

09-05-2023

Værdiansættelse af Royal Unibrew A/S

Afgangsprojekt HD 2. Del
Regnskab & økonomistyring



AALBORG UNIVERSITET
VEJLEDER: NIELS SANDALGAARD

DANIEL GAM KOK – STUDIENR. 20 21 23 14
MADS RIIS – STUDIENR. 20 21 23 29

Indholdsfortegnelse

1	Abstract	4
2	Indledning.....	5
2.1	Problemfelt	5
2.2	Problemformulering	5
2.3	Metode.....	6
2.4	Afgrænsning	7
2.5	Projektstruktur	7
3	Virksomhedsprofil.....	8
3.1	Historie	8
3.2	Hovedmarkeder	8
3.3	Strategi & brand struktur	10
4	Strategisk analyse	10
4.1	PEST.....	10
4.1.1	Analyse	10
4.1.2	Kritik af model:	15
4.1.3	Delkonklusion	15
4.2	PORTERS Five Forces.....	16
4.2.1	Analyse.....	16
4.2.2	Kritik af model	20
4.2.3	delkonklusion	21
4.3	Ansoff's Vækstmatrice.....	21
4.3.1	Analyse	21
4.3.2	Kritik	23
4.3.3	Delkonklusion	23
4.4	Porters værdikæde	24
4.4.1	Analyse.....	24
4.4.2	Kritik af porters værdikæde.....	27
4.4.3	Delkonklusion	27
5	SWOT/TOWS	28
5.1	Analyse.....	29
5.1.1	Styrker	30
5.1.2	Svagheder	30
5.1.3	Muligheder	30

5.1.4	Trusler	30
5.2	Kritik af SWOT-modellen	31
5.3	TOWS.....	31
5.4	Delkonklusion	33
5.5	Kritik af TOWS-analysen.....	33
6	Regnskabsanalyse.....	33
6.1	Regnskabstal.....	34
6.2	Nøgletalsanalyse.....	35
6.2.1	ROE	35
6.2.2	ROIC	36
6.2.3	Ebit%.....	36
6.2.4	Capital Turnover.....	36
6.2.5	Udvikling i WCR.....	37
6.2.6	Self-sustainable growth rate (SGR).....	38
6.2.7	Cash to cash period.....	39
6.2.8	Frit cash flow	40
6.3	Konkurrentanalyse.....	42
6.4	Delkonklusion	46
7	Budgettering.....	46
7.1	Salg på hovedmarkeder	47
7.1.1	Norden.....	47
7.1.2	Vesteuropa.....	49
7.1.3	Øvrige lande	49
7.2	Omkostninger	50
7.3	EBIT%.....	51
7.4	Netcapex.....	51
7.5	Arbejdskapital	52
8	Værdiansættelse.....	53
8.1	Introduktion.....	53
8.2	WACC.....	53
8.2.1	Beta.....	53
8.2.2	Den risikofrie rente.....	54
8.2.3	Markedsrisikopræmien	55
8.2.4	Cost of Equity.....	55
8.3	Det frie Cash-flow	56

8.4	DCF	57
8.5	Kritik af DCF-modellen	58
8.6	Følsomhedsanalyse.....	58
8.7	Delkonklusion	60
9	Konklusion	61
10	Bibliografi	63
11	Bilag	66

1 Abstract

This project is written to give an estimated value of the company Royal Unibrew A/S as of December 31st, 2022. To get correct valuation of the company the Discounted Cash Flow model (DCF-model) have been used. The theoretical valuation will then be compared with the actual stock market valuation.

With the Discounted Cash Flow model, the following question will be answered: Is the stock price for Royal Unibrew A/S undervalued? Furthermore, a budget for Royal Unibrew A/S is needed in order to perform a Discounted Cash Flow valuation.

The budget has been impacted by many different analyses. These analyses vary from internal analyses to external analyses. Furthermore, different articles have been used to get a clear image of how the market will evolve, in the future. Based on these analyses and articles, one can draw conclusions about the company's current market position and future prospects.

As a result of these analyses, it is possible to conclude that Royal Unibrew A/S has a strong market position and that their key figures outperform their closest competitors.

The financial statement analysis is based on the last five annual reports. According to the statement, Royal Unibrew's net revenue has increased dramatically, 2020 was the only year they had a small setback in revenue, however, with this little setback the company were still able to grow 57% in net revenue.

The impact from previously mentioned analyses have impacted the Discounted Cash Flow model to the following stock value of DKK 718,82, which is significantly higher than the stock value from December 31st, 2022, which had a value of DKK 495,30.

