ud med at have en smag af cherry-cola og kom i en sodavandsflaske med papir rundt om¹⁷. Efterfølgende opnåede produktet store markedsandele på det danske marked og har efterfølgende fået flere smagsvarianter og fås nu i en dåse med et mere moderne udtryk.

CULT Shaker er selskabets første lancerede alkoholiserede drik og indeholder ligeledes koffein, hvilket skiller den ud fra de resterende RTD-produkter på markedet. CULT Shakeren blev hovedsageligt kendt grundet de mere opsigtvækkende reklamer med letpåkledte mænd og kvinder, der appellerer som “den frække dreng i klassen”¹⁸, som beskrevet ovenfor under selskabets historie. Produktet er ifølge CULT selv “den officielle partystarter”, og appellerer direkte til kundegruppen af unge mennesker i nattelivet.

Efter stor vækst med CULT Shakeren ønskede CULT en alkoholiseret drink, der var mindre maskulin og lancerede derfor Mokaï. Mokaï er en cider, der først blev lanceret med smagen af

¹⁷ <https://royalunibrew.dk/brand/CULT-energy/>

¹⁸ <https://royalunibrew.dk/brand/shaker/>

hyldeblomst, da dette ifølge Brian Sørensen har minder om hygge og ens tid som barn¹⁹. Ifølge Royal Unibrews hjemmeside skal cidere ses som "ens bedste veninde, der matcher ens lykke"²⁰. Dermed går man væk fra den høje sexappel, som CULT Shakeren reklamerede med, og over til en hyggelig pigeaften. Kundegruppen er ligesom CULT Shakeren til unge i nattelivet, men med fokus på mere hyggelige stunder, samt til den kvindelige forbruger.

Ledelse- og aktionærforhold

En virksomheds ledelse består øverst af en bestyrelse, der er udpeget på selskabets ordinære generalforsamling. Det er bestyrelsens opgave at varetage aktionærernes interesser, og sætte selskabets strategi, samt sammensætte en direktion der i dagligdagen kan eksekvere på strategien.

Da CULT blev stiftet i 1998, var Brian Sørensen, direktør og ejer af hele selskabet. I perioden mellem stiftelsen og salget, skete der væsentlige ændringer i ejer strukturen, der i 2018 var ejet af Brian Sørensen 52%, Carsten Mikkelsen 32% og Claus Krøyer 16%, med Henrik Næstved Overgaard som direktør for selskabet.

Efter opkøbet blev CULT fusioneret med Royal Unibrew. Royal Unibrew er en børsnoteret virksomhed, hvor der er mange aktionærer, der tilsammen udgør ejerkredsen.

Strategisk analyse af CULT

Som nævnt tidligere ønsker vi at identificere CULTs strategiske position inden opkøbet for at kunne vurdere, hvilke potentielle synergier der kan opnås ved integrationen med Royal Unibrew. Herudover ønsker vi ligeledes at vurdere fremtidige potentialer for vækst, eller særlige risici, der kan hindre vækst. Til brug for at identificere CULTs strategiske situation inden opkøbet, anvender vi modellerne; en samfundsanalyse (PESTEL), en markedsanalyse (Porter's Five Forces), en intern analyse (Porters Værdikæde), og samler disse vurderinger i en SWOT-analyse.

¹⁹ Youtube.com, "Cult Brian, 20 år som iværksætter", 2019

²⁰ <https://royalunibrew.dk/brand/mokai/>

PESTEL

PESTEL-analyse har til formål at tydeliggøre, hvilke eksterne forhold der kan have påvirkning på selskabet ud fra et strategisk perspektiv. Analysen er opdelt i seks punkter bestående af; Politiske, Økonomiske, Sociale, Teknologiske, Miljømæssige og Juridiske forhold. Fælles for dem alle gælder, at selskabet ikke har direkte indflydelse på disse og derfor udelukkende kan identificere forholdene og træffe sine strategiske beslutninger på baggrund af forholdene. Alle forholdene kan have stor effekt på selskabets mulighed for at drive virksomhed, hvorfor det er strengt nødvendigt at identificere, hvilke af disse der kan give mulighed for fremtidig vækst, og hvilke der kan være til hindring herfor.

PESTEL-analysen er en samfundsanalyse, hvorfor forhold identificeret i modellen ikke mener at ændre sig efter opkøbet. Samfundet er upåvirket af opkøbet, hvorfor der i de enkelte dele af analysen ikke vurderes, hvorledes opkøbet påvirker emnet.

Politiske forhold

CULTs produkter er defineret som RTD, bestående af en blanding af energidrik og alkohol, hvilket begge er områder præget af politisk opmærksomhed. Der kom i sommeren 2018 et øget fokus på effekten af energidrikke, hvor en række artikler blev udgivet med fokus på den skadelige effekt af energidrikke, hvilket primært var fokuseret omkring unges indtag²¹. Det kan derfor diskuteres, hvorvidt dette har en reel effekt på CULTs produkter, da målgruppen ikke er unge under 16. Herudover er populariteten af energidrikke først taget til, da Fødevarestyrelsen i 2009 hævede grænsen for det tilladte koffeinindhold i en energidrik fra 150 mg/l til 320 mg/l. En CULT Shaker indeholder 150 mg/l, og er derfor ikke udsat for samme risiko, hvis der igen vurderes at være et behov for en nedsættelse af den tilladte koffeinmængde.

Udover energidrikelementet i produkterne gør en række afgifter sig ligeledes gældende for en CULT Shaker. Her kan nævnes alkoholafgift, emballageafgift, sukkerafgift og pant. Selve effekten af disse afgifter ses der nærmere på under juridiske forhold, da vi under de politiske forhold har fokus på, hvilke politiske forhold der kan lægge op til potentielle ændringer i disse love. Der forventes en positiv udvikling for CULT i forhold til afgifterne, da mineralvandsafgiften, der omfattede sodavand og andre sukkerholdige læskedrikke som energidrikke, er afskaffet.

²¹ <https://www.dr.dk/ligetil/hver-tredje-10-17-aarige-faar-bivirkninger-af-energidrikke>
<https://hjerteforeningen.dk/2018/06/energidrikke-kan-vaere-farlige-for-hjertet/>

Herudover er emballageafgiften ikke længere gældende for produkter omfattet af det Danske retursystem, hvilket CULTs produkter er omfattet af²². Disse ændringer medfører et markant fald i afgifterne på CULTs produkter, der enten medvirker til en højere margin eller øget salg ved prisnedsættelser.

I interviewet med Søren Petersen blev der gjort opmærksom på en potentiel stigning i alkoholafgiften i Tyskland. Størstedelen af RTD-salget sker i Tyskland ved grænsen, hvorfor en stigning i den tyske alkoholafgift kan være af stor betydning for afsætningen af RTD-produkterne og dermed en risiko for omsætningsnedgang i CULT. En potentiel stigning er endnu ikke vedtaget, og vi forventer derfor ikke, at dette kommer til at ske, da beslutningen ville have været truffet på nuværende tidspunkt, hvis der havde været bred politisk opbakning til forslaget.

Økonomiske forhold

CULTs RTD-produkter vil som udgangspunkt ikke blive påvirket af en fluktuerende samfundsøkonomi. Målgruppen er som udgangspunkt unge i alderen 16-20 år, hvorfor disse som hovedregel er på overførselsindkomster (fx SU) og dermed ikke påvirkes af svingende arbejdsløsheder i samme grad.

Dermed sagt menes alligevel, at konjunktursvingninger kan have effekt på efterspørgslen på RTD-markedet. En CULT Shaker er et blandingsprodukt, hvor energidrik og alkohol blandes, hvorfor det er nærliggende for forbrugeren selv at blande energidrik og alkohol. Vi beskriver ligeledes denne mulighed senere i opgaven under Porter's Five Forces-modellen som substituerende produkter.

Sociale forhold

For CULTs produkter på RTD-markedet kan der forekomme store udsving i sociale trends. Dette skyldes, at det yngre kundesegment er mere eksponeret for samfundstrends end de ældre kundesegmenter. Der sker derfor løbende en ændring i, hvilke drikke der sælger i forskellige perioder. Den ene sæson er CULT Shaker en stor ting, men året efter er rom og cola den nye trend. De fleste, der har bevæget sig rundt i København de sidste somre, har sandsynligvis bemærket, hvor populær og synlig Aperol Spritz har været. Dette skyldes aggressiv markedsføring mod specifikke målgrupper, der derfra frivilligt har startet en trend på

²² <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2286220>

sociale medier²³. Vigtigheden af timing og targeteret markedsføring fremgår heraf og understøtter, at vi ser større sociale trends i hvilke drikkevarer, vi indtager. Derved sagt er det ikke alene markedsføringen, der er afgørende, da der også skal være en villighed til stede i markedet, og at man derfor ikke nødvendigvis kan skubbe sine produkter over på forbrugerne.

CULTs markedsføringsstrategi baserer sig på CULT-piger, der som udgangspunkt er yngre letpåkledte kvinder iført CULT-uniformer, der optræder i nattelivet og deler smagsprøver ud. Dermed har CULT valgt at benytte en aggressiv og provokerende markedsføringsstrategi, hvilket kan have varierende social accept blandt befolkningen. Målgruppen på 16-20-årige forventes dog ikke ændrer holdning over tid, som det voksne kundesegment vil gøre. Dette skyldes hovedsageligt perioden i målgruppens liv, der er meget fokuseret på fysik og sex, hvorfor denne markedsføring kan være succesfuld i lang tid endnu.

Teknologiske forhold

For teknologiske forhold vil dette primært dække over udviklingen i produktionsanlæg. Der sker fortsat en konstant forbedring af produktionsanlæg, som resulterer i en nemmere og billigere adgang til mere effektiv produktion. Der er i Danmark høje lønomkostninger, hvorfor denne faktor kan spille en væsentlig rolle for indtjeningsmuligheder gennem omkostningsreduktioner. CULT har imidlertid sin produktion lokaliseret i Tyskland, der har et lavere lønniveau end Danmark, men at der her fortsat vil være mulighed for at reducere omkostninger til personale. Herudover ses en væsentlig udvikling i områder som automation og robotteknologi, der ligeledes på længere sigt giver mulighed for næsten at producere sine produkter uden væsentlige omkostninger til personale.

Udviklingen i teknologiske forhold kan ligeledes have effekt på råvarerne, der indgår i produktionen. Byg indgår som en ingrediens, hvor landbruget ligeledes oplever en teknologisk fremgang med fremavling af mere robuste kornsorter og mere effektivt maskineri. Dette kan på længere sigt medføre lavere omkostninger til råvarer, og dermed bidrage positivt til indtjeningen.

Miljømæssige forhold

Under dette emne gør tanker omkring klodens miljø sig særligt gældende. Vi er i en samfundstrend med fokus på vores påvirkning på klimaet, her med særligt fokus på CO₂-udledning. Der vil derfor fremadrettet være et øget fokus på netop dette, både fra politisk hold

²³ <https://bureaubiz.dk/klumme/derfor-elsker-alle-aperol-spritz/>

og fra forbrugerne. CULTs produkter sælges i dåser, der udleder en væsentlig mængde CO₂ under produktion. Det vil derfor være altafgørende for denne type virksomhed fremadrettet at have fokus på dette område. Dette kan anses både som værende en positiv og negativ side. Vi ser en stigende tendens til at genanvende materiale anvendt i dåse- og flaskeproduktionen, der kan medvirke til færre omkostninger. Herudover vil der løbende være behov for kapital til investering i grønnere alternativer, der ikke nødvendigvis er mere effektive, hvilket kan lede til yderligere omkostninger.

Juridiske forhold

Af juridiske forhold gør sig gældende, at der er en aldersgrænse for køb af alkohol på under 16,5 % på 16 år, og over 16,5 % skal man være fyldt 18 år. CULTs RTD-produkter er som hovedregel under 16,5 % alkohol, hvorfor de kan købes af unge over 16 år²⁴. Lovgivningen er afgørende for, hvilken målgruppe selskabets produkter kan sælges til, hvorfor det også fremgår af deres markedsføring, at kundesegmentet er fra 16 år og opefter.

Der er afgifter på alkohol, svarende til $0,27 \text{ l} * (4,5/100) * 56,02 = 0,68 \text{ kr}$. Der er herved på en normal CULT Shaker en afgift på 0,68 kr. pr. flaske. Salgspris for en flaske i butikken er ca. 17 kr. ex. moms, hvorfor en salgspris fra CULT i omegnen af 9 kr. forventes. Afgiften udgør herved $\frac{0,68}{9} = 7,6 \%$ af salgsprisen, hvilket er en betydelig andel. Størrelsen på afgiften spiller derfor en væsentlig rolle for salget af CULTs produkter. Det er pr. 27. december 2018 vedtaget, at spiritusafgiften nedsættes fra 56,02 kr./l til 48,74 kr./l, svarende til et fald i afgiften pr. flaske til $0,27 \text{ l} * (4,5/100) * 48,74 = 0,59 \text{ kr}$ ²⁵. Vi undersøger ikke nærmere potentialet i dette fald, men kan konstatere, at der fra regeringens side tages hensyn til potentiel grænsehandel, hvorfor afgiften reduceres. Alkoholafgiften betales jf. øl- og vinafgiftslovens §4 at: "Der betales afgift her i landet ved varernes overgang til forbrug"²⁶. Dette betyder, at CULTs produktion i Tyskland ikke har effekt på afgiften, da denne betales i landet, hvor den sælges til forbrug.

Opsummering af PESTEL-analyse

Det er igennem PESTEL-analysen blev tydeliggjort, hvilke eksterne faktorer der kan have betydning for CULTs forretning. CULTs produkter befinder sig på et stærkt politisk reguleret

²⁴ <https://www.sst.dk/da/viden/tobak/lovgivning/skiltning-om-salg-af-tobak-og-alkohol>

²⁵ <https://www.skm.dk/skattetil/satser/satser-og-beloebsgraenser/oel-og-vinafgiftsloven>
<https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=208146>

²⁶ <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=186832>

marked, hvorfor dette spiller en væsentlig rolle for selskabets fremtidsudsigter. Det er derfor vigtigt aktivt at følge den politiske udvikling inden for områderne alkohol, koffeinindhold i energidrikke og aldersgrænser for salg af alkohol. Der er dog kommet øget fokus på alkoholafgiften, formodentlig grundet bekymringer omkring grænsehandel, hvorfor dette peger i en positiv retning for CULTs salg af CULT Shaker. Herudover fremkommer vigtigheden af at følge de samfundsmæssige trends. Her skal der både ses på mode inden for drikkevarer, men ligeledes miljøbevidsthed. Det er svært at vurdere mere konkret, hvorledes de samfundsmæssige trends udvikler sig, men det tyder på, at den grønne omstilling kommer til at have betydning for CULTs produktion i form af højere omkostninger til emballage. Til at modarbejde de formodede øgede omkostninger til emballage vurderes, at den teknologiske udvikling kan modvirke dette forhold og hjælper med at nedbringe produktionsomkostningerne. Det vurderes derfor, at der på den korte bane er en risiko for øgede produktionsomkostninger, men at der mere langsigtet vil kunne være besparelser at hente.

Efter at have foretaget analyse af CULTs eksterne forhold bevæger vi os videre og ser nærmere på konkurrenceintensiteten i branchen.

Porter's Five Forces

En brancheanalyse benyttes primært til at finde ud af, hvor attraktiv den er, samt hvad de største kræfter i branchen er. Derudover tages der også i betragtning, om der er tale om en branche med monopollignende positioner, og hvor attraktiv den givne branche er. Ved at benytte Porter's Five Forces analyseres ovenstående hovedkræfter. Porter's Five Forces tager, som tidligere nævnt, udgangspunkt i hovedkræfterne; truslen fra nye indtrængere på markedet, kundernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke, truslen fra substituerende produkter og konkurrencesituationen. Disse hovedtræk har stor betydning for den gennemsnitlige indtjening i branchen og på længere sigt den samlede konkurrencesituation.

Truslen fra nye indtrængere på markedet

En af de primære faktorer, der spiller ind, når man skal vurdere truslen fra nye indtrængere, er, hvilke adgangsbarrierer der er på det givne marked. For selskaber, der allerede har etableret sig på markedet, er høje adgangsbarrierer at foretrække, da det vil give en lavere konkurrence på det givne marked. Hvis branchen er attraktiv og lønsom, vil det med tiden være med til at lokke nye selskaber til at prøve sig af på markedet, da en ny indtrængende på markedet håber

på at finde et hul i markedet, som de større selskaber endnu ikke har dækket. En lavere konkurrence på markedet må alt andet lige vurderes at have en positiv effekt for de allerede etablerede spillere, da øget konkurrence vil have en negativ effekt på indtjeningsevnen.

CULT Energys egne produkter indeholder primært energidrikke eller læskedrikke tilsat alkohol, hvilket er relativt nemt at skulle kopiere. På trods af dette kræves der relativt solide partnerskaber med diverse leverandører for at begå sig på markedet. Produkterne bliver primært solgt i supermarkeder og på diverse restauranter og barer. Eftersom restauranter og barer oftest holder sig til én leverandør, når de skal modtage deres drikkevarer, er det oftest de største spillere på markedet, der indtager dette segment pga. større varesortiment. Ved Royal Unibrews opkøb af CULT har man kunne stå stærkere i forhold til at forhandle aftaler på plads med diverse salgskanaler. CULT har derved fået en stor fordel af at blive opkøbt i forhold til yderligere penetrering af markedet. Ved at være en del af Royal Unibrews portefølje kan man nu samarbejde bedre omkring aftaler med supermarkeder, barer og restauranter, da man har en større række produkter i ryggen, når der skal forhandles nye aftaler. Derudover vil selve produktionen være en stor adgangsbarriere for nye produkter. Det kræver væsentlig kapital at fremstille produktet samtidig med, at salgskanalerne i form af detailforhandlerne og restauratørerne forventer at modtage store ordrer ad gangen.

Dermed vil truslen fra nye indtrængere på markedet være lav, da de største spillere på markedet sidder tungt på de primære salgskanaler, og stordriftsfordelene forbundet med produktionen kræver betydelig kapital at opnå. Selv hvis en mindre spiller skulle kunne få aftaler med diverse salgsdistributører, vil det kræve relativt store ressourcer at kunne opretholde sin position på markedet.