The overall conclusion, is that the industry is in growth and Royal Unibrew A/S is outperforming its closest competitors and that the stock value is underrated compared to the Discounted Cash Flow model.

2 Indledning

2.1 Problemfelt

Royal Unibrew er i dag Danmarks 2. største bryggerikoncern (Unibrew, Royal, 2023). Selskabet stammer oprindeligt helt tilbage fra 1900-tallet og har derfor en lang historie bag sig. At være Danmarks anden største bryggerikoncern er ikke noget, man kommer sovende til og det har derfor krævet en del arbejde og fusioner at nå til det sted bryggeriet er i dag. Dette skete blandt andet tilbage i 1980'erne, hvor Faxe Bryggeri og Jyske Bryggeri fusionerede. Dette skete igen i starten af det 21. århundrede, hvor Royal Unibrew fusionerede med blandt andet Maribo og Albani. Dette betød også et navneskifte tilbage i 2005, hvor selskabet skiftede navn fra Bryggerigruppen A/S til det nu velkendte navn Royal Unibrew A/S (Den store danske, 2009).

Det øget fokus på bæredygtighed og sundhed kræver fornyelse af Royal Unibrew. Med tanke på sundhed, ser man blandt andet fornyelse ved bryggerierne med alkoholfrie øl. Herudover ser man også Royal Unibrew søge mod mere bæredygtighed/Co2 neutralitet, for at gøre sit positive indtog på klimakrisen (Unibrew, Royal, 2023).

2.2 Problemformulering

Projektet vil undersøge om den teoretiske værdiansættelse af Royal Unibrew A/S, har samme faktor som den aktuelle børsverdi pr. 31.12.2022 med værdien t. DKK 30.070.000 (kursverdi: 495,30), (Nasdaq, 2022). Der vil derfor blive taget stilling til, om Royal Unibrew A/S' aktiekurs er undervurderet grundet det store fald i kursværdien.

Med ovenstående problemformulering vil projektet blive forsøgt besvaret via. følgende punkter:

Regnskabsanalyse:

Hvordan ser regnskabs- og nøgletal over en 5-årig periode fra 2018 - 2022 ud og hvordan udvikler de sig?

Hvilke andre selskaber på markedet findes der og hvordan præsterer de i forhold til Royal Unibrew A/S?

Hvilken faktor har den estimerede værdi af Royal Unibrew A/S pr. 31/12/22 og er der uoverensstemmelse mellem den faktiske- og den teoretiske værdi?

Hvordan ser branchens konkurrencefelt ud i Danmark og hvilken placering har Royal Unibrew?

Hvilke af Royal Unibrews eksterne og interne forhold har betydning for deres strategi og udvikling?

Hvilke vækstparametre kan Royal Unibrew arbejde på for at skabe fremtidig vækst?

Hvilke megatrends satser Royal Unibrew på?

2.3 Metode

Strategisk analyse:

Der vil blive lagt vægt på modeller og undervisning fra HD-studiet, og underbyggende stof fra sekundære kilder, som hovedsageligt er kvalitativt eksempelvis, kan PEST(EL) & Porters Five Forces nævnes, som sammen med Royal Unibrew A/S' regnskab for 2022 vil danne grundlaget. Endvidere vil der også blive benyttet andre kilder fra internettet, herunder bryggeriforeningens hjemmeside (Bryggeriforeningen, 2023) til at underbygge svarene i projektet. Dette gøres, da det antages at bryggeriforeningen ikke har den store interesse i Royal Unibrew.

Den interne analyse vil blandt andet indeholde Porters værdikæde og Ansoff's vækstmatrice, da disse kan være med til at give et billede af virksomhedens interne struktur.

Til den interne analyse vil der blive benyttet årsregnskabet for 2022, samt Royal Unibrew A/S hjemmeside (Royal Unibrew, Annual report, 2022). Der er ikke nogen konkrete interne kilder og der kan derfor være bias.

Der vil til sidst blive samlet op igennem en SWOT-analyse, der benyttes som et opsamlingsværktøj til at give vores strategiske målsætning i fremtiden for Royal Unibrew A/S.

Regnskabsanalysen:

Der vil blive udarbejdet en regnskabsanalyse for Royal Unibrew. Der skal bruges primotal det første år, og der vil derfor blive benyttet en gennemsnitsberegning for alle nøgletal der indeholder balancetal.

Dette er den kvantitative metode, da tallene kommer fra årsrapporten, vurderes der ikke at være behov for andre kilder, da der er tale om tal, der er revideret af ekstern revisor og derfor er sikkerheden høj.

Endvidere vil der blive benyttet modeller fra HD-studiet og der vil i forbindelse med værdiansættelsen, blive udarbejdet et budget som bygger på det strategiske og det regnskabsanalytiske arbejde, der er udført i projektet.

2.4 Afgrænsning

Projektet afgrænses fra løbende nyheder omkring driften eller lignende fra d. 25.04.2023.

Der afgrænses til kun at benytte regnskabstal fra 2018-2022. Der afgrænses desuden til ikke at medtage kvartalsregnskaber efter 31.12.2022.

Der vil kun blive benyttet relevante regnskabs og strategiske analyser.

Der er i analysen fokus på drikkevarer og ikke andre produkter.

2.5 Projektstruktur



Figur 1 - Opgave struktur, Egen tilvirkning

3 Virksomhedsprofil

3.1 Historie

Royal Unibrew A/S er en dansk drikkevarevirksomhed, som igennem fusioner har vokset sig til den størrelse de har i dag. Det hele startede med bryggeriet der blev grundlagt i 1901 under navnet Faxe Bryggeri (Den store danske, 2009). Virksomheden har hovedkontor i Faxe, Danmark, og producerer en bred vifte af drikkevarer herunder; øl, læskedrikke, cider, vand og energidrikke.

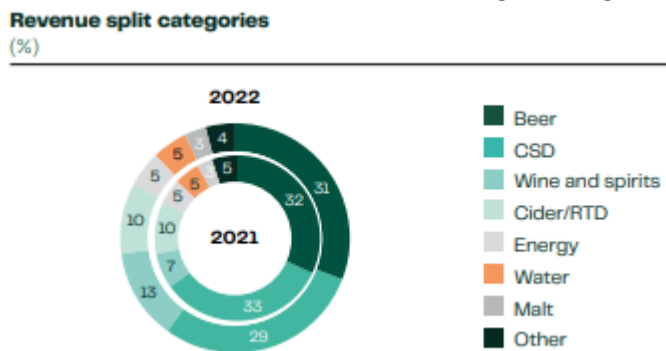
I begyndelsen var Faxe Bryggeri et lokalt bryggeri, der producerede øl og sodavand til området omkring Faxe. Men i 1960'erne begyndte virksomheden at ekspandere, og i 1987 ændrede den navn til Jyske Bryggerier A/S (CVR, 2023).

I 2005 blev virksomheden omdøbt til Royal Unibrew A/S efter en fusion med bryggeriet Albani i Odense. Dette gav Royal Unibrew en større tilstedeværelse på det danske marked og styrkede virksomhedens position som en af de førende drikkevareproducenter i Skandinavien. Siden da har Royal Unibrew fortsat med at ekspandere, både organisk og gennem opkøb af andre drikkevarevirksomheder i Europa. I dag har virksomheden over 2.500 medarbejdere og produktionsanlæg i Danmark, Letland, Polen og Tyskland.

Royal Unibrews drikkevarer sælges i mere end 50 lande fordelt over hele verden, under forskellige brands, herunder Faxe, Albani, Ceres, Thor, Vitamalt, Pepsi og Heineken. Virksomheden har også et fokus på bæredygtighed og har sat sig mål for at reducere deres CO₂-udledning og begrænse deres indvirkning på miljøet (Royal Unibrew, 2023).