Kundernes forhandlingsstyrke

Som nævnt i ovenstående hovedtræk, sælger CULT ikke direkte til deres forbrugere men til mellemlid, inden det når ud til forbrugerne. Kunderne består derfor af supermarkeder, restauranter og barer. Det primære salg af læskedrikke og øl fordelt mellem dagligvarehandel og restauranter fordeler sig for læskedrikkes vedkommende, at 83 %²⁷ sælges i dagligvarehandel, og for ølsalget bliver 77 %²⁸ solgt i dagligvarehandlen. Det forventes derfor,

²⁷ <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-laeskedrik/market/fordelingen-imellem-dagligvarehandel-og-restauranter/>

²⁸ <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/market/oelsalget-i-danmark-fordelt-paa-salgssteder/>

at RTD-produkterne sælges i samme omfang i dagligvarehandelen. CULTs største kunder må derfor være de danske supermarkeder, hvor de største er Coop og Salling Group. Supermarkeds kæderne står dermed stærkt, da de kender til CULT og de andre producenters primære indtjeningskilde som værende supermarkeds kæderne. De kan derfor forhandle priserne længere ned, end restauranterne og barerne. Ved at CULT nu er blevet opkøbt af Royal Unibrew, har de muligheden for at stå stærkere i en forhandlingsposition over for supermarkederne. Royal Unibrew har en bred portefølje af produkter, fra læskedrikke, øl, cider og vand. Hvor CULT før kun kunne tilbyde deres kunder enkelte produkter til specifikke kundegrupper, kan de sammen med Royal Unibrew nu forhandle med flere produkter i ryggen. Herudover bliver CULT som en del af Royal Unibrew en mere betydelig leverandør til supermarkederne, hvorfor disse i større grad bliver afhængig af CULT som leverandør. Dette betyder både, at man kan stå stærkere, hvis man skal forhandle på priserne, men endnu vigtigere er det blevet lettere for CULT at kunne bevare sin position på markedet ved at fastholde deres kunder.

Hvis vi kigger på CULTs anden store salgskanal, er der tale om udskænkingssteder som restauranter og barer. Restauranterne står med en væsentligt svagere forhandlingsevne end supermarkederne, da man oftest forhandler på vegne af enkelte restauranter.

En af CULTs RTD-produkters største målgrupper befinder sig i nattelivet, hvor kunden er de mange barer. Førhen havde barerne den samme forhandlingsposition som restauranterne, hvor de oftest handlede for enkelte udskænkingssteder ad gangen. Der er kommet en ny stor kunde, Rekom Group, for CULT, når det gælder salg af RTD-produkter, da Rekom Group bliver ved med at udvide deres ejerandele i det danske og nordiske barmiljø²⁹. Da Rekom Group har godt fat i forbrugerne, som er CULTs RTD-produkters målgruppe, er det en vigtig kunde for CULT. Endnu engang kan Royal Unibrew bevirke, at man står stærkere her, da man kan forhandle med flere produkter ad gangen, når man sælger til Rekom Group.

Da CULT ikke sælger direkte til deres forbrugere og dermed er nødsaget til at have både de rigtige og de bedste salgskanaler som deres kunder, vil kundernes forhandlingsstyrke vurderes som værende høj. Dette gør sig også gældende efter salget til Royal Unibrew, for på trods af at

²⁹ <https://www.berlingske.dk/business/barkonge-udvider-sit-imperium>

man står mere styrket end før opkøbet, er man stadig afhængig af sine kunder for at kunne nå ud til forbrugerne.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

CULTs primære leverandører består af råvareleverandører. Disse råvarer benyttes i fremstillingen af CULTs produkter. Selvom CULT har flere forskellige produkter, er grundingredienser meget ens i forhold til hinanden. CULT producerer energidrikke og RTD-produkter. Begge produkter indeholder enten alkohol eller koffein, men fælles for alle produkterne er, at de alle er baseret på en sukkerholdig drik.

Når CULT skal forhandle aftaler på plads med leverandører, gør de det på et marked, der er meget standardiseret³⁰. Hovedingredienserne benyttes til fremstilling af mange drikke og fødevarer, hvorfor der er denne standardisering i branchen, så CULT har svært ved at forhandle på priserne. Omvendt findes der mange forskellige leverandører, og CULT har behov for at have friske råvarer, da deres produkter videresælges med en holdbarhedsdato. Det er derfor vigtigt for selskabet at have ordentlige leverandører, de kan stole på, både hvad angår kvalitet og overholdelse af leveringsaftaler. Da CULT har udviklet sig til en større koncern og med tiden blevet tilknyttet Royal Unibrew, står man derfor godt stillet til at tilknytte sig nogle af markedets bedste leverandører, på trods af den mindre gode chance for at forhandle på priserne.

Et problem med CULTs leverandører er, at det meste er råvarer, der stammer direkte fra landbrugets salgskanaler. Selskabet skal derfor hele tiden være opmærksom på, hvordan det går med dyrkningen af årets råvarer. Hvis en høst af sukker fejler en enkelt sæson, vil landbruget være nødsaget til at sætte priserne op for at holde deres produktion i gang til året efter. Her vil længerevarende aftaler være til gavn for CULT, da man derfor kan sikre konstante priser.

Det vurderes, at CULT står godt stillet i forhold til deres leverandører, især med tilgangen af forhandlingsstyrke fra Royal Unibrew. Der findes mange forskellige leverandører, hvorfor det er relativt nemt at kunne forhandle aftaler på plads, dog uden det vil kunne ses direkte på købsprisen. Hvis selskabet har aftaler med dårlige leverandører, vil det påvirke salget, hvorfor det er vigtigt at have de rette aftaler med de bedste leverandører. Derudover kan rabataftaler for

³⁰ <https://www.dst.dk/da/Indberet/oplysningssider/maanedspriser-paa-korn-og-foderstoffer>

et større selskab som Royal Unibrew, der producerer store mængder drikkevarer med omtrent samme hovedingredienser, være lettere at forhandle på plads. Dette primært grundet den store mængde råvarer, der skal bestilles ad gangen. På denne måde er man bedre stillet ved rabataftaler overfor leverandørerne.

Truslen fra substituerende produkter

For at analysere på CULTs substituerende produkter skal man komme nærmere ind på, hvilket behov deres produkter opfylder. CULTs produkter kan ses som værende et nydelsesprodukt, hvor der hovedsageligt ses på behovet for at blive beruset. Her vil selskabet have mange substituerende produkter at konkurrere imod, da øl, vin, cider og diverse stærk spiritus vil betragtes som værende en trussel for CULT. Man kan også anse CULTs produkter som værende at stille kundens behov for tørst. I så fald vil samtlige drikkevarer være substituerende produkter for CULT, og der vil i så fald være en stor trussel fra substituerende produkter, da der her vil være en lang række konkurrerende produkter.

Det vurderes, at CULTs RTD-produkter hovedsageligt bliver benyttet af forbrugerne til at blive berusede. Det særlige ved CULTs produkter er, at fx CULT Shakeren både indeholder alkohol og et højt indhold af koffein. Med andre ord er produktet allerede færdigblandet i forhold til mange andre produkter, hvorfor det kan være mere populært og lettere for forbrugeren i stedet for først at skulle færdigblende efter købet. Dog kan forbrugeren spare penge ved selv at opblende stærk spiritus og diverse lække- og energidrikke. Forbrugeren vil dermed ikke skulle betale CULT som en form for mellemlid, der opblender for dem. Der er ikke mange lignende produkter, der både stiller forbrugers behov for energi samt beruselse. Styrkerne for Royal Unibrews køb af CULT kunne netop have været af denne grund. Royal Unibrew havde allerede integreret sig på energidrikmarkedet med deres Faxe Kondi Booster, men manglede et allerede etableret brand i RTD-segmentet, hvor man havde kombineret alkohol og energidrik.

Derudover bevæger man sig i branchen meget på trends. Ved at følge Bryggeriforeningens statistikker kan der aflæses, at den nyeste trend indenfor de seneste par år er specialøl³¹. Specialøl er ligeledes et substituerende produkt for CULTs RTD-produkter, hvorfor vi her kan se, at trends kan bevæge markedet fra én trussel af substituerende produkter til en anden. Ved

³¹ <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/marked/specialol/>

at Royal Unibrew nu tilføjer endnu et produkt til deres portefølje i form af CULTs produkter, kan man være bedre rustet til at følge de nyeste trends, når de skifter næste gang.

Det vurderes derfor, at der er en større trussel fra substituerende produkter, da man ikke kan udelukke drikkevarer, hvis man fortsætter i den udvidede substitutions tankegang. På den anden side står CULT med et særligt produkt på RTD-markedet, hvorfor der ved første øjekast ikke er mange andre produkter, der kan stille forbrugerens behov på samme måde i én drink.

Konkurrenceintensitet

Som tidligere beskrevet i ovenstående er konkurrencen på RTD-markedet meget præget af forbrugerens præferencer. Før opkøbet af Royal Unibrew står CULT derfor i en position, hvor de ikke alene konkurrerer med produkter på samme marked, men også med brands, der opfylder samme behov for kunderne. Selve det danske marked kan derfor kategoriseres som et oligopolistisk marked, da man har få store aktører i markedet. CULTs største konkurrenter er Carlsberg og Royal Unibrew, som begge har produkter i alle segmenter af læskedrikke og alkoholmarkedet. Disse er begge børsnoterede og især Carlsberg er internationale og har derfor både stor knowhow og nem adgang til kapital. CULTs største konkurrent på prisen er lavprisudbyderen af læskedrikke og alkohol, Harboe. Harboe har ligesom Royal Unibrew og Carlsberg produkter i alle markedets segmenter og har den absolutte laveste pris for alle deres produkter. En anden mere direkte konkurrent til CULT, er selskabet Diageo. Diageos aktivitet består i at importere RTD-drikke og stærk alkohol af bestemte mærker såsom Guinness og Smirnoff. Selskabet importerer kun produkterne, hvorfor det ikke har nogen produktion i Danmark, i modsætning til CULTs andre konkurrenter. Med CULT og deres fem største konkurrenter, som havende det meste af markedsandelene, opererer selskabet på et marked præget af differentieret oligopol, da aktørerne er få og produkterne er heterogene.

Grundet den generelt store konkurrence på markedet, da der findes mange produkter, konkurreres der oftest på pris. Det er derfor typisk at se de større aktører opkøbe de mindre for at kunne tilkøbe sig nye kundegrupper. Det samme gør sig gældende for CULT, som er blevet opkøbt af en større aktør som Royal Unibrew. Ved opkøbet af CULT har Royal Unibrew indtaget RTD-markedet med allerede kendte produkter som CULT Shaker og Mokaï. Royal Unibrew har derfor både fjernet en konkurrent, men samtidig også indtaget et nyt marked med produkter, forbrugeren i forvejen kender til.

Markedets største aktør er Carlsberg, som ligeledes er et af verdens største bryggerier. Bryggeriet har ligeledes mange læskedrikke samt cider i deres portefølje. De sidder dermed tungt på markedet med anerkendte produkter rundt om i hele verden. Royal Unibrew har derfor en stor konkurrent, de skal konkurrere imod, hvorfor man især på pilsnerområdet kan se Royal Unibrew konkurrere prismæssigt ved at have en pilsner, der koster mindre end Carlsberg, men samtidig ikke er i discountsegmentet.

Derudover er der en stigende efterspørgsel på specialøl, hvorfor man også ser en vækst i antallet af bryggerier indenfor de seneste år. Dette forklares ud fra statistikker fra Bryggeriforeningen, hvor man kan se, at antallet af bryggerier er fordoblet siden 2012³². På trods af at der er tale om et substituerende produkt til CULTs produkter, har det øget konkurrencesituationen på markedet over alkoholiserede drikkevarer.

Selve markedet for RTD-produkter, hvor der allerede er tilsat alkohol og koffein, er relativt lille. Konkurrencen ses derfor næsten udelukkende som værende fra substituerende produkter, der opfylder forbrugerens behov. CULTs produkter i form af deres CULT Shaker er derfor et mere differentieret produkt i den forstand, men ikke svært for de andre konkurrerende selskaber at kopiere. Hvis trenden i markedet ændrer sig i fremtiden, vil man kunne se de andre konkurrerende selskaber prøve at kopiere forholdet mellem en kombineret energidrik og alkoholiseret drink. Ved at være first-mover på markedet står CULT derfor i en stærk position, da man allerede har etableret sig på markedet for RTD-produkter. Generelt er markedet for alkoholiserede drikkevarer præget af en stor konkurrence, da det er meget standardiserede produkter, som er med til at give en højere konkurrence. Markedet afhænger derfor om at have det rette produkt, når trenden vender. Produkterne konkurrerer ligeledes ud fra forbrugerens præferencer, hvorfor det kan være svært at introducere nye produkter. Vi ser blandt andet CULTs Mokaï have mange forskellige smagsvarianter for at kunne tilbyde forbrugeren lige den smag, der er indenfor den givne forbrugers præference. Ved samtidig at have tilknyttet sig Royal Unibrews produktportefølje er det blevet lettere for selskabet at kunne udnytte stordriftsfordele ved indkøbs-, leverings- og produktionsomkostninger.

Ud fra ovenstående analyser af de forskellige konkurrencekræfter er følgende opgørelse lavet:

³² <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/samfund/antallet-af-danske-bryggerier-stiger/>

Konkurrencekraft	Vurdering	Faktorer	Vægtning
Truslen fra nye indtrængere på markedet	Lav	- Høje kapitalkrav - Stodriftsfordele - Få salgskanaler	+ + +
Kundernes forhandlingsstyrke	Høj	- Få store producenter - Få salgskanaler - Kunderne er salgskanaler	+ - -
Leverandørernes forhandlingsstyrke	Lav	- Pris reguleret af markedet. - Svær forhandlingsposition - Stodriftsfordele	+ - +
Truslen fra substituerende produkter	Middel	- Trend udvikling - Forskellige kundebehov - Unikt produkt	- - +

Tabel 1: Opsummering Porters Five Forces

Generelt har CULT en stærk position indenfor RTD-markedet. Især vedrørende truslen fra nye indtrængere står CULT godt stillet, da man førhen har været en af de mindre aktører på markedet, der har formået at finde et hul i markedet og dermed komme ind på markedet selv. På enkelte punkter såsom ved kundernes forhandlingsstyrke og truslen fra substituerende produkter står CULT isoleret ikke godt, men er en mindre aktør på markedet og har dermed hverken den største produktportefølje og ej heller meget kapital at bidrage med. De to områder hvor CULT har været dårligst stillet, forventes dermed at blevet forbedret i forbindelse med, at selskabet er blevet opkøbt af Royal Unibrew. Royal Unibrew bidrager netop til at stå bedre i forhold til at forhandle med kunder og leverandører, samt have en stor produktportefølje bag sig, hvilket mindsker risikoen for trussel fra substituerende produkter. Nu kan forbrugeren i stedet substituere til et andet Royal Unibrew-mærke.

Værdikædeanalyse

Porter's Værdikæde viser selskabets interne forhold. Værdikæden er bygget op om selskabets aktiviteter for efterfølgende at finde frem til, hvor meget værdi hver enkelt aktivitet skaber. Der tages her udgangspunkt i værdien, der bliver skabt for kunderne, og omkostningerne, der er forbundet herved. Der kigges derfor på, hvilke aktiviteter der er værdiskabende, og hvilke der

skaber mindre værdi for selskabet. Det er selskabets interesse at efterstræbe aktiviteter, der er svære at kopiere for konkurrerende selskaber.

De primære aktiviteter

De primære aktiviteter involverer selve produktionen af produktet, samt det dertilhørende salg og leveringen. Der analyseres stepvist, hvordan produktionen af produktet går fra start til slut. Det antages at grundet CULTs størrelse på markedet, har selskabet været nødsaget til at få tredjepart til at stå for produktionen, der dækker over de fleste primære aktiviteter i selskabet³³. CULT er endnu ikke en af de største aktører, som har råd til at investere i store produktionsanlæg - Selskabet er fortsat en af de mindre aktører på markedet og er her ramt af de høje adgangsbarrierer der er i branchen.

Indgående logistik

Den indgående logistik for CULT omfatter modtagelse, distribution af råvarer samt lagerstyring. Det er vigtigt for et selskab som CULT, der producerer fødevarer, at de modtagne råvarer fra landbruget kontrolleres ved modtagelsen. Med en indbygget kontrol herfor, er det lettere at spotte dårlige råvarer, som er essentielt for produktionen. Det er ligeledes vigtigt for et selskab, der producerer fødevarer, at de indgående varer kommer på samme tidspunkt, som produktionen er klar til at modtage dem. Hvis dette ikke er tilfældet, kan man ende med at opbygge et større lager af råvarer, der vil blive kasseret grundet overskridelse af holdbarhedsdato. I CULTs tilfælde er de modtagne indgående råvarer oftest med en længere holdbarhedstid, hvorfor det nærmere er styringen og overblikket over lageret, der er gældende, end hastigheden, råvarerne kommer videre i processen med.

Produktion

Ved Royal Unibrews overtagelse af CULT blev alle CULTs produkter fremstillet hos tredjepart i Tyskland. Efter overtagelsen har Royal Unibrew overtaget produktionen af CULT Energy, som er CULTs mest sælgende produkt. Mokaï og CULT Shaker produceres fortsat i Tyskland hovedsageligt på grund af de specielle etiketter, disse produkter har³⁴. Når der produceres alkohol, kræver dette ligeledes mere plads, da produktet først produceres for derefter at blive fermenteret grundet alkoholen³⁵. Det har derfor krævet mindre kapacitet for Royal Unibrew at

³³ <https://www.kfst.dk/media/54247/20190227-afgoerelse-royal-unibrew-CULT.pdf> s. 9

³⁴ Bilag 1 - Interview Søren Petersen

³⁵ Royal Unibrew, Annual Report 2019, s. 59

overtage produktionen med CULT Energy. Da salget ligeledes er større for dette produkt end de to andre, der ligeledes kræver specielle maskiner, vil det fremtidige grænsehandelssalg have en stor betydning, om man vælger at investere i maskinerne selv, eller fortsat anvender den lidt dyrere løsning ved at have en tredjepart til at producere.

Da tredjeparten har maskiner til netop at producere CULTs produkter, må det forventes, at de fortsat ønsker at stå for produktionen af Mokaï og CULT Shaker. I dette tilfælde kan det stille Royal Unibrew i en bedre situation i forhold til at forhandle aftaler på plads med tredjeparten.

Ved selve produktionen er det vigtigt at have kontrol over processen, så der ikke er igangværende produktion, der afventer det næste led. Dette især grundet behandlingen af råvarer, hvor risiko for kassering i højere grad er til stede end hos andre produktionsvirksomheder. Produktionen har ifølge Royal Unibrews årsrapport tre ben; selve produktionen, fermenteringen og til sidst opfyldning af produktet på flaskerne³⁶.

Udgående logistik

Den udgående logistik blev ved overtagelsen ligeledes styret af tredjepart. Det er forventet, at Royal Unibrew overtager den udgående logistik for CULT Energy, da produktionen ligeledes udføres af Royal Unibrew. Den udgående logistik bliver styret af efterspørgsel samt varelagre hos kunderne. Fordelen ved, at CULT samler den fulde distribution for hele CULT-porteføljen, er, at man derved har mulighed for at skabe balance på tværs af værdikæden og samle leveringerne til kunden på en gang. På denne måde har man overblikket over kundens varelager, og der vil samtidig ikke blive holdt mere på selskabets varelager i længere tid end nødvendigt.

Forudsætningen for, at Royal Unibrew ikke kun påtænker at overtage den udgående logistik for CULT Energy, men for hele CULT-porteføljen, stammer fra Royal Unibrews direktørs udtalelse ved opkøbet: "Med købet forventer vi at kunne opnå øget distribution og aktivering af CULT-porteføljen"³⁷. Ved at overtage denne del kan Royal Unibrew trække på deres erfaringer med distributionen, der allerede foretages mellem Royal Unibrew og de mange forhandlere af Royal Unibrew/CULT-porteføljen. Der vil her forventes at der opnås stordriftsfordele.