3.2 Hovedmarkeder

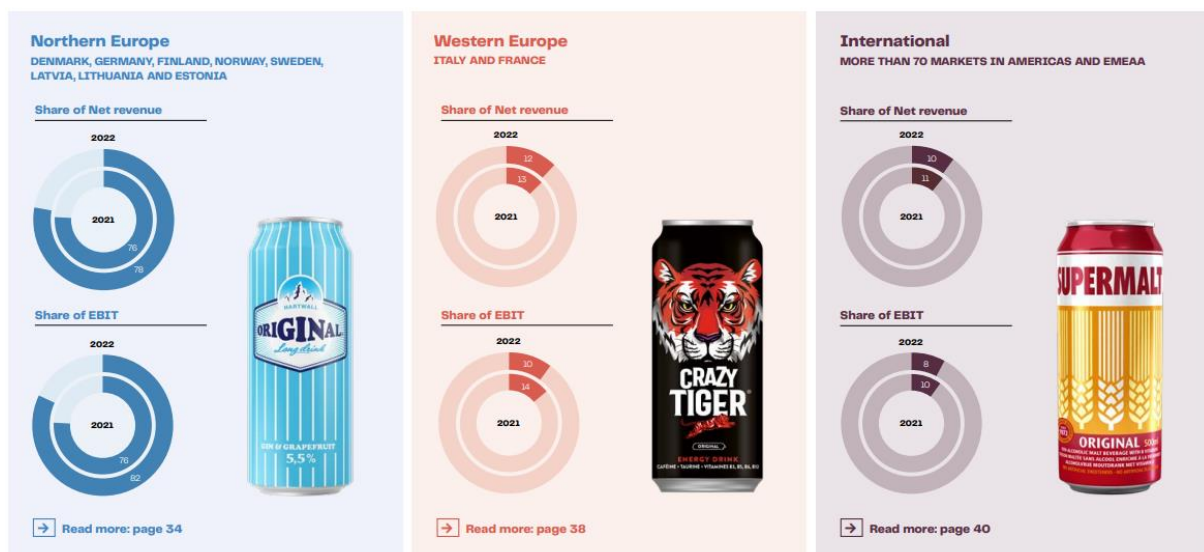
Royal Unibrews hovedmarkeder kan opdeles i to retninger. Den ene retning er hvilke lande Royal Unibrew befinder sig i. Retning nummer to er i forhold til, hvilke produkter de sælger. Royal Unibrew opdeler selv deres produkter på følgende måde:



Figur 2 – Omsætningskategorier - (Royal Unibrew, Annual report , 2022)

Her ses det tydeligt at Royal Unibrews to største markeder, i forhold til produkter, er øl og sodavand som fylder henholdsvis 31% og 29% af det samlede salg for 2022. For Royal Unibrews produkter er det især energidriks, der vinder frem for tiden. Her ses det i årsregnskabet for 2022, at energidrik er steget med 34% i forhold til året forinden, dog står energidriks stadig for 5% af det samlede salg (Royal Unibrew, Annual report , 2022).

Royal Unibrew opdeler deres markeder i forhold til landene i følgende kategorier:



Figur 3 - opdeling af markeder - (Royal Unibrew, Annual report , 2022)

Her ses det at en stor del af deres salg forekommer i Norden, som står for hele 78% af deres samlede omsætning. Herefter kommer de vesteuropæiske lande som udgør 12% af den samlede omsætning. De resterende 10% af omsætningen skal dermed fordeles ud på resten af verdenen. Royal Unibrew fører en anderledes strategi på de små markeder i forhold til deres hovedmarkeder, hvilket belyses nedenfor.

3.3 Strategi & brand struktur

Royal Unibrew fokuserer meget på at være et stærkt og genkendeligt brand på deres eksisterende markeder. Her går de især op i kvalitet og kunderne skal vide, hvad de får, så snart de tager en øl i hånden fra Royal Unibrew. De markeder hvor Royal Unibrew ikke er store, går de efter at ramme nichemarkederne (Royal Unibrew, Annual report , 2022).

4 Strategisk analyse

4.1 PEST

PEST-analysen (Kousholt, 2021, pp. 241-243) har til formål at belyse virksomhedens omverden, med henblik på at kunne identificere potentielle muligheder og trusler i efterfølgende SWOT-analyse. Analysen belyser fire overordnede områder. Gennem belysning af politiske, økonomiske, sociokulturelle og tekniske faktorer, søger modellen at udpege betydningen af omverdens forhold for virksomheden.

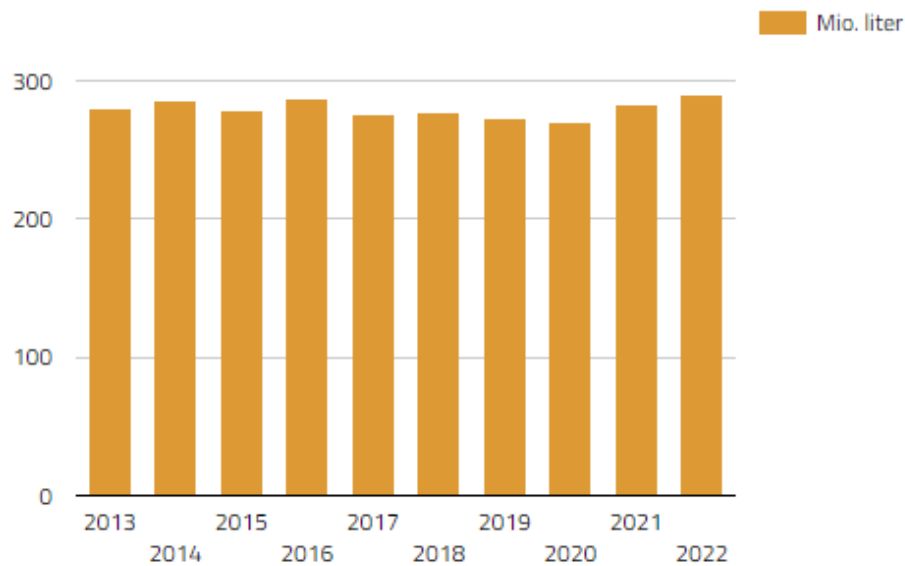
4.1.1 Analyse

4.1.1.1 Politiske (Politics)

Der er adskillige politiske parametre der er med til at spille ind på de politiske faktorer, og på den daglige drift af Royal Unibrew kan der blandt andet nævnes; afgifter, vilkår på markedsføring, salgstidspunkter og aldersgrænser.

Øl, vin og alkohol har i mange år været en stor del af den danske kultur og som det kan ses på nedenstående graf bliver der altså solgt ca. 290 millioner liter pilsnerækvivalenter i 2022. (Bryggeriforeningen, 2023).

Der har altså igennem de seneste 9 år været en stabilitet i ølsalget, som alt andet lige vil påvirke omsætningen i den retning, at man er nødt til at tænke andre produkter ind for at generere højere omsætning, derudover vil der også være påvirkning af andre faktor som eks. Sundhed.



Figur 4 - Salg af øl i mio.liter i 2013-2022 - kilde: bryggeriforeningen.dk

Tager man udgangspunkt i at salget af øl, vil stagnere eller fortsætte med at vækste, vil det derfor også være logisk at antage at afgifterne vil stige, i et forsøg på at kontrollere eller regulere forbruget af alkoholiske drikke.

Afgift i 2023 er i dag på DKK 48,74 pr. liter 100 pct. alkoholindhold, hvilket altså svarer til 72 øre pr. dåse på 33. cl ($0,33 * 4,6\% * 48,74$) (Skat.dk, 2023), satsen er af høj karakter, hvis man ser i forhold til det europæiske marked, hvor afgiften ligger på EUR 1.87 (Europa kommissionen, 2023) som svarer til ca. DKK 14 ved en kurs på 7,45 og vil på en dåse med 33 cl være 21 øre ($0,33 * 4,6\% * 14$), dette har altså stor betydning på omsætning og derved også ROIC.

Sætter man afgiften i Danmark ned, ville dette betyde en hel del på samfundsøkonomien og vil derfor alt andet lige påvirke inflationen, derfor vurderes dette urealistisk.

En anden og væsentlig faktor er markedsføringen af alkohol, det er ikke lovligt at målrette salg af alkohol jf. Markedføringslovens § 3 & 4 (Markedføringsloven, 2023).

Markedføringslovens § 3:

” § 3 Erhvervsdrivende omfattet af denne lov skal udvise god markedsføringsskik under hensyntagen til forbrugerne, erhvervsdrivende og almene samfundsinteresser”

“§ 4 En erhvervsdrivende skal i sin handelspraksis over for forbrugerne udvise god erhvervsskik” (Markedsføringsloven, 2023)

Endvidere blev der i 2017 tilføjet/ændret i § 11, stk 2, som omhandler direkte markedsføring rettet mod unge og børn

”§ 11. Handelspraksis rettet mod børn og unge under 18 år må ikke direkte eller indirekte opfordre til vold eller anden farlig eller hensynsløs adfærd eller på utilbørlig måde benytte sig af vold, frygt eller overtro som virkemidler....

...Stk. 2 Handelspraksis rettet mod børn og unge under 18 år må ikke indeholde omtale af, billeder af eller henvisninger til rusmidler, herunder alkohol.” (Markedsføringsloven, 2023)

Da man i drikkevarer og særligt i ølbranchen ikke har de store muligheder for differencering, er smagen afgørende og derfor også muligheden for at markedsføre sig herpå.

Det er derfor også vigtigt at man markedsfører sig på forskellige måder og andre steder, og her er kultur og sportslivet en fordel, da man kan eksempelvis reklamere sig i restaurationsbranchen, ved at sponserer en musikfestival eller lignende som det ses ved skanderborgfestival også kaldet SmukFest, (Royal Unibrew, 2023) men man skal også være opmærksom på at man som skal være 18 år for at kunne købe øl & spiritus.