³⁶ Royal Unibrew, Annual Report 2019, s. 59

³⁷ <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article10722998.ece>

Marketing og salg

Dette er CULTs kerneaktivitet. Dette skyldes, at hele selskabets produktion samt ind- og udgående logistik foretages af tredjepart. Medarbejderne i selskabet har derfor stort fokus på marketing og salg. Da selskabet ikke er den største aktør på markedet hverken for alkohol- eller energidrikke, har man valgt en aggressiv strategi. For CULT Shakeren har man helt fra starten af selskabets levetid, da de prøvede at bryde igennem på markedet, haft såkaldte "CULT Piger" til at reklamere for produktet. CULT Piger er letpåkledte kvinder, der sælger og uddeler smagsprøver af CULT Shakeren, hvilket oftest sker i nattelivet. Primært på diskoteker og barer, hvor kundesegmentet allerede befinder sig. Derudover har CULT Shaker og Mokaï været fremtrædende i flere realityprogrammer, hvor produkternes kundegruppe i lige så høj grad er repræsenteret. På denne måde har man som en mindre aktør kunne penetrere markedet ved målrettet markedsføring og komme ud til netop kundegruppen.

CULTs energidrik har i stedet fokuseret på sport, ligesom sine konkurrenter, RedBull og Monster. Her har man ikke benyttet en lige så stor aggressivitet, som man har gjort med CULT Shakeren, eller som RedBull og Monster gør, men i stedet bevæget sig ind i sportsverdenen for at etablere energidrikken på denne scene ved Team CULT Energy-cykelhold³⁸.

Derudover kan CULTs produktportefølje for fremtiden nyde godt af det, der må forventes at være ekstra kapital til markedsføring i forbindelse med opkøbet. Det antages, at Royal Unibrew har deres egen markedsføringsafdeling for deres eksisterende produktsortiment, hvorfor det kan blive en vanskelig opgave for CULT at bevare sit image, hvis der kommer nye mennesker ind over processen. Omvendt kan man med den nylige aftale mellem Astralis og CULT Energy se, at man nu er i stand til at sponsorere større sportshold end cykelholdet³⁹. Astralis er et esportshold, der når ud til hele verdenen og især i Skandinavien, hvor esport er stort. For fremtiden vil brandet derfor stå stærkere på udenlandske markeder grundet aftalen.

Service

Royal Unibrew har i 2019 lanceret en e-commerce-platform for deres kunder⁴⁰. På platformen har kunderne mulighed for direkte at bestille varer, opdatere deres lagerstatus og blive

³⁸ <https://www.uci.org/road/teams//TeamDetail/4557/1000664/154>

³⁹ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/dansk-bryggerikaempe-og-e-sportsstjerner-vil-lave-ny-energidrik-sammen>

⁴⁰ Royal Unibrew, Annual Report 2019, s. 18

inspireret af nye produkter i Royal Unibrews portefølje. Denne service er endnu en af de fordele, CULT kan nyde godt af ved opkøbet, da kunden kan fylde deres varelager op udelukkende med Royal Unibrew-produkter, der dækker en stor del af varer inden for drikkevarer. Kunden kan her holde sig til én leverandør og samtidig let holde styr på, hvornår der skal bestilles varer. Med denne service giver Royal Unibrew deres kunder et lettere overblik, og samtidig behøver kunderne heller ikke selv tage stilling til, hvornår varelageret bliver fyldt op, da Royal Unibrew kan være med til at gennemgå varelageret og give besked, når lageret bør blive fyldt op igen.

Supportaktiviteter/støtteaktiviteter

Supportaktiviteterne er med til at effektivisere og hjælpe ovenstående primære aktiviteter. Der analyseres, hvordan disse aktiviteter understøtter produktionen af selskabets produkter.

Firmaets infrastruktur/personaleledelse

Som tidligere beskrevet er CULT i forhold til de andre aktører på markedet en af de nyere, som har bidt sig fast med rekordfart. Efter Brian Sørensen stiftede selskabet, har man hele tiden tænkt ud af boksen for at slå sine konkurrenter, hvilket man har formået. Dette har medført enorm vækst, og i nogle perioder har der været underbemandet personale, hvor en decideret firmastruktur ikke har spillet ind i selskabet. Dette ses netop ved den enorme vækst, hvorefter selskabet har været nødsaget til at fordoble antallet af medarbejdere for at følge med udviklingen⁴¹.

Efter opkøbet bør det forventes, at CULT får en mere bureaukratisk ledelsesstruktur, end medarbejderne førhen har været vant til. Royal Unibrew har væsentligt flere medarbejdere, end CULT har haft i de år, selskabet har eksisteret. Overgangen fra et mindre energisk selskab med få medarbejdere, til en større koncern, vil sandsynligvis være forbundet med en ændret beslutningsproces. Mindre selskaber har en tendens til at være fleksible og agile, hvor større selskaber med en række ledelseslag som hovedregel vil være mindre agil, hvorfor den øgede bureaukratiske ledelsesform vil gøre beslutningsprocesser langsommere.

Derudover kan CULT stå i den situation, hvor Royal Unibrew-koncernen tager strategiske beslutninger over hovedet på dem. Dette set i lyset af, at Royal Unibrews bestyrelse og direktion ikke udelukkende har til formål at styre CULT, men også koncernens andre produkter.

⁴¹ <https://www.berlingske.dk/business/ambitioes-CULT-tager-ciderfoeringen-fra-carlsberg>

Omvendt kan det være sundt for en virksomhed som CULT, der har oplevet stor vækst de seneste 10 år at implementere en mere struktureret styreform. Der vil samtidig sandsynligvis kunne komme mere kvalificeret ledelse ind, da man har adgang til flere midler, og udbud/efterspørgsel dikterer at dette vil tiltrække kvalificerede medarbejdere. Det forventes samtidig, at medarbejderne vil have en større HR-afdeling til rådighed, der kan være med til at rekruttere mere kvalificeret personale til at drive et potentielt nyt vækst-eventyr.

Teknologisk udvikling

Den teknologiske udvikling for en produktionsvirksomhed som CULT vil hovedsageligt relatere sig til produktionen. Der tillader den teknologiske udvikling potentielle produktions besparelser, som også tidligere er beskrevet i PESTEL analyse under Teknologi.

Det kan her tilføjes til værdikæden, at teknologisk udvikling ligeledes også kan bestå af optimeret lagerstyring gennem nye Edb-systemer, optimeret supply-chain-management ligeledes igennem Edb-systemer der vil kunne snakke sammen med leverandører og kunders systemer, og derved give mulighed for transparens igennem hele værdikæden for alle parter. Potentialerne i den teknologiske udvikling er svær at kvantificere, da den reelle værdi heraf ikke specifikt kan fastsættes.

Det er under serviceafsnittet beskrevet, at Royal Unibrew har udviklet en ny service platform, der tillader kunderne og Royal Unibrew bedre lagerstyring, hvilket også indgår som en del af den teknologi som CULT kan gøre brug af efter integrationen i Royal Unibrew.

Indkøb

Indkøb adskiller sig fra den indgående logistik i den forstand, at man her har fokus på selve bestillingen og prisen på varen, og ikke hvordan den fysisk ankommer til produktionen. Det store antal af leverandører af råvarer giver CULT en god position til at kunne gøre fordelagtige indkøb. Derudover er selve produktionen hos tredjepart, hvorfor det forventes, at CULTs fokus ligger på indkøbsafdelingen, og ikke på den indgående logistik

Ved opkøbet må det forventes, at man har en stærkere forhandlingsstyrke, da man nu besidder større indkøbsafdelinger, og det er fra samme leverandører de resterende Royal Unibrew-produkter skal indhentes. Man kan derfor forhandle mere fordelagtige aftaler på plads og udnytte stordriftsfordele ved indkøb gennem kvantitets rabatter og forhandlingsstyrke til at opnå rabataftaler.

SWOT

SWOT-analysen er med til at opsummere virksomhedens strategiske position. Ved denne opsummering kan virksomheden vurdere, hvordan de er stillet på markedet, samt om deres nuværende strategi kan håndtere eventuelle forandringer i fremtiden. Modellen tager udgangspunkt i ovenfor gennemgåede analyser; PESTEL, Porter's Five Forces og Porter's Værdikæde. SWOT-analysen tager derfor udgangspunkt i både de interne og eksterne forhold i virksomheden. Styrker og svagheder dækker de interne forhold, mens muligheder og trusler dækker de eksterne forhold der gør sig gældende for CULT.

Styrker (interne)

CULT har inden overtagelsen deres produktion hos en tredjepart. På den måde har de overladt en anden virksomhed til at stå for ind- og udgående logistik samt produktionen af deres produkter. Efter overtagelsen har Royal Unibrew overtaget produktionen af CULT Energy og dermed også den ind- og udgående logistik for produktet, mens de resterende produkter fortsat udføres af tredjepart. Ved at få Royal Unibrew til at overtage produktionen kan selskabet udnytte de mange stordriftsfordele, der er i branchen. Royal Unibrew har både knowhow for, hvordan man producerer i store skalaer og kan med den allerede store portefølje af produkter udnytte dette til at indgå mere fordelagtige kontrakter med leverandører og opnå kvantitetsrabatter. Derudover kan man samle distributionen af alle Royal Unibrew-produkter, som en del af distributionen til kunderne og dermed reducere omkostningerne. I fremtiden vil selve produktionen foretages af Royal Unibrews maskiner, hvorfor der ikke skal benyttes yderligere kapital til at stå for produktionen. Derfor kan CULT spare omkostningen, der ligger ved at få en tredjepart til at udføre arbejdet for dem.

Svagheder (interne)

Da CULT netop er en af de mindre aktører på markedet og skal konkurrere mod de få største, tager det tid at opbygge sin egen produktion og have kapital til at lave disse investeringer. CULT har i stedet benyttet sig af tredjepart, der producerer produktet og står for den indgående logistik. Herved skal CULT ikke investere i store anlæg, men til gengæld skal de betale en højere pris for at få produkterne produceret og fragtet til deres kunder. Der er derfor tale om en kortsigtet løsning, hvis man senere vil sammenligne sig med de største aktører.

Ved at sammenlægge flere af CULTs allerede fungerende poster til en større virksomhed i form af Royal Unibrew, kan der opstå en større grad af bureaukrati. På denne måde er der længere fra idé til handling. De allerede fungerende medarbejdere skal indordne sig efter en ny ledelseskultur i hverdagen. Dette vil på den lange bane gavne virksomheden, da implementeringen sker til det bedre. Dog kan det på den korte bane mindske den store vækst, CULT har haft det seneste årti.

Muligheder (eksterne)

CULT befinder sig på et marked med relativt store adgangsbarrierer. Det kræver en stor produktion at benytte sig af de få salgskanaler, der er for produktet. Dette primært grundet størrelsen på salgskanalerne, der oftest er supermarkeder eller barer. Barerne kræver ikke lige så stor produktion, men giver ligeledes heller ikke så stor omsætning for selskabet.

Selskabet har etableret sig på et svært marked at komme ind på, og samtidig står CULT i en stærk position på RTD-markedet, samt markedet for energidrikke. Der er ikke direkte konkurrenter til CULTs CULT Shaker, da der ikke er andre produkter på markedet, der har færdigblandet alkohol og energidrik.

Da CULT producerer sine produkter ud fra råvarer, har de muligheden for at vælge imellem mange leverandører. Selvom råvarernes pris allerede er fastlagt ved markedsprisen på den givne råvare, kan CULT lettere fravælge en dårlig leverandør over en bedre.

På markedet CULT befinder sig på, er der få store aktører. Dette skyldes de førnævnte høje indgangsbarrierer og ligeledes de stordriftsfordele, der er ved at producere produkterne. Desto færre aktører, der er på et givent marked, desto mere kan selskaberne styre markedet. Ved fuldkommen konkurrence er det forbrugeren, der har overhånden, da der altid er et produkt, der enten ligner det givne produkt, eller er billigere. På det monopolistiske marked er det monopolisten, der kontrollerer alle produkter og selv bestemmer prisen. CULT befinder sig på et marked med differentieret oligopol, hvor der er få store aktører, der sidder på markedsandelene med et heterogent produkt.

Som en af de nyere aktører på markedet har CULT fastgjort deres position ved aggressiv markedsføring. De har indtaget markedet ved at kende deres kundegruppe godt i form af

markedsføring igennem sexappeal på barerne, mens man har været synlig i en del reality-programmer, der primært henvender sig til CULT Shakers kundegruppe.

Trusler (eksterne)

På markedet for RTD og alkoholiserede drikkevarer generelt gælder det altid for virksomhederne at være med markedsføringsmæssigt. Alkohol symboliseres med mange ting og især med nattelivet, hvor CULTs RTD-produkter oftest indtages. Det gælder derfor om altid at være en del af de nyeste trends for at være forbrugernes foretrukne drikkevare.

En svaghed for salget af CULTs produkter er den begrænsede mængde af salgskanaler, CULT har, når varerne skal sælges videre til forbrugeren. Selskabet har derfor relativt få store kunder, som primært er supermarkeder, barer og restauranter. Der kan være mange forskellige barer og restauranter, men med nyere trends i form af Rekom Group, der ejer mange barer i Danmark, og koncepter som restaurant Flammen og Dalle Valle, udnytter barer og restauranter ligeledes stordriftsfordelene i markedet. Stordriftsfordelen i denne sammenhæng er evnen til at forhandle overfor leverandører. CULT, som er leverandør til supermarkeder, barer og restauranter, står derfor svagere stillet, ligeledes hvis der ikke landes store aftaler, vil en af de andre store aktører på markedet kunne overtage.

I samfundet er der kommet en yderligere opmærksomhed på sunde vaner. CULTs produkter indeholder både sukker, koffein og alkohol. Derudover har flere studier vist skaden ved at indtage energidrikke. Dette vil løbende kunne påvirke salget af CULTs produkter negativt, da produkterne kan blive valgt fra i forhold til substituerende og konkurrerende produkter, der ikke har samme skadelige effekt for kroppen.

Styrker	Svagheder
- Lavere omkostninger, ved teknologisk udvikling - RUB har overtaget produktionen af energidrik - RUB overtager den udgående logistik - Centralisering af servicefunktioner - RUB's platforme ved B2B segmentet - Bedre supply chain management ved RUB - Større indkøbsafdeling ved RUB	- Indgående logistik foregår gennem tredjepart - Tredjepart varetager produktion - Bureaukrati
Muligheder	Trusler
- Store adgangsbarrierer - Stærk position på RTD markedet - Flere leverandør muligheder - Få store aktører på markedet - Cults brand - Adgang til større og flere salgskanaler	- Skaden ved at drikke energidrikke - Tyske afgifter - Fokus på miljøet - Trussel fra substituerende produkter - Primære RTD salg fra grænsehandel - Skift i sociale trends - Begrænsede salgskanaler - Få store aktører på markedet

Tabel 2: Opsummering SWOT

Regnskabsanalyse

Som nævnt i metodeafsnittet vedrørende regnskabsanalysen vil vi her skabe et overblik over selskabets historiske udvikling. Ved at danne et overblik kan man se, hvilke regnskabsmæssige poster der er med til at skabe værdi for virksomheden. Det er essentielt for budgetteringen og regnskabsanalysen, da man her tager udgangspunkt i de historiske data. Ved at udføre en regnskabsanalyse dannes et overblik over, hvordan rentabiliteten har ændret sig i selskabet over tid. Der tages udgangspunkt i CULTs årsrapport fra 2018, da det er denne, der leder op til opkøbet af CULT. Derudover gennemgås den historiske udvikling tilbage til og med 2015.

For at sikre pålidelige data til udførelse af regnskabsanalysen udføres en gennemgang af regnskabskvaliteten, hvor der her kigges på regnskabets revisorerklæringer samt ledelsespåtegninger. Efterfølgende udføres en reformulering af de seneste årsrapporter. På denne måde bliver det mere tydeliggjort, hvilke poster der skaber størst værdi for selskabet. Ved reformuleringen findes frem til, hvilke poster der direkte vedrører driften, og hvilke der ikke har en direkte sammenhæng hertil. Ved at reformulere regnskabstallene gøres det lettere at identificere regnskabsmæssig støj og forvrængning af regnskabsposterne⁴². Efter

⁴² O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 155

reformuleringen af regnskabstal for perioden 2015-2018 foretages en nøgletalsanalyse af de historiske regnskaber.

Regnskabskvalitet

Som beskrevet ovenfor kan der tit opstå støj og forvrængning af regnskabstal og regler. Dette kan ske ved, at ledelsen netop forvrænger tallene til deres fordel, så man får mere fordelagtige nøgletal for året. Derudover kan det ske ved simple fejl i rapporteringen for selskabet. CULT har i 2017 og 2018 stået i en position, hvor man har forhandlet en aftale på plads med Royal Unibrew. Det er derfor vigtigt at have for øje, at CULT har ønsket det bedst mulige resultat for regnskabsårene op til salget, da dette har kunne give en højere salgspris for selskabets ejere.

Det er derfor vigtigt, at der bliver inddraget en uafhængig vurdering af regnskabstallene, og i denne forstand forstås selskabets revisor, der underskriver årsrapporten. Det er en af den uafhængige revisor vigtigste opgaver, når vedkommende underskriver en årsrapport, at regnskabstallene er så retvisende som muligt. CULT aflægger regnskab ud fra reglerne for regnskabsklasse C.

Det er her et krav, at årsregnskabet skal revideres af uafhængig revisor. Vi kan i årsregnskabet gennemgå revisorpåtegninger samt bemærkninger for at få en identifikation af, om selskabet overholder korrekte regnskabsregler. På trods af revisors gennemgang er det ledelsen i CULT, der har ansvaret for, at årsregnskabet er aflagt uden fejl, uanset hvad den pågældende fejl skyldes. Vi gennemgår derfor også ledelsesberetningen.

Vi har gennemgået årsregnskaberne 2015-2018. I den forbindelse kan vi se, at selskabet har fusioneret med et søsterselskab i regnskabsåret 2015. Efter fusionen har Deloitte været revisor for selskabet i de efterfølgende år. Før dette har Ernst & Young stået for revisionen af årsregnskaberne og gjort dette siden 2011. CULT har dermed skiftet revisor i perioden, men da man ellers har haft samme revisor tilknyttet i længere årrækker ad gangen, er der ingen tegn på dårlige forhold mellem CULT og deres revisor, hvilket styrker troværdigheden af de aflagte regnskabstal. Deloitte og Ernst & Young er ligeledes anerkendte revisionshuse med en lang række velrenommerede selskaber som kunder. Dette giver ligeledes de reviderede regnskabstal ekstra troværdighed for regnskabslæseren.

Der har i årsregnskaberne i perioden 2015-2018 ikke været supplerende oplysninger eller forbehold i revisorpåtegningerne, eller ledelsesberetningerne. I regnskabsåret 2016 har den nyligt valgte revisor fundet væsentlige fejl vedrørende tidligere regnskabsår. Fejlene er i 2016 korrigeret og benævnt i regnskabet. Det væsentlige forhold er benævnt som "Tillæg af ukurante omkostninger til kostprisen på varelageret"⁴³. Fejlen nævnes ikke i hverken påtegningen eller ledelsesberetningen. Der er blevet korrigeret for 2016- og 2015-regnskabstallene i årsregnskabet for 2016, hvorfor vi benytter 2015-regnskabstallene for netop dette regnskab.

Da CULT aflægger regnskab efter reglerne i ÅRL for regnskabsklasse C mellem, er der ikke krav om at fremlægge selskabets omsætning for regnskabsperioden. Da omsætningen er en af de vigtigste poster i vores nøgletalsanalyse samt budgettering, benyttes i stedet tallene fra pressemeddelelse vedrørende opkøbet⁴⁴. Her oplyses omsætningen for 2017. Ved at tage udgangspunkt i dette regnskabsårs omsætning beregnes omsætningen for de resterende regnskabsår. Beregningen sker ud fra oplysninger fra Søren Petersens informationer. Dette beskrives mere uddybende i afsnittet om budgettering samt følsomhedsanalyse.

Reformulering balance

Ved udførelse af reformulering af et selskabs regnskab begyndes som udgangspunkt med at reformulere balanceposterne. Selskabet balanceposter er inddelt i kort- og langfristede afsnit. Ved at reformulere er udgangspunktet at finde frem til, hvilke poster der er vedrører driften, og hvilke der er finansielle poster. Ved at starte med at reformulere balancen dannes et overblik over de finansielle poster, der kan benyttes til at afklare, hvilke poster i resultatopgørelsen der ligeledes ikke er en del af driften. Både finansierings- og driftsposter kan både være aktiver og forpligtelser. Positive driftsposter beskrives som driftsaktiver, mens negative driftsposter er driftsforpligtelser⁴⁵.

For at danne grundlag for at kunne skelne mellem drifts- og finansiering poster er det vigtigt at have styr på selskabets daglige drift. Selskabets formål er at producere og sælge cider, energidrikke og RTD-produkter. Poster i balancen, der vedrører selskabets formål, er dermed en del af driftsposterne.

⁴³ CULT, Årsrapport 2016

⁴⁴ <http://investor.royalunibrew.com/da/news-releases/news-release-details/market-position-denmark-reinforced-through-acquisition-bevcon/>

⁴⁵ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 137

På aktivsiden af balancen skal der både fjernes driftsaktiver og poster, der kan skyldes midlertidig placering af overskydende likviditet. Den overskydende likviditet er stort set altid selskabets likvide beholdninger. Grunden til, at det er vigtigt at være opmærksom på selskabets noter i regnskabet, er ligeledes, at man kan identificere midlertidig placering af overskydende likviditet i kapitalandele. I balancen fremgår kapitalandele i tilknyttede virksomheder, der dækker over en række udenlandske CULT-selskaber. Ved indtræden i nye lande er der oprettet selskaber til at varetage salget i det respektive land. Det er efter aftale med Royal Unibrew besluttet, at alle selskaberne skulle lukkes ned, da disse i forvejen var nedskrevet til en bogført værdi på TDKK 32, og derfor i Royal Unibrews øjne var mere til besvær end gavn. Af den grund vurderes aktivet ligeledes som værende midlertidig placering af overskydende likviditet, hvorfor de ikke gavner selskabets primære drift.

På passivsiden i balancen er det forholdsvis lettere at udpege de finansielle poster i regnskabet. Det er typisk, hvordan selskabet finansierer sig selv med fremmedkapital fra banker og realkreditinstitutter. CULT har ingen realkreditgæld, men til gengæld har selskabet gæld til bank. Bankgælden klassificeret som finansielle gældsforpligtelser i vores reformulering.

Den reformulerede balance fremgår af bilag 2.

Reformulering af resultatopgørelse

Resultatopgørelsen i sig selv danner grundlag for over- eller underskuddet for regnskabsåret. I den reformulerede resultatopgørelse findes den samlede værditilvækst ved at tillægge indtægter og omkostninger fra finansieringsaktiviteterne med driftsoverskuddet. Den samlede værditilvækst tilfalder herefter enten ejerne, totalindkomsten eller nettooverskuddet⁴⁶.

Ved reformuleringen af resultatopgørelsen tages udgangspunkt i den reelle drift, hvorfor usædvanlige poster i regnskabsåret ikke medtages. I stedet skal opgøres, hvilke poster der er permanente og forventes tilbagevendende de kommende regnskabsperioder. I CULTs regnskab for 2018 er opstået en usædvanlig post. Det vedrører gevinst ved salg af aktiver. Beløbet på 242 t.kr. indgår i posten for af- og nedskrivninger i resultatopgørelsen. Ved at fjerne indtægten fra resultatopgørelsen bliver af- og nedskrivninger en endnu større omkostning for CULT.

⁴⁶ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 139

For usædvanlige poster i resultatopgørelsen, der er fjernet fra resultatopgørelsen, tilføjes ved at beregne skatten for denne del. Dette gøres ved at tage den procentmæssige andel af den nuværende selskabsskat, der for regnskabsåret 2018 lød på 22 %. I dette tilfælde er det 22 % af 242 t.kr., som indsættes i den reformulerede resultatopgørelse. Det samme gør sig gældende for de nettofinansielle poster. Nettofinansielle poster findes ved at lægge finansielle indtægter til finansielle omkostninger. I årsregnskabet for CULT i 2018 lød det på -238 t.kr., altså med flere finansielle omkostninger end indtægter, da beløbet er negativt. Der trækkes ligeledes 22 % af dette beløb.

Den reformulerede resultatopgørelse fremgår af bilag 3.

Reformulering af egenkapital

I den reformulerede egenkapitalopgørelse opdeles egenkapital, som den kendes fra regnskabet. Den reformulerede egenkapitalopgørelse opgøres i de ordinære ejeres egenkapital og kan indeles i transaktioner med ejerne og totalindkomsten. De to lagt sammen giver egenkapitalen ultimo. Transaktioner med ejerne dækker over udbytte, kapitalindskud og køb og salg af egne aktier. Totalindkomsten bliver beskrevet i reformuleringen af resultatopgørelsen og stemmer til totalindkomsten i egenkapitalen. I CULTs egenkapital for 2018 indgår udbytte, der vedrører transaktioner med ejerne, og totalindkomsten, der stammer fra reformuleringen fra resultatopgørelsen. I regnskabsåret 2017 var der ligeledes effekt af virksomhedskøb samt valutakursreguleringer.

Den reformulerede egenkapitalopgørelse fremgår af bilag 3.

Nøgletalsanalyse

I nøgletalsanalysen af CULT vil vi benytte DuPont-modellen. For at benytte modellen skal den reformulerede resultatopgørelse samt balance anvendes. Modellen er en rentabilitetsanalyse, der finder frem til et selskabs mest og mindst rentable økonomiske faktorer. Grundlæggende for en nøgletalsanalyse gælder derudover at finde frem til nøgletal, så et selskab er mere sammenligneligt med andre, heriblandt dets konkurrenter. Som beskrevet i metodeafsnittet består DuPont-modellen af tre niveauer. Egenkapitalforrentningen (ROE) og de dertilhørende værdidrivere danner grundlag for rentabilitetsanalysen.

I niveau 1 af modellen nedbrydes ROE i tre faktorer: afkast på nettodriftsaktiviteter (ROIC), den finansielle gearing (FGEAR) og rentemarginalen (SPREAD). Til beregning af rentemarginalen benyttes den gennemsnitlige lånerente r .

I niveau 2 af modellen bliver den udregnede ROIC fra niveau 1 dekomponeret i en overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH).

I niveau 3 beregnes de underliggende værdidrivere. Da CULT aflægger regnskab efter ÅRL-regler for regnskabsklasse C, behøver selskabet ikke at offentliggøre flere resultatopgørelsesposter. Af den grund udføres niveau 3 ikke i denne opgave. Det vurderes derfor ikke, at niveau 3 bidrager til yderligere forståelse af selskabet historiske regnskabstal. Til at beregne diverse nøgletal for tidligere år benyttes de forholdsmæssige værdier baseret på omsætningen for 2017, som er oplyst ud fra pressemeddelelsen fra Royal Unibrew⁴⁷. Da vi ud fra interview med Søren Petersen fra Royal Unibrew har fået den forholdsmæssige andel, som bruttofortjenesten udgør, henholdsvis omsætning, varekøb og driftsomkostninger for 2017, har vi benyttet samme procentsats for de resterende regnskabsperioder.

Niveau 1: Opdeling af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter og finansiell gearing

ROE kan beregnes ud fra følgende formel:

$$ROE = ROIC + [FGEAR * (ROIC - r)]$$

Ud fra formelen kan ROE dermed nedbrydes i tre faktorer som beskrevet ovenfor. Ved at finde frem til værdien af disse tre faktorer kan vi vurdere, hvad der styrer vores ROE. Rentabiliteten for virksomheden er beskrevet ud fra værdien af ROE. Ved at finde frem til, hvilke faktorer der styrer værdien af ROE, kan der ud fra ROIC, beskrives, hvor profitabel en virksomhed er.

⁴⁷ <http://investor.royalunibrew.com/da/news-releases/news-release-details/market-position-denmark-reinforced-through-acquisition-bevcon/>

Derudover kan de resterende led sammenlægges som værende en beskrivelse af finansieringsaktiviteterne.

Nøgletal					
	2018	2017	2016	2015	
ROE (Totalindkomst / Gns. EK)	22.1%	147.4%	142.4%	1.5%	
ROIC (DO efter skat/ gns. NDA)	10.1%	0.6%	2.3%	0.4%	
FGEAR (Gns. NFA/ Gns. EK)	44.4%	9.3%	2.3%	11.4%	
r (NFO/ Gns. NFF)	0.3%	14.8%	-9.8%	0.2%	1.4%
Spread (ROIC - r)	9.8%	-14.2%	12.1%	0.3%	2.0%

Tabel 3: Reformulerede nøgletal CULT

Ud fra den målte ROE, der beskriver egenkapitalens forrentning, har de sidste par år for virksomheden skabt rentabilitet for ejerne. Især i 2016 og 2017 har selskabet skabt en stor rentabilitet ifølge nøgletallet.

Ved at bryde beregningen af nøgletallet ROE op kan der som tidligere beskrevet lettere tages udgangspunkt i, hvor selskabet tjener sine penge. Ved at kigge på nøgletallet ROIC kan beskrives virksomhedens evne til at benytte sine driftsaktiver til at generere overskud. Ved den tidligere reformulering, som nøgletalsberegningerne udspringer fra, blev driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter opdelt. Denne opdeling benyttes især ved beregning ROIC, da nøgletallet på denne måde kan skille sig ud fra den traditionelle beregning af afkastgraden, hvor der netop ikke er taget stilling til dette.

Den resterende beregning af ROE beskriver afkastet af finansieringsaktiviteten. Denne kan opdeles i FGEAR og SPREAD. FGEAR beskriver forholdet mellem netto finansielle forpligtelser (NFF) eller aktiver og selskabets egenkapital. En stor gældsandel i forholdet til egenkapitalen er kun at foretrække, hvis selskabets SPREAD ligeledes er høj. SPREAD beregnes som ROIC-r, hvor r beskriver selskabets gennemsnitlige renteomkostninger af gælden. Selskabets SPREAD beskriver, om selskabet tjener penge på at optage gæld og beskrives som rentemarginalen. Nøgletallet er et udtryk for, om selskabet kan opnå et afkast ud fra den optagne gæld, og dermed vil et positivt beløb for nøgletallet beskrive, at selskabet tjener flere penge ved at optage gæld.

Det er vanskeligt at se en direkte sammenhæng ud fra CULTs beregnede ROE med de resterende nøgletal. Selskabet har netto finansielle aktiver (NFA) i stedet for netto finansielle forpligtelser, hvorfor der er flere aktiver, end der er optaget gæld. Ved at tage udgangspunkt i nøgletallene for 2017 beskrives den manglende sammenhæng mellem nøgletallene fra den opbrudte ROE med den faktiske beregnede ROE. I 2017 har selskabet sin højeste ROE-værdi i de fire analyserede år. Samtidig har selskabet en ROIC, der nærmer sig 0, hvorfor der ikke kan udledes noget for dette tal. Ligeledes har selskabet en FGEAR på 9,3 % og en SPREAD med minusværdi. Som tidligere beskrevet har en positiv FGEAR kun en positiv virkning på ROE, hvis SPREAD ligeledes er positiv. Med andre ord er det svært at gennemskue, hvor selskabets ROE i de analyserede år skaber den største værdi.

Da selskabet er en ejerledet virksomhed og ikke en børsnoteret virksomhed med mange investorer, kan ejeren have fokuseret mere på den organiske vækst i selskabet. Derudover kan ejeren have undgået gæld i en højere grad, hvis man ikke har flere investorer, der kan bidrage til eventuelle tab. Dette kan være grunden til, selskabet har netto finansielle aktiver i stedet for netto finansielle forpligtelser. Ligeledes har selskabet ikke balanceposter med store beløb. Dermed vil selv små ændringer i balancen have en stor effekt på den procentvise ændring i nøgletallene.

Niveau 2: Dekomponering ROIC

ROIC kan beregnes ud fra følgende formel:

$$ROIC = \left(\frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns. NDA}} \right) + \text{Overskudsgrad} * \text{Omsætningshastighed}$$

Overskudsgraden, OG, beregnes ved: Samlet driftsoverskud / nettoomsætning.

OG beskriver påvirkningen, som 1 krone på omsætningen har på selve resultatet. Nøgletallet kan benyttes til at se, hvorledes selskabet benytter for mange omkostninger til at skabe omsætning. Nøgletallet kan ligeledes beskrives som selskabets lønsomhed.

Omsætningshastigheden, AOH, beregnes ved: Nettoomsætning / Gns. Netto drifts aktiver (NDA).

Nøgletallet beskriver salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver⁴⁸. Tallet fortæller, hvor meget kapital selskabet benytter for at danne årets omsætning. Desto lavere en værdi, desto større kapital i form af aktivernes værdi benyttes til at generere omsætning. Nøgletallet kan ligeledes beskrives, som selskabets evne til, at kapital tilpasses aktiverne i forhold til omsætningen.

Det gælder for selskabet i første omgang at have styr på sin overskudsgrad og altså deres lønsomhed. Hvis ikke selskabet er i stand til at skabe et overskud efter, driftsomkostningerne er betalt, er kapitalstrukturen i selskabet mindre vigtig. Det kan ses i nedenfor indsatte tabel, at CULT i årene 2015-2018 har en relativt lav OG og en høj AOH. Derudover kan ses sammenhængen af en forøgelse af OG og AOH i 2018, hvor ROIC ligeledes stiger herefter. Det kan ligeledes ses, at selskabet har en positiv OG i alle de analyserede regnskabsår, hvorfor de har været i stand til at være lønsomme i alle årene. Dette betyder ligeledes, at det giver mening at kigge på selskabets AOH. Det er vigtigt for selskabets kapitalstruktur at skabe størst muligt omsætning ud fra så lav bunden kapital som muligt. Ved at have en høj AOH i alle de analyserede regnskabsår kan det konkluderes, at selskabet er i stand til dette.

Nøgletal				
	2018	2017	2016	2015
ROIC (DO efter skat/ gns. NDA)	10.1%	0.6%	2.3%	0.4%
OG (DO/Oms)	4.97%	0.66%	3.38%	0.59%
AOH (Oms/ Gns. NDA)	8.1	4.4	4.0	5.4
				5.5

Tabel 4: Reformulerede nøgletal CULT

Ved at sammenligne de beregnede nøgletal for selskabet i perioden 2015-2018 kan der ligeledes sammenlignes til Ole Sørensens brancheanalyse af OG og AOH⁴⁹. Der tages udgangspunkt i bryggeribranchen for at sammenligne til CULTs nøgletal. Selve produktet kan sammenlignes med CULTs, da CULTs portefølje er substituerende produkt til bryggeriernes produkter. Derudover er produktions- og virksomhedsformen sammenlignelige i de to brancher.

Ifølge opgørelsen i Ole Sørensens bog ligger den gennemsnitlige AOH i bryggeribranchen på ca. 1,5, mens den gennemsnitlige OG ligger på ca. 3,5 %. Til sammenligning med de beregnede nøgletal for CULT ligger branchens AOH væsentlig lavere end CULTs nøgletal.

⁴⁸ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 286

⁴⁹ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 288

Ligeledes er den gennemsnitlige OG for branchen generelt lidt højere end CULTs beregnede nøgletal for perioden 2015-2018. Den høje AOH skyldes primært, at CULT har fået tredjepart til at varetage både produktion og logistik⁵⁰. På den måde har CULT ikke selv lavet store investeringer i produktionsanlæg, hvilket er grunden til den lavere aktivmasse i forhold til omsætningen. På denne måde betaler CULT ikke for at anskaffe omkostningstunge aktiver, men i stedet må forventes at betale tredjeparten yderligere for selve produktionen af produkterne. Dette vil have en effekt på selskabets OG. Dette kan ligeledes ses i de beregnede nøgletal, at selskabets OG er lavere end branchegennemsnittet.

Sammenligning nøgletal med konkurrenterne

Til at sammenligne CULTs nøgletal med deres konkurrenter benyttes 2018-regnskaberne ligeledes for konkurrenterne. Grundet opgavens omfang udføres ikke en reformulering af konkurrenterne, men i stedet benyttes de beregnede nøgletal fra selskabernes årsrapporter. Ligeledes benyttes de ikke reformulerede tal fra CULTs årsrapport for 2018 til at finde frem til nøgletal i sammenligningen.

$$\text{Return on equity (ROE)} = \frac{\text{Årets resultat efter skat} * 100}{\text{Gns. egenkapital}}$$

$$\text{Bruttomargin} = \frac{\text{Bruttofortjeneste} * 100}{\text{omsætning}}$$

$$\frac{\text{Gæld}}{\text{Egenkapital}} \text{ forhold} = \frac{\text{Egenkapital ultimo} * 100}{\text{passiver ultimo}}$$

Virksomhed	ROE	Bruttomargin	Egenkapital/Passiver
Carlsberg	5,0%	49,9%	95,9%
Diageo	51,9%	15,4%	10,7%
Royal Unibrew	36,3%	52,4%	36,1%
Harboe	31,0%	19,5%	57,6%
Cult	22,1%	18,0%	58,0%

Tabel 5: Opsummering konkurrenters nøgletal

⁵⁰ <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article10722998.ece>

Ved udvælgelsen af konkurrenterne er der taget udgangspunkt i Porter's Five Forces, hvor der er forklaret om de få store aktører på markedet, som CULT konkurrerer med. CULT befinder sig på et marked med oligopol, hvor det er essentielt at kunne følge med sine konkurrenter, så man ikke mister markedsandele.