4.1.1.2 Økonomiske (economics)

Flere økonomiske faktorer, som Covid-19, konflikten mellem Rusland og Ukraine, samt inflations-udvikling har stor betydning på Royal Unibrew, måske ikke direkte men som følge af disse.

Tage vi udgangspunkt i Covid-19, har det været en situation som har været svær at forudse udviklingen i, og hvilken påvirkning det måtte have haft på eksempelvis salget og råvarepriserne, trods skiftende salgstider og festivaler med mere, ikke har været på programmet fra 2019-2022 er det lykkedes Royal Unibrew at skabe et højere resultat i 2021 end 2020 (Royal Unibrew, Annual Report, 2021, p. 32) Dog skal der med til dette også tilføjes at selvom EBIT voksede, så faldt Overskudsgraden (EBIT-margin) med 1,1 Procent.

Det har altså historisk været svært at forudse Covid-19, men at efter man i Q4 i 2021 begyndte at se anderledes på sygdommen og begyndte at lukke mere og mere op, må det antages at dette er med til at påvirke situationen i fremtidens trusler både nationalt og internationalt.

Både Covid-19 & konflikten mellem Rusland & Ukraine har haft stor betydning på inflationen og dermed også på priserne, på baggrund af efterspørgslen på råvarer og andre driftsmæssige fornødenheder, eksempelvis el som følge af at forsyningskæderne blev brudt (Royal Unibrew, Annual report, 2022, p. 3).

Inflation har siden januar 2021 steget fra ca. 104 til indeks ca. 114 i december 2022 (DST, 2023).

Forbrugerprisindeks (2015=100)

Enhed: Indeks | Varegruppe: 15.1 Forbrugerprisindeks ekskl. energi:



Figur 5 - DST stigning i indeks forbrugerprisindeks

Dette er altså medførende til at priserne på råvarer og hjælpematerialer stiger væsentligt og påvirker derfor produktionsomkostninger og derved også Resultat før skat (EBIT).

Endvidere kan inflationen også have den påvirkning, at den almindelige forbruger får færre penge mellem hænderne og derfor ikke er lige så købestærk som før i tiden.

Dette vil altså betyde at Royal Unibrew skulle sætte deres priser op, for at opnå den samme EBIT og omsætningen som før i tiden, men bare fordi omsætningen stiger, betyder det ikke at man automatisk stiger i EBITDA.

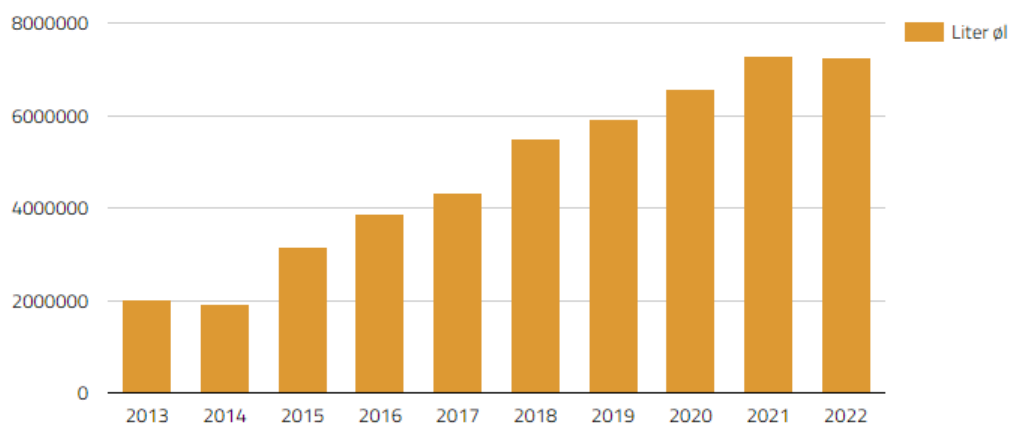
Dog kan der ved tidligere nævnt være noget at hente i sponsorater, som typisk også munder ud i at Royal Unibrew har eneret til salget af drikkevarer på de steder. Disse kontrakter har typisk en lang løbetid og er derved med til at sikre en vis likviditet og derved også med til at holde priserne på produkterne nede.

4.1.1.3 Sociale (social)

Der er her tale om sociokulturelle tendenser og trends, som omfatter det samfund vi lever og bevæger os i, disse er typisk også med til at sætte dagsordenen, for hvilke produkter og nye produkter Royal Unibrew skal have fokus på, en af de grundlæggende trends som forbrugerne har fokus på er folkesundhed (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 73) og derfor også alkohol-tendenser, markedet for alkoholfri øl der derfor også de seneste år steget markant som set på grafen nedenfor. (Bryggeriforeningen, 2023)

Medlemmernes salg af alkoholfri øl

Member's sales of alcohol free beer



Alkoholfri øl er øl med en alkoholprocent på maksimalt 0,5%.