Ved sammenligningen af CULTs nøgletal med deres konkurrenter beregnes ROE, Bruttomargin og Gæld/Egenkapital forhold⁵¹. ROE er beskrevet ovenfor ved DuPont-modellen og forklarer selskabets rentabilitet. Bruttomarginen forklarer den procentdel af omsætningen, selskabet tjener efter at have fratrasket de direkte omkostninger, der er forbundet hermed. Gæld/Egenkapital forhold forklarer hvor stor en del af den samlede balance på passiv siden, der udgør egenkapitalen.

Ved at kigge på konkurrenternes nøgletal i forhold til CULTs er det især selskabet Diageo, der stikker ud i forhold til de andre, hvad angår ROE. Diageo er en verdensomspændende distributør af internationale brands i forhold til RTD og især hård spiritus. Det danske selskabs primære aktivitet består derfor i at importere til en fordelagtig pris og sælge produkterne videre på barer og i supermarkeder. Dette giver derfor ikke selskabet en kapitalstruktur med høje aktiver og stor gæld, og ligeledes må det forventes, at størstedelen af egenkapitalen udbetales videre til de udenlandske moderselskaber. På denne måde kan ROE for Diageo se bedre ud, end selskabet egentlig klarer sig i forhold til de resterende konkurrenter, da selskabets egenkapital er lavere, end hvis dette havde været det primære driftsselskab.

På trods af Carlsbergs lave ROE, hvilket må skyldes selskabets høje andel af egenkapital i forhold til gæld, har Carlsberg en høj bruttomargin. Dette er også tilfældet for Royal Unibrew. Disse to er også de absolut største aktører på det danske marked, hvorfor man kan se de tidligere omtalte stordriftsfordele, der er på markedet. Royal Unibrew og Carlsberg er ifølge nøgletallene bedre end CULT og de resterende konkurrenter til at få højere resultat for året pr. omsætningskrone.

Ved at kigge på, hvad andelen af egenkapitalen udgør af balancesummen, kan man ligeledes se CULT og Harboe skille sig ud. Disse to selskaber er ligeledes de eneste, hvor de oprindelige

⁵¹ Bilag 6 – Konkurrenters nøgletal

stiftere stadig har store ejerandele i selskaberne. For Harboe gælder det primært Harboe-familien. For de resterende selskaber kan der være et større pres fra selskabernes investorer om at skulle skaffe større markedsandele, hvilket primært gøres ved at gå mod udlandet og eventuelle opkøb. Disse opkøb finansieres primært af fremmedkapital. Carlsberg har den største egenkapital i forhold til den samlede balancesum. Dog er dette selskab ligeledes integreret på mange store markeder i verdenen og har allerede lavet deres mange opkøb førhen, hvorfor de ikke som Royal Unibrew behøver at skulle lave de store opkøb af mindre selskaber, men i stedet fokusere på den nuværende forretning.

Fremtidig værdiskabelse

Ved at kigge på, hvor CULT for fremtiden kan skabe yderligere værdi, kan der tages udgangspunkt i det forventede resultat for året, samt selskabets egenkapital. I 2018 har selskabet haft en fornuftig SPREAD-værdi, hvorfor det kan betale sig for selskabet at optage gæld, der ligeledes understøttes af at FGEAR også er positiv for 2018. Ud fra den strategiske analyse, der blev udført tidligere i afhandlingen, forventes det, at selskabet opnår et positivt resultat de kommende regnskabsår. Hvis årets resultat efter skat stiger, vil ROE alt andet lige samtidig blive forøget. CULT har ultimo 2018 ligeledes en fornuftig egenkapital, hvorfor der for fremtiden kan blive udloddet udbytte til ejerne. Da selskabet har en fornuftig SPREAD, giver det mening for selskabet at optage gæld ved fremmed kapital, som derved kan investeres i produktion, da afkastet på driftsaktiverne overstiger de finansielle omkostninger forbundet med fremmed kapital. Dette vil resultere i en lavere egenkapital andel, der ligeledes vil betyde en forøgelse af ROE.

De resterende fremtidige forventninger om potentielle værdiskabelser i CULT vil blive gennemgået yderligere i budgetteringen.

Budgettering

I budgetteringer samles den viden, der er tilegnet gennem de strategiske analyser og regnskabsanalysen, og der forsøges herudfra at estimere udviklingen i selskabets væsentligste dele af budgettet. Opstillingen af budgettet er forbundet med høj grad af subjektivitet og estimer, hvorfor det er af ekstrem vigtighed at påpege, at disse estimer udelukkende er baseret på afhandlingens subjektive forståelse af udviklingen og vægtningen heraf i eksterne forhold, markedets udvikling og interne forhold. Det vil derfor også være muligt, at vægtningen

af nogle faktorer er væsentligt anderledes, end Royal Unibrew har gjort ved sine vurderinger, hvilket kan være af stor betydning for den endelige værdiansættelse.

Det er besluttet at foretage budgettering for perioden 2019 - 2023, da en periode længere end fem år menes at være uforsvarlig at budgettere for. Dette skyldes, at fremtiden er foranderlig og der derfor ikke med rimelighed kan opbygges forventninger længere end fem år ud i fremtiden.

Budgettet anvendes senere til beregning af værdiansættelsen, hvorfor denne proces er meget afgørende for den endelige værdi af selskabet.

Budgetforudsætninger

Som tidligere beskrevet i afsnittet omkring regnskabskvalitet oplyses omsætningen ikke i CULTs regnskab, jf. ÅRL §32 stk. 1, der tillader, at nettoomsætning, vareforbrug, andre driftsindtægter og andre eksterne omkostninger sammendrages. Dette betyder, at der ikke er direkte adgang til selskabets nettoomsætning, som er af særlig interesse for os til brug for budgetteringen. Dette skyldes hovedsageligt, at omsætningen vurderes som den bedste driver for aktivitetsniveauet i selskabet, hvorfor flere af de efterfølgende regnskabslinjer budgetteres ud fra omsætningen. Ved offentliggørelsen af opkøbet har Royal Unibrew udsendt en pressemeddelelse omkring opkøbet, hvor der oplyses omkring Bev.Con ApS's omsætning for regnskabsåret 2017. Her skal det nævnes, at Bev.Con ApS er moderselskabet til CULT og fungerer som holdingselskab. Det forudsættes derfor, at der ikke er omsætningsskabende aktivitet i Bev.Con ApS, og det forventes derfor, at den totale omsætning kan henføres til CULT.

I afhandlingens interview med Søren Petersen oplyser han, at der i 2017 opnås en dækningsgrad på ca. 50 %, hvorfor der for 2017 kan udledes en omsætning på 200 mio.kr. og et vareforbrug på 100 mio.kr. Da bruttofortjenesten på 31 mio.kr. er givet i årsrapporten, kan andre eksterne omkostninger udledes til 69 mio.kr. Herved er der opnået indblik i fordelingen af tallene i 2017, uden at de udelukkende er baseret på estimater. Det oplyses herudover af Søren Petersen, at Royal Unibrews forudsætning for opkøbet indebar, at CULT skulle lukke alle sine udenlandske selskaber, da man ønskede at fusionere selskabet og anvende Royal Unibrews udenlandske distributører i stedet for CULTs lokale salgsselskaber. Der formodes derfor øgede omkostninger i 2017 til revisorer og konsulenter grundet udformning af likvidationsregnskaber, samt advokatombkostninger til juridisk bistand omkring lukning. Datterselskaberne er udenlandske, hvilket forventes at have yderligere betydning for størrelsen på omkostningerne.

Det forventes derfor, at der i 2017 hertil har været yderligere omkostninger på 5 mio.kr., hvilket finder relevans for projekteringen af 2018-regnskabstallene. Vi får derfor følgende regnskabstal for 2017 og 2018:

2018 tallene er dermed udledt fra 2017-tallene, hvor forholdet mellem omsætning og overskud er anvendt til at estimere omsætningen, en dækningsgrad på 50 % til vareforbruget, samt andre eksterne driftsomkostninger som en residualpost, da bruttofortjenesten er oplyst i 2018-årsrapporten. Beregningerne for perioden 2014 - 2018 er at finde i bilag 7.

	<u>2018</u>	<u>2017</u>
Omsætning	219,583,333	200,000,000
Omsætnings udvikling	9.79%	16.83%
Vareforbrug	109,791,667	100,000,000
Driftsomkostninger	70,266,667	69,000,000
Bruttofortjeneste	39,525,000	31,000,000
Forhold mellem omsætning og bruttofortjeneste		6.45
Forhold ved ekstraomkostninger på 5 mio DKK		5.56

Tabel 6: Projekteret bruttofortjeneste 2018

Budgettering af nettoomsætning

Med udgangspunkt i den udledte omsætning for 2018 forsøges på baggrund af konklusionerne i den strategiske analyse og analysen af nøgletallene at budgettere den forventede udvikling i omsætningen.

I den strategiske analyse blev konkluderet, at den primære drivkraft i den fremtidige omsætning kommer til at skyldes CULTs øgede adgang til nye salgskanaler gennem Royal Unibrew. Dette dækker over salgsmuligheder til flere barer, natklubber og sportsarrangementer, der i forvejen har købsaftaler med Royal Unibrew. Det kommunikerer ligeledes fra Royal Unibrews ledelse, at opkøbet sker, da man ønsker at styrke sin position inden for RTD-markedet. Ser vi på Royal Unibrews allerede eksisterende sortiment indenfor RTD-produkter, fremgår der ikke andre produkter, som CULTs primære produkt CULT Shakeren vil kannibalisere på, hvorfor det vurderes rimeligt at tilbyde alle eksisterende kunder også at købe CULTs produkter. Effekten af de flere salgskanaler menes at kunne tage effekt allerede inden for en kort tidshorisont på et til to år og vil flade ud igen inden for en kort årrække, da markedet herefter vil være mættet. Udover stigningen i mulige salgskanaler menes også, at integrationen i Royal Unibrews handelsplatform kan lede til en forbedret kundeoplevelse, hvorfor kunderne vil være mere tilbøjelige til at foretage yderligere fremtidige køb.



Figur 2: Kilde: www.royalunibrew.com

Der er ligeledes identificeret en række negative sider ved branchen og mulighed for fremtidig vækst i

form af politisk fokus på skadeligheden ved energidrikke samt indførelsen af mulige tyske alkoholafgifter. Disse to størrelser er svært kvantificerbare og er et "enten-eller"-scenarie, hvor de enten realiseres og har effekt, eller forbliver u realiserede og dermed ikke har en påvirkning. Dette afspejles i budgetteringen ved at vurdere, hvad den maksimale effekt af disse tiltag kan have af betydning for udviklingen i omsætningen og indregne halvdelen af denne effekt. Alternativt kunne en række forskellige budgetter opstilles, hvor de forskellige scenarier derved isoleres, og man ville få et bedre indblik i de enkelte scenariers betydning for den samlede værdiansættelse. Det er dog vurderet, at et samlet budget skaber bedre overskuelighed og bidrager til en bedre helhedsvurdering af selskabets fremtid og dermed værdiansættelsen.

På baggrund af disse faktorer menes nedenstående udvikling i omsætningen at kunne forventes:

	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>
Omsætning	219,583,333	232,758,333	256,034,167	271,396,217	284,966,028	293,515,008
Vækst i %		6%	10%	6%	5%	3%

Tabel 7: Budgetteret nettoomsætning

Der forventes allerede i transaktionsåret en stigning på 6 %, da adgangen til de nye salgskanaler hurtigt kan tilgås på trods af, at selve overtagelsen sker i 2019. Herudover har der historisk været en stødt stigning i omsætningen for selskabet, hvorfor denne trend forventes at fortsætte. I 2020 forventes den største omsætningsvækst, da dette er det første fulde år som en del af Royal Unibrew-koncernen. Allerede i start 2020 ser vi, at CULT er integreret i Royal Unibrews salgspatform og udbydes som fast sortiment til events, på barer og natklubber. Efter 2020 forventes en faldende trend i omsætningsvæksten, da de nye salgskanaler forventes at være mættede, hvorfor der ikke kan opnås samme vækst fremadrettet. Herudover ses den største risiko for alkoholafgifter i Tyskland, der potentielt kan indtræde i dette år, såfremt de vedtages i 2020, hvorfor vækstforventningen falder betydeligt mellem disse to år. Herefter forventes, at udviklingen i de efterfølgende år vil gå mod en terminalperiode efter 2023 med en vækst på 2 %, der følger en inflationsforventning og en befolkningstilvækst.

Budgettering af vareforbrug

Vareforbruget i CULT består af omkostninger til fremstilling af CULTs forskellige produkter, herunder CULT Shaker, Mokaï, CULT Energy mv. Produktionen varetages ikke internt af CULT, da man har valgt at lade tredjepart varetage produktionen. Vareforbruget er som tidligere beskrevet udledt af interviewet med Søren Petersen, der forklarer, at dækningsgraden tilnærmelsesvis er 50 %, og at Royal Unibrew tidligere har ageret tredjepart og dermed håndteret produktionen af CULTs produkter i dåse. Dette skyldes den særlige overflade på nogle af flaskerne, som Royal Unibrew ikke har været i stand til at producere, hvorfor alle produkter i flaske er produceret af tredjepart i Tyskland. I den seneste årrække har den samlede produktion foregået af tysk tredjepart, hvorfor omkostningerne i forbindelse med vareforbrug, udelukkende har været hertil.



Figur 3: Kilde:
www.vinmedmere.dk

Det forventes derfor, at produktionen af produkter i dåse vil blive hjemtaget til Royal Unibrews produktionsfaciliteter, afhængigt af den nuværende kontrakt med den tyske producent. Effekten af denne hjemtagelse vil kunne ses i form af forbedret dækningsgrad, da den profit, som den tyske producent på nuværende tidspunkt må forventes at få af produktionen, vil tilfalde CULT. Hjemtagelsen af produktionen vil kræve yderligere investering i produktionsanlæg, men Royal Unibrew besidder allerede en væsentlig mængde knowhow omkring håndtering af dette, hvorfor det vil forekomme naturligt.

På baggrund af disse faktorer menes nedenstående udvikling i vareforbruget at kunne forventes:

	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>
Vareforbrug	-109,791,667	-116,379,167	-125,456,742	-130,270,184	-133,934,033	-137,952,054
Dækningsgrad	50%	50%	51%	52%	53%	53%

Tabel 8: Budgetteret vareforbrug

Der forventes ikke at være ændringer til dækningsgraden i transaktionsåret, men at der allerede i 2020 vil ske en mindre forbedring af dækningsgraden. Dette set i lyset af Royal Unibrews forretningsmodel, der baserer sig på virksomhedsopkøb med integration af produktionen, hvorfor en hurtig integration af CULTs produktion må forventes. Herudover har Royal Unibrew, som tidligere beskrevet, tidligere varetager produktionen af CULTs produkter i dåse, hvorfor denne viden og erfaring kan anvendes til en hurtig opstart af produktionen.

Over den næste årrække forventes yderligere forbedringer af dækningsgraden, da produktionen fuldt etableres, og yderligere erfaring samt nye investeringer vil medføre en øget produktivitet. Det forventes på lang sigt, at der vil blive investeret produktionsanlæg til produktion af de særlige CULT-flasker, hvorfor hele produktionen på sigt varetages af Royal Unibrew. Denne beslutning vil dog først have effekt på længere sigt, og det er ikke givet, hvorvidt en sådan investering vil være rentabel, hvorfor denne ikke har væsentlig effekt på budgetteringen af vareforbruget.

Budgettering af driftsomkostninger

Driftsomkostningerne for CULT består hovedsageligt af reklameomkostninger, husleje samt andre faste omkostninger. CULTs forretningsmodel går ud på at udlicitere produktionen, men selv stå for salg og markedsføring. Driftsomkostningerne vil derfor være præget af høje omkostninger til markedsføring og branding. Ved en integration med Royal Unibrew forventes driftsomkostningerne at være svagt faldende over budgetperioden. Dette skyldes, at der kan trækkes på interne servicefunktioner i form af IT-support, HR, lønssystemer, juridisk assistance mv. til en reduceret pris sammenlignet med, hvis arbejdet skulle håndteres af ekstern part. Dette vil til gengæld medføre overhead costs, hvorfor omkostningerne ikke forsvinder, men forventes at kunne formindskes.

På baggrund af disse faktorer menes nedenstående udvikling i driftsomkostningerne at kunne forventes:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsomkostninger	-70,266,667	-74,482,667	-79,370,592	-81,418,865	-85,489,808	-88,054,502
Driftsomkostninger i % af oms.	32%	32%	31%	30%	30%	30%

Tabel 9: Budgetterede driftsomkostninger

Driftsomkostninger generelt følger ikke omsætningen på samme måde, som vareforbruget har tendens til at gøre. Det er denne mekanisme, der leder til stordriftsfordele, da driftsomkostningerne ikke stiger i samme forhold som omsætningen og vareforbruget. Hermed sagt forventes nogle poster under driftsomkostningerne at stige i takt med det øgede aktivitetsniveau.

Dette afspejles i budgettet ved at lade andelen af omsætning være faldende over budgetperioden, hvorfor stordriftseffekten menes at blive afspejlet, men fortsat være afhængigt af det generelle aktivitetsniveau i selskabet.

Budgettering af resterende poster

Til brug for værdiansættelse anvendes EBIT inkl. skat, hvorfor posterne, der endnu ikke er budgetteret, er personaleomkostninger samt af- og nedskrivninger.

Personaleomkostningerne forventes at falde, da interne servicefunktioner som HR og IT forventes at blive håndteret fra centralt hold, hvorfor lønninger hertil bortfalder. Omkostningerne til disse funktioner bortfalder ikke, men vil i stedet blive opkrævet fra koncernen i form af overhead costs, hvilket falder under andre eksterne omkostninger. Det forventes derfor, at personaleomkostninger som en andel af omsætningen vil være aftagende.

Det blev under budgetteringen af vareforbruget forudsat, at Royal Unibrew ville hjemtage produktionen, hvorfor der udover investeringer i anlæg ligeledes vil være behov for produktionsmedarbejdere til at administrere produktionen, hvilket taler for en stigning i personaleomkostningerne.

På baggrund af disse faktorer menes nedenstående udvikling i personaleomkostningerne at kunne forventes:

	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>
Personaleomkostninger	-23,964,000	-25,401,840	-28,163,758	-31,210,565	-34,195,923	-35,221,801
Personaleomkostninger i % af oms.	10.9%	10.9%	11.0%	11.5%	12.0%	12.0%

Tabel 10: Budgetterede personaleomkostninger

Her forventes ikke at ske væsentlig ændring i transaktionsåret, men at der hen mod slutningen af budgetperioden vil ske en stigning grundet omkostninger til produktionsmedarbejdere. Den mindre stigning skyldes, at produktionsmedarbejdere som udgangspunkt ikke vægter tungest i løn, samt at enkelte medarbejdere, der tidligere har siddet på servicefunktioner, afskediges, og omkostningen derfor flyttes fra personaleomkostninger til andre eksterne omkostninger.

I forlængelse af stigningen i personaleomkostninger drevet af nye produktionsmedarbejdere vil hjemtagelsen af produktionen ligeledes kræve nye investeringer i produktionsanlæg.

Investeringerne vil bevirke størrelsen på selskabets afskrivninger, der i udgangspunktet 2018 er relativt lave, da selskabet ikke selv varetager produktion og er asset light. For at opnå den ønskede forbedring i dækningsgraden forventes en samlet investering på 20 - 30 mio.kr. Dette set i lyset af at Royal Unibrew allerede tidligere har varetaget produktionen for CULT, og dermed sandsynligvis stadigvæk besidder enkelte anlæg, der kan anvendes til fremstilling heraf.

På baggrund af disse faktorer menes nedenstående udvikling i af- og nedskrivninger at kunne forventes:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Af- og nedskrivninger	-1,282,000	-2,327,583	-3,840,513	-4,613,736	-5,129,388	-5,283,270
Af- og nedskrivninger i % af oms.	0.6%	1.0%	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%

Tabel 11: Budgetterede Af- og nedskrivninger

Der forventes en afskrivningshorisont på 5-7 år på produktionsanlæg, hvorfor en akkumuleret investering i produktionen på op imod 25 mio.kr. i 2022 vil medføre afskrivninger i omegnen af 5,1 mio.kr. Det forventes ligeledes, at der allerede i transaktionsåret 2019 investeres i produktionsanlæg, hvorfor investeringerne allerede her er stigende. I takt med at der løbende investeres yderligere i produktionen, vil afskrivningerne være stigende, hvorfor der i terminalåret ikke sker en udfladning, da der løbende vil være behov for investering i produktionsanlæg. Det bør også nævnes her, at der ikke er budgetteret ud fra, at produktionen af de producerede flasker hjemtages, hvorfor afskrivninger som en andel af omsætningen kan blive større, såfremt dette realiseres.

Budgettering af netto driftsaktiver

Som sidste led i budgettering til brug for værdiansættelsen ved anvendelse af residualindkomstmodellen foretages budgettering af netto driftsaktiver (NDA). Der er gennem budgetteringen af vareforbruget og afskrivninger forudsat, at der hjemtages produktion. Denne hjemtagelse vil kræve investeringer i produktionsanlæg, som CULT ikke besidder på nuværende tidspunkt. Ses der på CULTs reformulerede balance, fremgår der i 2018 et NDA på 14,1 mio.kr., hvoraf den væsentligste del af dette beløb udgøres i beløbsmæssig rækkefølge af debitorer, kreditorer og lager. Dette stemmer overens med forventningen til et selskab, der er "asset light" og ikke selv varetager produktionen, hvorfor der er udeblivelse af materielle anlæg. Derfor forventes det fremadrettet, at der vil ske et skift i sammensætning af NDA grundet forhold identificeret i den strategiske analyse.

Det forventes at se en stigning i debitormassen, da omsætningen er stigende, men en forholdsvis mindre stigning i kreditormassen, da der forventes forbedret forhandlingsstyrke over for leverandører, samt større kvantitetsrabatter grundet øget volumen i produktionen til at understøtte omsætningsvæksten. Ydermere forventes en stigning i lagerbeholdning, da

usikkerheden omkring salgsvolumen vil være stigende i takt med en stigende omsætning, hvorfor behovet for lager vil vokse.

Den væsentligste ændring, der forventes at påvirke NDA, vil være investeringer i produktionsanlæg. Her antages flere investeringer over budgetperioden i størrelsen 25 mio.kr., hvilket forventes finansieret af eksterne gæld, hvorfor gældssiden af dette ikke påvirker NDA, og derfor vil medføre en væsentlig stigning i NDA.

På baggrund af disse faktorer menes nedenstående udvikling i personaleomkostningerne at kunne forventes:

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsætning		219,583,333	232,758,333	256,034,167	271,396,217	284,966,028	293,515,008
AOH		8.13	11.60	7.42	5.71	5.18	4.97
NDA	39,863	14,148	26,000	43,000	52,000	58,000	60,000

Tabel 12: Budgetterede netto drifts aktiver

Her fremgår i lighed med afskrivningerne en væsentlig stigning i budgetperiodens første 3 år, men efterfølgende normalisering. Dette skyldes, at de nødvendige investeringer er foretaget, samt at der løbende vil blive afskrevet på produktionsanlæggene, hvorfor der herfra udelukkende sker forbedringer af produktionsanlæg, der ikke bidrager til en højere aktiv værdi.

Effekten af denne ændring i NDA afspejles ligeledes i AOH, der vil være aftagende, da NDA stiger forholdsmæssigt mere end omsætningen. Det er ligeledes tidligere berørt i opgaven, at CULT har en AOH væsentligt under forventningen til branchen, de befinder sig i, hvorfor reduktionen heraf forekommer naturlig ved hjemtagelse af dele af produktionen. I et scenarie, hvor hele produktionen blev hjemtaget, kunne større investeringer forventes, der ville lede til en yderligere reduktion i AOH.

Hele budgettet er hermed lagt for de kommende 5 år på baggrund af de strategiske analyser og analysen af nøgletallene:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsætning	219,583,333	232,758,333	256,034,167	271,396,217	284,966,028	293,515,008
Vareforbrug	-109,791,667	-116,379,167	-125,456,742	-130,270,184	-133,934,033	-137,952,054
Driftsomkostninger	-70,266,667	-74,482,667	-79,370,592	-81,418,865	-85,489,808	-88,054,502
Bruttofortjeneste	39,525,000	41,896,500	51,206,833	59,707,168	65,542,186	67,508,452
Personaleomkostninger	-23,964,000	-25,401,840	-28,163,758	-31,210,565	-34,195,923	-35,221,801
Af- og nedskrivninger	-1,282,000	-2,300,000	-3,800,000	-4,600,000	-5,100,000	-5,300,000
EBIT	14,279,000	14,194,660	19,243,075	23,896,603	26,246,263	26,986,651
Indtægter fra kapitalandele	23,000	0	0	0	0	0
Finansielle indtægter	162,000	232,758	256,034	271,396	284,966	293,515
Finansielle omkostninger	-400,000	-931,033	-1,536,205	-2,171,170	-2,279,728	-2,348,120
Resultat før skat	14,064,000	13,496,385	17,962,904	21,996,829	24,251,501	24,932,046
Skat af årets resultat	-3,317,000	-2,969,205	-3,951,839	-4,839,302	-5,335,330	-5,485,050
Årets resultat	10,747,000	10,527,180	14,011,065	17,157,527	18,916,171	19,446,996

Tabel 13: Opsummeret budget

Der vil i værdiansættelsen derfor tages udgangspunkt i EBIT inkl. skat som driftsoverskud (DO), hvorfor regnskabsposterne efter EBIT ikke er beskrevet i denne budgettering. På trods heraf er der foretaget en forholdsmæssig fastholdelse af finansielle indtægter og en mindre stigning i finansielle omkostninger grundet formodninger om yderligere eksterne gæld i budgetperioden. Det totale budget har derfor til formål at give et helhedsindtryk af selskabets forventede udvikling.

Værdiansættelse

Det er under metodeafsnittet beskrevet, at en absolut indirekte model benyttes til beregning af selskabets værdi. Til denne absolutte model anvendes det udarbejdede budget fra det foregående afsnit.

Valg af model

Ved valg af model til beregning af selskabets værdi er der som tidligere nævnt besluttet at anvende en absolut værdiansættelsesmodel. Dette skyldes den yderligere detaljegrad, der opnås ved anvendelse heraf. Der forventes at fremkomme en række synergier ved en integration med Royal Unibrew, hvorfor disse potentielle synergier ikke vil være tydelige ved anvendelse af en relativ model, da generelle multipler for branchen ville skulle anvendes. Den absolutte model tillader os at foretage budgettering ud fra de forventede synergier, der vil blive afspejlet i den endelige Enterprise Value (EV).

Næstkommende valg består dermed i, hvorvidt en direkte eller indirekte model skal benyttes. Her er besluttet at anvende en indirekte model, da selskabets samlede værdi ønskes til sammenligning med Royal Unibrews købspris. Slutteligt skal det vurderes, hvorvidt en DCF eller RI-model er at foretrække. CULT aflægger årsrapport efter regnskabsklasse C mellem, hvorfor der ikke er adgang til pengestrømsopgørelsen, da den har medtagne tal for alle overliggende holdingselskaber. Dette skyldes, at ÅRL § 86, stk. 4 tillader, at pengestrømsopgørelsen udelukkende medtages i koncernårsrapporten. Alternativt kunne en beholdningsforskydningsmodel for CULT opstilles, til brug for anvendelse af en DCF-model, men grundet informationsniveauet i årsrapporten er dette ikke gjort, og der anvendes derfor en absolut indirekte RIDO-model⁵²:

$$V_0^{EV} = NDA_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RIDO_t}{(1 + WACC)^t}$$

hvor

V_0^{EV} = den estimerede virksomhedsværdi på tidspunkt $t = 0$

NDA_0 = den bogførte værdi af netto driftsaktiver på tidspunkt $t = 0$

$RIDO^t$ = residualoverskud fra driften lig $DO_t - WACC * NDA_{t-1}$

WACC = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

Modellen har til fordel, at en større del af værdien tillægges budgetperioden, hvorfor usikkerhedsmomenter i terminalperioden vægtes mindre sammenlignet med de alternative modeller. Modellen har dog også den ulempe, at den er afhængig af regnskabspraksis for værdiansættelse af aktiver og passiver. Der anvendes NDA og NFF ved beregning af Enterprise Value, hvorfor det er afgørende for den endelige værdi, hvorvidt aktiverne er opgjort til markedsværdi for at give det mest retvisende billede af værdien af selskabets aktiver. Som det er identificeret tidligere i opgaven, anvender CULT tredjepart til at producere sine produkter, hvorfor der ikke er anlægsaktiver af væsentlig betydning. Det fremgår af den reformulerede balance for 2018⁵³, at størstedelen af NDA udgøres af debitorer og kreditorer, der begge måles til amortiseret kostpris, hvorfor bekymringerne omkring brugen af modellen ikke menes at være til stede.

⁵² O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 30

⁵³ Bilag 2

Fastlæggelse af driftsaktivitetens kapitalomkostninger (WACC)

For at kunne anvende RIDO-modellen skal en WACC (Weighted Average Cost of Capital) fastsættes. Dette gøres ved anvendelse af modellen, CAPM (Capital Asset Pricing Model), der angiver de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger for et givent selskab baseret på dets kapitalstruktur og forventede afkast på hhv. egenkapitalen og fremmedkapitalen⁵⁴:

$$Wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g$$

hvor

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

r_e = Ejernes afkastkrav

r_g = lånerenten på fremmedkapital

Det bemærkes dog her, at modellen forventer at selskabet har NFF, hvilket ikke er tilfældet for CULT der har NFA. Modellen kan derfor omskrives til at tage højde for dette⁵⁵:

$$Wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e - \frac{V_0^{NFA}}{V_0^{EV}} * r_{fa^*}$$

hvor

V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle aktiver

r_{fa^*} = afkastkravet på finansielle aktiver

For at kunne anvende CAPM-modellen antages, at en investor har en diversificeret markedsportefølje, hvorfor den usystematiske risiko er bortdiversificeret. Den usystematiske risiko dækker over en selskabsspecifik risiko, der ikke realistisk kan tages højde for, hvorfor denne antages ikke at være relevant ved investering i det enkelte aktiv, såfremt der investeres i en diversificeret portefølje på tværs af brancher og markeder. Den systematiske risiko derimod er selskabsspecifik, hvorfor denne indgår som værdien beta, der vil blive dækket senere i opgaven.

⁵⁴ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.42

⁵⁵ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s. 42

Der indgår i formlen for WACC en række forskellige faktorer, der skal fastsættes, inden den endelige WACC kan beregnes. Formlen dekomponeres i de efterfølgende afsnit, hvor hvert element håndteres særskilt, da alle komponenter spiller en væsentlig rolle for den samlede WACC-beregning og derfor kræver velovervejede beslutninger.

Kapitalstruktur

CAPM-modellen er som tidligere nævnt en matematisk metode til at beregne, hvad de gennemsnitlige kapitalomkostninger udgør for det specifikke selskab. Kapitalomkostningerne er som udgangspunkt væsentligt forskellige, hvor forventningen er, at egenkapitalen har væsentligt højere kapitalomkostninger end fremmedkapitalen. Det er derfor af væsentlig betydning for den endelige WACC, hvorledes forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital sammensættes.

Værdiansættelsen er et forsøg på at anskue de værdier, et selskab kan skabe ude i fremtiden, hvorfor kapitalstrukturen ligeledes skal vurderes som den forventede kapitalstruktur, selskabet ønsker at operere med. CULT har pr. 31. december 2019 NDA for 35 mio.kr. og NFA for 14 mio.kr., hvilket giver en samlet egenkapital på 49 mio.kr. For NFF forudsættes under normale omstændigheder, at posterne, der indgår heri, er rentebærende. For CULT udgør den likvide beholdning dog 99 % af denne NFA, og denne beholdning forventes ikke at blive placeret i midlertidige investeringer, hvorfor her forventes 0 % forrentning.

Ses der i stedet på en normal balance for selskabet uden reformulering, fremgår en egenkapital på 49 mio.kr. og en bankgæld på 175 t.kr., hvorfor kapitalstrukturen her er 99 % egenkapital og 1 % fremmedkapital.

Ingen af de to ovenstående scenarier vurderes realistiske som en fremtidig kapitalstruktur som en del af Royal Unibrew-koncernen, der har investorer med klare forventninger til styring og optimering af selskabets kapitalstruktur. Det er i nøgletalsanalysen fundet, at der i 2018 og 2016 har været et positivt SPREAD, hvilket antyder, at det vil være fornuftigt at ændre kapitalstrukturen, da optagelse af fremmedkapital til investering i drifts aktiver vil skabe værdi for investorerne.

Værdiansættelsen af CULT sker med en sikkerhed omkring, at Royal Unibrew køber selskabet, hvorfor det forekommer nærliggende at se på Royal Unibrews kapitalstruktur, da forventningen vil være, at CULTs kapitalstruktur vil blive styret ud fra samme kriterier som hos Royal Unibrew. Det fremgår af Royal Unibrews årsrapport for 2018, at de har egenkapitalandel på 36 %, der

dog er historisk lav og over de seneste 5 år har ligget inden for spændet 40-46 %. Selskabet oplyser ligeledes, at målsætningen for kapitalstrukturen lyder på minimum 30 % egenkapital, men at der ikke er fastsat et maksimum eller særligt ønske omkring et specifikt spænd. Forventeligt skyldes dette, at Royal Unibrews strategi primært går på selskabsopkøb, hvorfor der vil være løbende behov for at optage væsentlige summer fremmedkapital, hvis en opkøbsmulighed byder sig.

På baggrund af de ovenfor opstillede scenarier kan en forventning om CULTs fremtidige kapitalstruktur opstilles. Det forventes, at der vil ske en radikal ændring fra den nuværende egenkapitaltunge kapitalstruktur og derved bevæge sig mod en situation, der mere ligner Royal Unibrews, hvorfor den fremtidige kapitalstruktur forventes at bestå af 70 % egenkapital og 30 % fremmedkapital, der ligger i spændet mellem Royal Unibrew og CULTs nuværende situation.

Egenkapitalomkostninger

Kapitalstrukturen er fastsat, hvorfor der efterfølgende skal ske en vurdering af egenkapitalomkostningerne. Egenkapitalomkostningerne er i WACC-beregningen defineret som r_e , der kan beregnes efter følgende formel⁵⁶:

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

hvor

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofrie rente

β_e = Beta (systematisk risiko)

r_m = forventet afkast på den overordnede markedsportefølje

Ejernes afkastkrav er dermed et produkt af den risikofrie rente, den systematiske risiko og det forventede afkast på den overordnede markedsportefølje, som alle særskilt gennemgås i de følgende afsnit.

Risikofri rente

Den risikofrie rente kan vurderes på forskellig vis, men den mest almene måde er ved at benytte renten på 10-årige statsobligationer. Der er af den Danske Nationalbank pr. 9. januar 2019

⁵⁶ O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.39

udstedt 10-årige statsobligationer med en rente på 0,5 %⁵⁷. Dette vurderes dog at være på et historisk lavt niveau, hvorfor den generelle holdning blandt danske investorer også indblandes, der antyder en risikofri rente på 1,6 %⁵⁸. På baggrund af de to forskellige vurderinger anses 1,5 % at være en passende risikofri rente at kunne forvente.

Beta

Beta er et udtryk for den systematiske risiko forbundet med et selskab og kan anvendes som *levered* eller *unlevered*. Ved en levered beta forstås, at der tages højde for selskabets kapitalstruktur, hvor den unlevered beta anvendes til bedre at kunne sammenligne mellem selskaber med forskellige kapitalstrukturer, hvorfor der så at sige "renses" for den selskabsspecifikke kapitalstruktur i denne værdi.

Den systematiske risiko i beta udtrykkes som et forholdstal, hvor 1 er den gennemsnitlige risiko for markedsporteføljen, og > 1 betyder større risiko. Risikoen fastsættes ud fra kursudsving i en given aktie, hvorfor en mere volatil aktie vil være forbundet med større risiko, og en større risikopræmie vil derfor være at forvente.

Betaværdier er som hovedregel offentligt tilgængelige på diverse børssider, da størrelsen er en matematisk størrelse baseret på kursudsving i en given periode. CULT er ikke et børsnoteret selskab, hvorfor der ikke er adgang til data om en potentiel betaværdi. Der foretages i stedet analyser af specifikke brancher og deres gennemsnitlige betaværdier, der i stedet kan anvendes.

Der er jf. Damodaran⁵⁹ en unlevered beta på 0,91 for bryggerier, der producerer alkoholiske drikkevarer (Beverage (Alcoholic)). Værdien vurderes at være passende til en forventning om en relativt stabil branche. Efterspørgslen på drikkevarer er tæt på konstant og svinger primært med sommerens vejr, der over en længere periode kan anses som værende konstant, hvorfor branchens beta er tæt på 1, og derfor ikke anses som værende en over gennemsnittet risikofyldt branche.

Det ønskes at anvende den levered beta til vurdering af egenkapitalomkostningerne, hvorfor kapitalstrukturen kan medtages i beta ved følgende formel⁶⁰:

⁵⁷ <http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx>

⁵⁸ <http://optimum-consulting.dk/wp-content/uploads/2018/06/Investorerne-forrentningskrav-Resultatet-af-P.-F.s-2017-sp%C3%B8rgeeskemaunders%C3%B8gelse-maj-2018.pdf>

⁵⁹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

⁶⁰ <https://www.investopedia.com/ask/answers/102714/why-do-i-need-unlever-beta-when-making-wacc-calculations.asp>

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered Beta} \left(1 + (1 - t) * \frac{NFF}{V^e} \right)$$

Her opstår imidlertid problemet, at CULT ikke har netto finansielle forpligtelser, men netto finansielle aktiver, hvorfor det vurderes misvisende at anvende en negativ gæld, så derfor anvendes 0 her. Resultat af dette bliver, at levered beta = unlevered beta, hvorfor et beta på 0,91 anvendes til beregning af egenkapitalomkostningerne, hvilket stemmer overens med et selskab, der vurderes at have lavere driftsmæssig og finansiell risiko end den samlede markedsportefølje.