Figur 6 - alkoholfri øl fra 2013 - 2022 - (Bryggeriforeningen, 2023)

Som set på grafen er stigningen i liter øl, som derfor er en af de områder hvor royal Unibrew kan blive ved med at holde fokus. Økologi er også en stigende tendens og her var Royal Unibrew som nogle af de første til at komme med en økologisk version.

Kikker man på trendsne generelt, er påvirkningen på miljøet også en faktor hvor der er store muligheder. Royal Unibrew arbejder med dette i forvejen og vil fortsat arbejde for at vi kan

plastisk tilbage til Royal så der kan blive genbrugt, som vi i dag også gør med pant (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 76).

4.1.1.4 Teknologiske (tecnological)

For Royal Unibrew er det vigtigt, at kunne følge med de teknologiske trends, som f.eks. nye produktionsmaskiner som kan producere mere, for lavere produktionsomkostninger som eks. el som vil have påvirkning på EBIT (Royal Unibrew, Annual Report, 2021, p. 59).

Det er også vigtigt at Royal Unibrew ikke kommer for langt bagefter i forhold til ny teknologi fordi konkurrencen er så hård på markedet.

4.1.2 Kritik af model:

PEST-analysen giver et godt øjebliksbillede af de forhold der er i virksomhedens omverden. Men det er også et af kritikpunkterne. Modellen er ikke særlig dynamisk, den er ressourcetung at opdatere, idet den påkræver mange informationer. Den kan således let risikere at blive forældet, for øjebliksbilledet kan ændre sig hurtigt. Med andre ord kan man mens man laver analysen, komme bagud allerede fra start.

Den er tidligere, sammen med andre makroanalyser blevet kritiseret for at tage sit udgangspunkt i fortiden. Men man kan dog argumentere for at den også kan bruges til at ”spå” fremtiden set fra fortidens billede af virksomheden, dette kræver dog at man befinder sig i en branche som er relativt stabil, denne kan man eventuelt analysere ved hjælp af degree of turbulence analyse (Marketingteorier.dk, u.d.).

Et andet faktum er at modellen ikke giver ret meget hjælp til at løse forholdene, men mere åbner op til hvilke forhold man kan vælge. Man kan derfor også påstå at modellen både kan være overforenklet, i form af at oversimplificere komplekse forhold og mangle dybde, grundet at den typisk tager udgangspunkt i overfladiske faktorer og ikke er detaljeret nok.

4.1.3 Delkonklusion

Det kan altså konkluderes at Royal Unibrew har det økonomiske aspekt på plads til at kunne gennemføre de ændringer der skal til for at kunne følge tendenserne på markedet, dette vil selvfølgelig påvirke omsætningen og EBIT hvis man skulle vælge at opjusterer det

teknologiske for at kunne følge med i en tendens. Skulle der større investeringer til en ny produktionsmaskine eller lignende ville det påvirke vores NetCapex, altså vores investeringer. Dog kan det også konkluderes at det hovedsageligt er på det sociale og teknologiske at Royal Unibrew for alvor kan rykke, da det bliver svært at påvirke markedsføringsloven og afgiften synderligt.

4.2 PORTERS Five Forces

Porters Five Forces (Kousholt, 2021, pp. 237-239) benyttes til at vurdere konkurrencesituationen på et givent marked. Her belyser man de 5 markedskræfter:

- Truslen fra nye indtrængere
- Konkurrence fra substituerende produkter
- Købers forhandlingsstyrke
- Leverandørens forhandlingsstyrke
- Konkurrence i branchen

Jo mindre man er påvirket af de ovenstående markedskræfter, jo bedre står man.

4.2.1 Analyse

4.2.1.1 *Truslen fra potentielle indtrængere*

Bryggeribranchen kendetegnes ved oligopolistisk konkurrence. Oligopolistisk konkurrence defineres som få store og mange mindre aktører.

Truslen i markedet forekommer primært fra de andre store aktører i markedet, da det er forholdsvis omkostningstungt at træde ind i markedet, altså der er relativt høje ind- og exitbarrierer. For at stadfæste sig i markedet bliver man nødt til at investere mange penge i produktion, research i produktet og distribution. Det kræver desuden en del for at få omkostningerne i bund, da der skal en del til, for at få stordriftsfordele.