Risikopræmie

Ligesom med den risikofrie rente er der flere måder, hvorpå risikopræmien for et selskab kan opgøres. Der kan tages udgangspunkt i en generel forventning til afkast blandt investorer, eller tages udgangspunkt i historiske afkast på aktiemarkedet. Der blev i 2017 foretaget en rundspørge hos professionelle investorer i hele verden, hvilken risikopræmie og risikofrie rente de anvendte ved investeringsvurderinger. Svarene blev geografisk opdelt, hvorfor det her fremkommer, at de danske investorer i gennemsnit anvender en markedsrisikopræmie på 6,1 %⁶¹. Ses der på tværs af de vestlige lande, ligger dette hverken som højeste eller lavest risikopræmie, hvorfor det vurderes at være en passende risikopræmie at kunne forvente.

Beregning af egenkapitalomkostninger

De forskellige faktorer, der indgår i beregningen af egenkapitalomkostningerne, er herved fastsat, hvorfor beregningen heraf kan foretages:

$$r_e = 1,5\% + 0,91 * (6,1\% - 1,5\%) = 7,1\%$$

På baggrund af dette er egenkapitalomkostningerne fastsat til 7,1 %.

⁶¹ <http://optimum-consulting.dk/wp-content/uploads/2018/06/Investorerens-forrentningskrav-Resultatet-af-P.-F.s-2017-sp%C3%B8rgeskemaunders%C3%B8gelse-maj-2018.pdf>

Fremmedkapitalomkostninger

Kapitalomkostningerne på fremmedkapitalen kan udtrykkes som den risikofrie rente tillagt en selskabsspecifik finansiel risikopræmie og reduktion af disse rentekomkostninger med skattebesparelsen⁶²:

$$r_g = (r_f + r_s) * (1 - t_s)$$

hvor

r_g = lånerenten på fremmedkapital

r_f = risikofri rente

r_s = risikopræmien på rentebærende gæld

t_s = selskabsskatteprocenten

Der er tidligere i opgaven fastsat en risikofri rente på 1,5 %, hvorfor denne i forvejen er afdækket. Selskabsskatteprocenten er ligeledes givet, da der i Danmark er en selskabsskat på 22 %. Tilbage er risikopræmien på rentebærende gæld, der skal vurderes. Denne udtrykker det yderligere afkast, långiver vil kræve af selskabet ud over den risikofrie rente. CULT har NFA og har haft det de seneste 5 år, hvorfor der ikke her menes at være en særlig risiko hertil. Det vurderes derfor rimeligt med en risikopræmie på 2 %, hvorfor fremmedkapitalomkostningerne kan beregnes:

$$r_g = (1,5\% + 2\%) * (100\% - 22\%) = 2,73\%$$

På baggrund heraf er omkostningerne på fremmedkapitalen beregnet til 2,73 %.

Udregning af WACC

Alle faktorer til beregning af WACC er fastsat, hvorfor den endelige WACC kan beregnes:

$$WACC = 0,7 * 7,1\% + 0,3 * 2,73\% = 5,75\%$$

Hermed er en WACC på 5,75 % beregnet, der vurderes at være på niveau med en generel forventning til et selskab med en 70 % egenkapitals finansiering og 30 % fremmedkapital.

⁶² O. Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" s.43

Der er derfor nu foretaget budgettering for de kommende år, samt beregnet de vægtede kapitalomkostninger for CULT, hvorfor der kan foretages beregning af selskabets værdi ved anvendelse af en RIDO-model.

Fastlæggelse af værdi

Det er nu besluttet, hvilken værdiansættelsesmodel der bør anvendes, samt hvad de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger er, hvorfor Enterprise Value kan beregnes ved brug af RIDO-modellen:

	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>
Periode	0	1	2	3	4	5
EBIT + skat	11,137,620	11,071,835	15,009,599	18,639,350	20,472,085	21,049,588
AOH	8.13	11.60	7.42	5.71	5.18	4.97
NDA	14,148	26,000	43,000	52,000	58,000	60,000
WACC	0.0575					
Diskontering		1.058	1.118	1.183	1.251	1.323
RIDO		11,071,021	15,008,102	18,636,876	20,469,093	21,046,250
NV RIDO		10,468,585	13,419,194	15,757,020	16,364,392	15,910,226
		71,919,416				
TV						571,741,417
NV TV		432,216,424				
NV RIDO + NV TV		504,135,840				
EK (NDA + NFA)		48,938,000				
Værdi af ordinær egenkapital		<u>553,073,840</u>				

Tabel 14: Værdiansættelse af CULT efter RIDO-modellen

Det fremgår heraf, at den beregnede værdi for CULT er 553,1 mio.kr. Der er for terminalperioden anvendt en vækstrate på 2 %, der menes at matche forventningen til økonomisk udvikling i verdensøkonomien og Europas centralbanks inflationspolitik. Værdiansættelsen er baseret på en række forudsætninger i budgettet, hvorfor den endelige værdi er baseret på en lang række subjektive vurderinger, der dog menes at være velbegrundede igennem opgaven. Af disse forudsætninger vægter størrelsen på WACC tungest, hvorfor der i efterfølgende afsnit foretages følsomhedsanalyse heraf.

Følsomhedsanalyse

Det er tidligere beskrevet i opgaven, at værdiansættelsen er afhængig af en række forudsætningen, der er stærkt subjektive. Det er derfor muligt, at andre analytikere vil have andre forventninger til udvikling eller krav til afkast, hvilket vil lede til en anden værdiansættelse. Det ønskes derfor at undersøge, hvor stor effekt på den endelige værdiansættelse ændringer til nogle af disse parametre vil have.

Omsætningsvæksten og i hvilke år denne ligger, er af væsentlig betydning for budgetteringen og den endelige værdiansættelse. Dette da de efterfølgende poster i resultatopgørelsen er bundet op på denne, og at væksten i terminalperioden tager udgangspunkt i den endelige omsætning i terminalåret. På trods af omsætningens vigtighed vurderes der dog at være andre parametre med en større påvirkning på den endelige værdiansættelse, netop fordi størstedelen af omkostningerne følger denne. Dette kræver markant omsætningsvækst, før der sker en væsentlig påvirkning på EBIT og dermed værdiansættelsen.

WACC afspejler de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger for selskabet og er derfor afgørende for afkastkravet, der er på kapitalen i selskabet, og dermed i sidste ende diskonteringsfaktoren i værdiansættelsen. RIDO-modellen er en "i al fremtids"-betragtning, der derfor akkumulerer alle fremtidige residualoverskud tilbagediskonteret til nutidsværdien. WACC er derfor afgørende både for at vurdere, hvad størrelsen på residualoverskuddet er, men samtidig også størrelsen på tilbagediskonteringsfaktoren. Denne dobbelt effekt betyder, at WACC er en af de mest afgørende faktorer for værdiansættelsen, hvorfor denne ønskes undersøgt.

Væksten i terminalperioden er i lighed med WACC af væsentlig betydning for værdiansættelsen. Dette skyldes "i al fremtids"-betragtningen, hvor alle residualoverskud i al fremtid tilbagediskonteres. Residualoverskud i fremtiden har en mindre værdi grundet tilbagediskonteringen, men ses der på værdiansættelsesberegningen, fremkommer den største del af værdien i terminalperioden. Dette indikerer, at væksten i terminalperioden spiller en væsentlig rolle, hvorfor denne ligeledes ønskes undersøgt.

På baggrund af de ovenstående punkter opstilles en følsomhedsanalyse med effekten af WACC og væksten i terminalperioden (T).

Følsomhedsanalyse		WACC						
		4,0%	4,5%	5,0%	5,75%	6,0%	6,5%	7,0%
T v æ k s t	1,0%	707.236.093	611.035.496	538.913.762	458.824.645	438.010.327	401.347.778	370.813.248
	1,5%	827.178.044	695.079.220	600.753.627	500.411.296	475.055.858	431.092.141	395.139.812
	2,0%	1.007.090.971	812.740.433	683.206.779	553.073.840	521.362.770	467.446.364	424.331.689
	2,5%	1.306.945.849	989.232.252	798.641.193	621.916.844	580.900.229	512.889.142	460.010.650
	3,0%	1.906.655.604	1.283.385.283	971.792.814	715.750.955	660.283.508	571.315.571	504.609.350
	3,5%	3.705.784.869	1.871.691.347	1.260.378.848	851.202.183	771.420.099	649.217.476	561.950.537

Tabel 15: Følsomhedsanalyse

Her fremkommer, at en i reduktion i WACC på 0,75 % øger værdiansættelsen med 130 mio.kr., og en stigning i WACC på 0,75 % vil reducere værdiansættelsen med 86 mio.kr.

Det fremgår ligeledes, at en reduktion af væksten i terminalperioden på 0,5 % vil reducere værdiansættelsen med 53 mio.kr., og en stigning i væksten i terminalperioden på 0,5 % vil øge værdiansættelsen med 69 mio.kr.

Det er dermed påvist, at beslutningerne truffet igennem budgetteringen og værdiansættelsen spiller en væsentlig rolle for den endelige Enterprise Value, og dermed også vægtningen af disse vurderinger.

Vurdering af opkøb

Transaktionspris vs. værdiansættelse

Ved den endelige sammenligning mellem den værdi Royal Unibrew betalte for CULT og den beregnede værdi i opgaven tages udgangspunkt i ovenfor analyserede residualindkomstmodel. I modellen er taget udgangspunkt i forudsætninger igennem opgaven. Disse forudsætninger er opstillet ud fra en lang række antagelser og forventninger om fremtiden, og det er derfor sandsynligt, at disse forudsætninger i sidste ende ikke bliver en realitet.

Ud fra det opstillede budget og den efterfølgende benyttelse af residualindkomstmodellen er følgende værdi af CULT beregnet:

553.073.840 kr.

Ifølge pressemeddelelsen fra Royal Unibrew vedrørende opkøbet har selskabet opkøbt CULT for følgende beløb⁶³:

350.000.000 kr.

Ved at trække de to beløb fra hinanden får man en forskel på 203.073.840 kr. Da den beregnede værdi i denne opgave har den højeste værdi, må det vurderes herudfra, at Royal Unibrew har tilføjet yderligere værdi til selskabets allerede eksisterende portefølje og til sine aktionærer. Ifølge den beregnede værdi ud fra residualindkomstmodellen og opgavens forudsætninger og antagelser for CULT og selskabets fremtid, har Royal Unibrew opnået en rabat i købsprisen.

Ifølge pressemeddelelsen er transaktionsprisen "baseret på gældfri basis"⁶⁴. Købsprisen er baseret ud fra EV, hvorfor bankgælden derfor ikke overføres til Royal Unibrew, men forventes afviklet af tidligere ejer. I pressemeddelelsen beskrives ligeledes, at finansieringen sker gennem banklån. Der er derfor ikke taget udgangspunkt i de eventuelle låneomkostninger, der opstår grundet købet. Den reelle værdi Royal Unibrew ender med at betale for at overtage CULT, bliver derfor efter al sandsynlighed højere end den opgjorte købspris. De efterfølgende låneomkostninger er ikke offentliggjort, hvorfor disse ikke er medregnet i værdien i opgaven.

Effekt på aktiekursen

Ud fra ovenstående analyse af den beregnede værdi over for den aktuelle købspris tilegner Royal Unibrew sig ekstra værdi ud over, hvad de har købt CULT for. Fra en investors synspunkt bør markedsværdien af selskabet derfor stige, da selskabet har fået tilført mere værdi, end hvad der er betalt for transaktionen.

Det kan derfor forventes, at Royal Unibrews aktiekurs påvirkes af den tilførte værdi. Ved at finde forskellen mellem den beregnede og den aktuelle købspris fås 203.073.840 kr. Dette beløb antages derfor at være den ekstra værdi, Royal Unibrew bliver tilført ved opkøbet.

⁶³ <http://investor.royalunibrew.com/da/news-releases/news-release-details/market-position-denmark-reinforced-through-acquisition-bevcon/>

⁶⁴ <http://investor.royalunibrew.com/da/news-releases/news-release-details/market-position-denmark-reinforced-through-acquisition-bevcon/>

Da Royal Unibrew er et børsnoteret selskab, kan der opgøres en relativ præcis markedsværdi af selskabet ud fra aktiekursens værdi og antallet af udstedte aktier. Aktiekursen vurderes dagligt af potentielle og nuværende investorer, hvor prisen på aktien bliver vurderet ud fra udbud og efterspørgsel. Ved at analysere Royal Unibrews aktiekurs før og efter offentliggørelsen af opkøbet af CULT, kan markedets vurdering af opkøbet findes.

Der tages udgangspunkt i aktiekursen ultimo den 28. juni 2018, da pressemeddelelsen vedrørende opkøbet blev offentliggjort den 28. juni 2018 klokken 8.00, og dermed før aktiemarkedet åbnede. Denne aktiepris sammenholdes med ultimokursen den 6. juli 2018, altså en uge efter pressemeddelelsen, og den endelige kursudvikling i perioden efter pressemeddelelsen udledes heraf.

Der tages udgangspunkt i, at Royal Unibrew har udstedt 51.000.000-aktier ved datoen for pressemeddelelsen. Dette antages på baggrund af antallet af udstedte aktier, jf. Royal Unibrew ultimo regnskabsåret 2018⁶⁵. Aktiekursen den 28. juni 2018 udgjorde 499,20 kr. pr. aktie, jf. Bilag 10 med udklip herfor. Ved at gange med antal udstedte aktier opgøres den samlede markedsværdi af Royal Unibrew før offentliggørelsen af opkøbet således:

Markedsværdi Royal Unibrew før opkøb: $499,20 \cdot 51.000.000 = 25.459.200.000$ kr.

Der beregnes ligeledes markedsværdien for selskabet ugen efter opkøbet. Der tages udgangspunkt i aktiekursen ugen efter, da der ikke har været andre selskabsspecifikke udmeldinger fra selskaber i denne periode, som kan have påvirkning på kursen, hvorfor udviklingen i perioden hovedsageligt vurderes at være præget af opkøbet. Det er ikke muligt at vurdere, hvilken effekt makroøkonomiske forhold måtte have på kursen i denne periode, hvorfor det menes rimeligt at tilskrive udviklingen i Royal Unibrews aktiekurs i perioden til transaktionen. Havde der været analyseret over en kortere periode end en uge, ville der have været investorer, der endnu ikke havde bearbejdet nyheden og dermed ikke reageret på den ny tilegnede information. Aktiekursen den 6. juli 2018 lød på 508,50 kr. pr. aktie, jf. Bilag 10 med udklip herfor. Den totale markedsværdi for Royal Unibrew lød derfor efterfølgende på:

⁶⁵ Royal Unibrew, Annual report 2018, s. 34

Markedsværdi Royal Unibrew efter opkøb: $508,50 \cdot 51.000.000 = 25.933.500.000$ kr.

Forskellen mellem de to markedsværdier før og efter pressemeddelelsen vedrørende opkøbet af CULT udgør 474.300.000 kr. Investorerne har derfor belønnet Royal Unibrew med en stigning i markedsværdien. Forskellen mellem transaktionsprisen og markedets reaktion ligger på 124.300.000 kr. Generelt på aktiemarkedet er der flere faktorer, der kan have betydning for aktiekursen, såsom de førnævnte makroøkonomiske faktorer. Derudover kan investorernes forudsætninger og budgetteringer for implementeringen af CULT under Royal Unibrew være anderledes, end hvad der er konkluderet i denne opgave. På trods af dette kan det konkluderes, at investorerne ser opkøbet som en gevinst for Royal Unibrew fremadrettet, hvorfor markedsværdien er steget som følge af opkøbet.

Det ses ofte, at aktiekursen stiger på baggrund af udmelding omkring transaktioner grundet en generel tillid til selskabers ledelsesevne til at skabe værdi heraf. I gennemsnit sker der en stigning på 30 % som følge af opkøb, selvom et opkøb sjældent købes til en pris, der er 30 % lavere end den reelle værdi⁶⁶. Når aktiekursen stiger som følge af et opkøb, vurderer markedet, at selskabet, der foretager opkøbet, har brugt færre penge på opkøbet, end hvad der forventes indtjent for investeringen. Af denne grund kan den større stigning, vi ser på aktiekursen for Royal Unibrew, beskrives ved aktionærernes høje forventninger til opkøbets værdiskabelse. Derudover vil potentielle investorer se muligheden for at være med til et opsving, hvis opkøb historisk har skabt store stigninger i aktiekursen. Investorer kan se en hurtig fortjeneste ved at investere i selskabet, inden stigningen sker.

Konklusion

Afhandlingen havde til formål at foretage en værdiansættelse af CULT omkring tidspunktet for offentliggørelsen af opkøbet, i et forsøg på at finde selskabets potentiale som en del af Royal Unibrew-koncernen. Til grund for besvarelsen af afhandlingens problemformulering blev der opstillet en række undersøgelsesspørgsmål. Heri blev udført en strategisk analyse, der havde til formål at udpege de potentialer, CULT ville kunne opnå ved at blive en del af Royal Unibrew-koncernen. På denne måde blev de ikke-finansielle værdidrivere i CULT analyseret. Det forventes, at opkøbet vil styrke CULT, da produktionen ikke længere vil foretages af tredjepart,

⁶⁶ T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels "Valuation" s. 604

men blive inddraget som en del af Royal Unibrews produktion. Dette gør sig ligeledes gældende for distributionen. Dette vil både på kort og lang sigt kunne tilføre værdi til selskabet.

Der er yderligere blevet gennemgået for selskabets historiske værdidrivere. Dette er gjort ved gennemgang af tidligere års nøgletalsanalyse, hvor der ligeledes er blevet sammenlignet med konkurrenternes nøgletal. På denne måde har vi kunne præcisere, hvorledes CULT skiller sig ud på markedet. Analysen har ligeledes givet mulighed for at kunne estimere værdidrivere, der forventeligt kan skabe yderligere værdi for CULT. På baggrund af analysen forventes det, at CULT forøger sin ROE i takt med et højere resultat for året, en lavere egenkapital, som følge af udbetaling af udbytte til ejerne, samt en rebalancering af kapitalstrukturen.

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen, der begge tager udgangspunkt i selskabets historiske præstation, opstilles det fremtidige budget for CULT. Det afspejles i det opstillede budget, at CULT drager fordel af de forventede synergier som følge af implementeringen i Royal Unibrew-koncernen. Dette ses især på en forventet stigning i omsætningen, samt omkostningsbesparelser grundet stordriftsfordele.

På baggrund af budgetteringen er der ud fra den udvalgte absolutte værdiansættelsesmodel beregnet Enterprise Value for CULT. Denne værdi er herefter sammenlignet med den reelle transaktionspris, som Royal Unibrew har betalt for CULT. Ud fra afhandlingens værdiansættelse har Royal Unibrew skabt værdi, da afhandlingens beregnede værdi er højere end den aktuelle transaktionspris. Ligeledes er der analyseret på markedets vurdering af opkøbet i form af aktiekursen. Ud fra denne har investorerne, alt andet lige, vurderet, at Royal Unibrew har tilført aktien yderligere værdi.

Det vurderes på baggrund af afhandlingen, at Royal Unibrews opkøb af CULT har stort potentiale for værdiskabelse. Dette tydeliggøres i afhandlingens analyse, værdiansættelsen i forhold til transaktionsprisen, samt markedets vurdering af opkøbet.

Perspektivering

Afhandlingens begrænsninger skyldes primært CULTs finansielle størrelse. Selskabet aflægger regnskabet ud fra ÅRL-reglerne for regnskabsklasse C, der har væsentlig færre krav til detaljedybden af de rapporterede tal, heriblandt notekrav og sammendrag af omsætning, vareforbrug og andre eksterne omkostninger præsenteret som bruttofortjeneste, sammenlignet

med et børsnoteret selskab i regnskabsklasse D. Der er derfor opstillet en række antagelser og forudsætninger i afhandlingens budgettering. Budgetteringen er af afgørende karakter for værdiansættelsen, hvorfor afhandlingens konklusion er afhængig af de antagelser og forudsætninger, der er foretaget igennem opgave. Hvis CULT ligesom Royal Unibrew havde været et børsnoteret selskab, ville selskabet have været nødsaget til at offentliggøre flere data, der ville bidrage til øget information for investorer samt grundlaget for denne opgave.

En af afhandlingens antagelser består af omkostninger i forbindelse med nedlukningen af udenlandske datterselskaber. Da selskabet netop ikke offentliggør sådanne beløb, kan denne antagelse være upræcis i forhold til de faktiske beløb. Derudover tager afhandlingen ikke udgangspunkt i en nedskreven strategi for CULT, da selskabet ikke har offentliggjort strategien. Havde strategien været kendt, kunne det potentielt have ændret den strategiske analyse, som ligeledes ville kunne have ændret afhandlingens budgettering. Hvis forudsætningerne i budgetteringen havde været anderledes, ville dette ligeledes have effekt på værdiansættelsen. Ydermere kan effekten af inkluderingen af 2018 årsrapporten til værdiansættelsen af CULT medføre, at værdiansættelsen foretaget i afhandlingen ligger over markedets vurdering af opkøbet. Dette i lyset af, at 2017 årsrapporten præsenterer et væsentligt dårligere resultat end selskabets historiske præstation og resultatet i 2018. 2017 er derfor et særskilt år der sandsynligvis er præget af omkostninger til lukning af de udenlandske datterselskaber. Sammenlagt med det lavere niveau af informationer i regnskabet grundet regnskabsklasse, medfører et dårligere udgangspunkt for værdiansættelse af CULT ud fra 2017 årsrapporten.

I afhandlingens PESTEL-analyse benævnes risikoen ved en eventuel stigning af afgifter for RTD-produkter i Tyskland. Da CULTs RTD-salg primært finder sted ved grænsehandlen i Tyskland, ville en sådan afgift kunne have stor indflydelse på selskabets mulighed for at afsætte sine produkter. Ud fra afhandlingens data kendes ikke den procentvise andel af omsætningen ved grænsehandlen. Der er derfor en stor usikkerhedsfaktor forbundet hermed.

Litteraturliste

Bøger

Ole Sørensen, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang", 2017. 5. Udgave

Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed – Vidensproduktion i samfundsvidenskaberne", 2014. 5. Udgave. 2. Oplag

Tim Kollor, Marc Goedhart, David Wessels, "Valutation"

Årsrapporter

Royal Unibrew A/S koncern årsrapport 2019

Royal Unibrew A/S koncern årsrapport 2018

CULT A/S årsrapport 2018

CULT A/S årsrapport 2017

CULT A/S årsrapport 2016

CULT A/S årsrapport 2015

BEV.CON ApS årsrapport 2018

B INVEST ApS årsrapport 2018

Carlsberg A/S årsrapport 2018

Diageo årsrapport 2018

Harboe årsrapport 2018

Hjemmesider

www.fodevarewatch.dk

www.royalunibrew.com

www.datacvr.virk.dk

www.shkr.dk

www.CULT.com

www.borsen.dk

www.bryggeriforeningen.dk

www.berlingske.dk

www.dst.dk

www.nationalbanken.dk

www.nordnet.dk

www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

www.optimum-consulting.dk

www.youtube.com

www.investopedia.com

Bilags oversigt

Bilag 1 – Interview med Søren Petersen

Bilag 2 – Reformuleret balance

Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse

Bilag 4 – Reformuleret egenkapitalopgørelse

Bilag 5 – Nøgletal 2015 - 2018

Bilag 6 – Konkurrenters nøgletal

Bilag 7 – Projekteret resultatopgørelse 2014 - 2018

Bilag 8 – Budget 2019 - 2023

Bilag 9 – WACC-beregning

Bilag 10 – Royal Unibrew A/S aktiekurser

Bilag 1 - Interview med Søren Petersen

Vi har haft følgende interview med Søren Petersen, der arbejder som Controller for Royal Unibrew. Søren har indvilget i at besvare spørgsmål relateret til afhandlingen. Interviewet fandt sted onsdag den 8. april 2020. Nedenfor relevante spørgsmål og svar fra samtalen:

Hvor stor en del af bruttofortjenesten i Cult vedrører vareforbruget?

Det er svært for mig at kunne beskrive det reelle tal, da vi har overtaget bogholderiet i forbindelse med fusionen. Derudover er det begrænset hvor mange informationer som der ikke er til gengængeligt for offentligheden, som jeg kan udlevere til jer.

Så du kan ikke give os en ca. værdi for Cult's dækningsgrad for eksempelvis i 2017 eller 2018?

Jeg kan desværre ikke udlevere den præcise dækningsgrad, men vi har løbende i de tidligere år opnået en dækningsgrad på ca. 50 % i Cult, plus eller minus nogle procenter for hvert år, men grundlæggende lander det på ca. 50 % for hvert år.

Vil i så vurdere det som en god dækningsgrad?

Både ja og nej. Vi betaler jo dem i Tyskland der producerer produkterne for Cult, lidt ekstra, end hvis vi selv varetog produktionen. Så alt andet lige, tager tredjeparten en smule ekstra for så at stå for vores produktion.

Hvad var grundlaget for Royal Unibrew, da de besluttede at købe Cult?

Grundlæggende var Cult interessant grundet deres energidrik. Drikken er det vi forventer at tjene flest penge på.

Så RTD-produkterne var mindre vigtige for Royal Unibrew?

Det var fint for Royal Unibrew at styrke deres position på RTD-markedet, men det forventes at det er energidrikken der skal tjenes flest penge på. En af grundene til usikkerheden ved RTD-produkterne, skyldes også, at det meste af omsætningen sker ved grænsehandlen i Tyskland. Da der var forhandlinger i gang med Cult vedrørende opkøbet, blev man opmærksom på forhandlinger i Tyskland, der ville ende med at sætte afgifter på RTD produkter. Afgiften blev ikke til noget.

Bilag 2 – Reformuleret balance

Balance - Årsrapporter					
Aktiver	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	2,544	1,809	2,597	2,981	2,939
Indretning af lejede lokaler	0	0	0	188	395
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder	0	32	0	0	0
Råvarer og hjælpematerialer	2,191	1,979	2,919	1,096	0
Fremstillede varer og handelsvarer	12,552	19,113	14,641	7,721	1,840
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	30,628	30,180	23,189	24,853	50,115
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	161	21,475	44,237	46,570	20,187
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	0	0	0	0	7,346
Udskudt skat	234	217	97	28	13
Andre tilgodehavender	1,167	2,275	667	1,385	2,627
Tilgodehavende sambeskatningsbidrag	0	161	0	0	0
Likvide beholdninger	34,965	8,547	4,360	4,579	12,655
Total aktiver	84,442	85,788	92,707	89,401	98,117
Passiver					
Bankgæld	175	251	1,814	4,134	102
Leverandører af varer og tjenesteydelser	21,306	26,859	11,793	10,191	4,030
Gæld til tilknyttede virksomheder	1,524	0	0	4,372	33,569
Skyldige sambeskatningsbidrag	3,334	0	1,522	9	0
Anden gæld	9,165	10,487	9,336	8,698	9,794
Total passiver	35,504	37,597	24,465	27,404	47,495

Reformuleret balance	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	2,544	1,809	2,597	2,981	2,939
Indretning af lejede lokaler	0	0	0	188	395
Råvarer og hjælpematerialer	2,191	1,979	2,919	1,096	0
Fremstillede varer og handelsvarer	12,552	19,113	14,641	7,721	1,840
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	30,628	30,180	23,189	24,853	50,115
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	161	21,475	44,237	46,570	20,187
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	0	0	0	0	7,346
Udskudt skat	234	217	97	28	13
Andre tilgodehavender	1,167	2,275	667	1,385	2,627
Tilgodehavende sambeskatningsbidrag	0	161	0	0	0
Drifts aktiver	49,477	77,209	88,347	84,822	85,462
Leverandører af varer og tjenesteydelser	21,306	26,859	11,793	10,191	4,030
Gæld til tilknyttede virksomheder	1,524	0	0	4,372	33,569
Skyldige sambeskatningsbidrag	3,334	0	1,522	9	0
Anden gæld	9,165	10,487	9,336	8,698	9,794
Drifts forpligtelser	35,329	37,346	22,651	23,270	47,393
Kapitalandele i tilknyttede virksomheder	0	32	0	0	0
Likvide beholdninger	34,965	8,547	4,360	4,579	12,655
Finansielle aktiver	34,965	8,579	4,360	4,579	12,655
Bankgæld	175	251	1,814	4,134	102
Finansielle forpligtelser	175	251	1,814	4,134	102
Netto drifts aktiver	14,148	39,863	65,696	61,552	38,069
Netto finansielle aktiver	34,790	8,328	2,546	445	12,553
Egenkapital	48,938	48,191	68,242	61,997	50,622
Kontrol	0	0	0	0	0

Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse

Resultatopgørelse	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>
Bruttofortjeneste	39,525	31,539	30,814	24,348
Personaleomkostninger	-23,964	-28,316	-22,090	-21,798
Af- og nedskrivninger	-1,282	-1,474	-1,333	-1,453
Driftsresultat	14,279	1,749	7,391	1,097
Indtægter af kapitalandele i tilknyttede virksomheder	23	-3,467	0	106
Andre finansielle indtægter	162	606	920	404
Andre finansielle omkostninger	-400	-3,827	-333	-447
Resultat før skat	14,064	-4,939	7,978	1,160
Skat af årets resultat	-3,317	281	-1,733	-286
Årets resultat	10,747	-4,658	6,245	874

Reformulering af resultatopgørelsen 2018	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>
Bruttofortjeneste	39,525	31,539	30,814	24,348
Personaleomkostninger	-23,964	-28,316	-22,090	-21,798
Af- og nedskrivninger	-1,524	-1,491	-1,632	-1,501
Resultat før skat, drift	14,037	1,732	7,092	1,049
Rapporteret skat	-3,317	281	-1,733	-286
Netto finansielle poster	-52	-709	129	-9
Gevinst ved salg af aktiver	53	4	66	11
	-3,316	-424	-1,538	-285
Resultat efter skat, drift	10,721	1,308	5,554	764
Gevinst ved salg af aktiver	242	17	299	48
Skat herpå	-53	-4	-66	-11
Resultat efter skat, other	10,910	1,321	5,787	802
Indtægter af kapitalandele i tilknyttede virksomheder	23	-3,467	0	106
Netto finansielle poster	-238	-3,221	587	-43
Skat herpå	52	709	-129	9
Totalindkomst	10,747	-4,658	6,245	874

Bilag 4 – Reformuleret egenkapitalopgørelse

Reformulering egekpital 2018	
Primo Egenkapital	48,191
Transaktioner med ejerne	
Udloddet udytte	-10,000
Totalindkomst	
Årets resultat	10,747
Ordinær egenkapital ultimo	48,938
Gns. EK	48,565

Reformulering egekpital 2017	
Primo Egenkapital	68,241
Transaktioner med ejerne	
Udloddet udytte	-10,000
Effekt af virksomhedskøb	5
Totalindkomst	
Årets resultat	-14,658
Valutakursreguleringer	866
Effekt af virksomhedskøb	3,737
Ordinær egenkapital ultimo	48,191
Gns. EK	58,216

Reformulering egekpital 2016	
Primo Egenkapital	61,997
Transaktioner med ejerne	
Udloddet udytte	20,000
Totalindkomst	
Årets resultat	-13,755
Ordinær egenkapital ultimo	68,242
Gns. EK	65,120

Reformulering egekpital 2015	
Primo Egenkapital	50,621
Transaktioner med ejerne	
Udloddet udytte	0
Tilgang ved fusion	3
Totalindkomst	
Årets resultat	874
Tilgang ved fusion	11,490
Ordinær egenkapital ultimo	62,988
Gns. EK	56,805

Bilag 5 – Nøgletal 2015 – 2018

Nøgletal					
	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>Gns</u>
ROE (Totalindkomst / Gns. EK)	22.1%	147.4%	142.4%	1.5%	78.3%
ROIC (DO efter skat/ gns. NDA)	10.1%	0.6%	2.3%	0.4%	3.4%
FGEAR (Gns. NFA/ Gns. EK)	44.4%	9.3%	2.3%	11.4%	16.9%
r (NFO/ Gns. NFF)	0.3%	14.8%	-9.8%	0.2%	1.4%
Spread (ROIC - r)	9.8%	-14.2%	12.1%	0.3%	2.0%
OG (DO/Oms)	4.97%	0.66%	3.38%	0.59%	2.40%
AOH (Oms/ Gns. NDA)	8.1	4.4	4.0	5.4	5.5

Bilag 6 - Konkurrenters nøgletal

Carlsberg:

ROE: $2.345 \cdot 100 / ((46.926 + 46.744) / 2) = 5,0\%$

Bruttomargin: $(31.220 \cdot 100) / 62.503 = 49,9\%$

Gæld/Egenkapital forhold: $(44.988 \cdot 100) / 46.926 = 95,87\%$

Diageo:

ROE: $(5.600 \cdot 100) / ((11.039 + 10.539) / 2) = 51,9\%$

Bruttomargin: $(39.054 \cdot 100) / 253.159 = 15,4\%$

Gæld/Egenkapital forhold: $(11.039 \cdot 100) / 102.894 = 10,7\%$

Royal Unibrew:

ROE: $(1.039.946 \cdot 100) / ((2.908.156 + 2.814.151) / 2) = 36,3\%$

Bruttomargin: $(3.826.988 \cdot 100) / 7.298.086 = 52,4\%$

Gæld/Egenkapital forhold: $(2.908.156 \cdot 100) / 8.061.660 = 36,1 \%$

Harboe:

ROE: $(234 \cdot 100) / ((750,9 + 758,7) / 2) = 31,0 \%$

Bruttomargin: $(260.808 \cdot 100) / 1.337.736 = 19,5\%$

Gæld/Egenkapital forhold: $(750.840 \cdot 100) / 1.304.309 = 57,6\%$

Cult, uden reformulering:

ROE: $(10.747 \cdot 100) / (48.938 + 48.191) / 2 = 22,1\%$

Bruttomargin: $(39.525 \cdot 100) / 219.583 = 18\%$

Gæld/Egenkapital forhold: $(48.938 \cdot 100) / 84.442 = 58,0\%$

Bilag 7 – Projekteret resultatopgørelse 2014 - 2018

Projekteret resultatopgørelse					
	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Omsætning	219,583,333	200,000,000	171,188,889	135,155,556	126,805,556
Omsætnings udvikling	9.79%	16.83%	26.66%	6.58%	
Vareforbrug	109,791,667	100,000,000	85,594,444	67,577,778	63,402,778
Driftsomkostninger	70,266,667	69,000,000	54,780,444	43,249,778	40,577,778
Bruttofortjeneste	39,525,000	31,000,000	30,814,000	24,328,000	22,825,000
EBITDA-margin	7.09%	1.61%	5.10%	1.89%	
EBIT-margin	6.50%	0.87%	4.32%	0.81%	
Forhold mellem omsætning og bruttofortjeneste		6.45			
Forhold ved ekstraomkostninger på 5 mio DKK		5.56			

Bilag 8 - Budget 2019 – 2023

Budgettering i tal						
	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>
Omsætning	219,583,333	232,758,333	256,034,167	271,396,217	284,966,028	293,515,008
Vareforbrug	-109,791,667	-116,379,167	-125,456,742	-130,270,184	-133,934,033	-137,952,054
Driftsomkostninger	-70,266,667	-74,482,667	-79,370,592	-81,418,865	-85,489,808	-88,054,502
Bruttofortjeneste	39,525,000	41,896,500	51,206,833	59,707,168	65,542,186	67,508,452
Personaleomkostninger	-23,964,000	-25,401,840	-28,163,758	-31,210,565	-34,195,923	-35,221,801
Af- og nedskrivninger	-1,282,000	-2,300,000	-3,800,000	-4,600,000	-5,100,000	-5,300,000
EBIT	14,279,000	14,194,660	19,243,075	23,896,603	26,246,263	26,986,651
Indtægter fra kapitalandele	23,000	0	0	0	0	0
Finansielle indtægter	162,000	232,758	256,034	271,396	284,966	293,515
Finansielle omkostninger	-400,000	-931,033	-1,536,205	-2,171,170	-2,279,728	-2,348,120
Resultat før skat	14,064,000	13,496,385	17,962,904	21,996,829	24,251,501	24,932,046
Skat af årets resultat	-3,317,000	-2,969,205	-3,951,839	-4,839,302	-5,335,330	-5,485,050
Årets resultat	10,747,000	10,527,180	14,011,065	17,157,527	18,916,171	19,446,996
Forventet udvikling i andel af omsætning						
	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>
Omsætnings vækst		6%	10%	6%	5%	3%
Dækningsgrad	50%	50%	51%	52%	53%	53%
Driftsomkostninger	32%	32%	31%	30%	30%	30%
Personaleomkostninger	10.9%	10.9%	11.0%	11.5%	12.0%	12.0%
Af- og nedskrivninger	0.6%	1.0%	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%
Indtægter fra kapitalandele	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Finansielle indtægter	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Finansielle omkostninger	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%

Bilag 9 – WACC-beregning

Beregning af WACC	
Kapitalomkostninger for fremmekapital	
R _g	2.73%
R _f	1.50%
R _s	2.00%
Kapitalomkostninger for EK	
R _e	7.05%
Beta	0.91
R _m	6.10%
WACC ved 70/30 kapitalstruktur	5.75%

Bilag 10 – Royal Unibrew A/S aktiekurser



Royal UNIBREW A/S (RBREW)

Senest	I dag %	I dag +/-	Køb	Sælg	Højest	Lavest	Omsætning (Antal)
495,50	+1,12%	+5,50	495,20	495,90	495,50	485,60	76.213

[Oversigt](#) [Om virksomheden](#)

Udvikling

Maksimere 

Graf Udvikling



Sammenlign 

3 år **+62,62%**