4.2.1.2 *Konkurrence fra substituerende produkter*

Substituerende produkter er andre produkter, som kan stille de samme behov. Et eksempel på dette kunne være behovet for noget at drikke, hvor man i stedet for en øl kan tage et glas juice eller vand. Royal Unibrew står relativt godt på denne front, hvilket skyldes deres omfattende sortiment. Her producerer Royal Unibrew næsten hele paletten som nævnt tidligere under ”hovedmarkeder”. Dette gør sig gældende for langt de fleste af de store aktører, hvor mange

af aktørerne har en stor knowhow og derfor hurtigt spotter, hvis der skulle komme en åbning i markedet for et nyt substituerende produkt.

Substituerende produkter er desuden under hård konkurrence, da det er nemt for forbrugeren at skifte fra det brand til det andet.

4.2.1.3 Købers forhandlingsstyrke

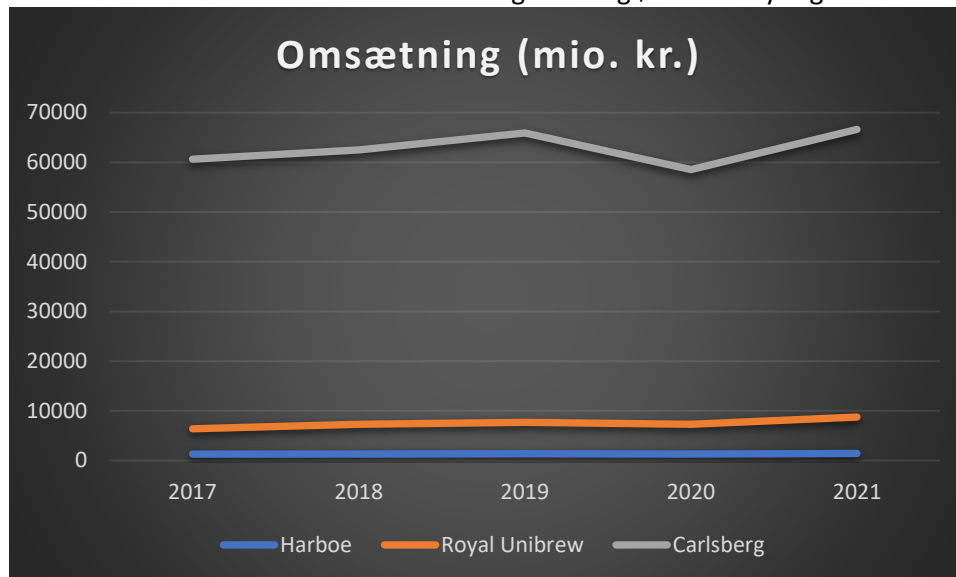
Købernes forhandlingsstyrke kan deles op i følgende to kategorier:

- Detail
- Events/restaurationsbranchen

Detailedet har forholdsvis stor forhandlingskraft. Dette skyldes at detailvirksomhederne aftager en utrolig stor mængde og derfor har nemmere ved at forhandle sig til bedre priser, hvorimod de enkelte events/restauranter ikke aftager den samme mængde og derfor har sværere ved at have indflydelse på de priser, som bryggeribranchen kommer med.

Ovenstående betyder dog ikke, at event/restaurationsbranchen ikke har betydning for bryggeribranchen, hvilket man tydeligt kunne se under COVID-19, som gav mange nedlukninger og dermed mindre mulighed for at få produkterne afsat.

Omsætning (mio kr.)	2017	2018	2019	2020	2021
Harboe	1.288	1.324	1.380	1.328	1.419
Royal Unibrew	6.384	7.298	7.692	7.315	8.746
Carlsberg	60.655	62.503	65.902	58.541	66.634



Figur 7 - Omsætning (mio. kr.) - egen tilvirkning

Som det kan ses i ovenstående graf for tre af de store aktører på det danske marked, så tabte de alle tre en stor del af deres omsætning i år 2020.

4.2.1.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Forhandlingsstyrken mellem leverandørerne og bryggeribranchen kan defineres ud fra følgende faktorer: leverandør produktets simpelhed muligheden for substituerende produkter, samt muligheden for vertikal integration, hvor branchen på sigt overtager dele af forsyningskæden.

Leverandørerne har som udgangspunkt kun standardiseret produkter, hvor bryggeribranchen bliver forsynet med humle, malt, sukker, hvede, gær og emballage. Dette betyder dog også, at der er tale om monopollignende priser, hvilket besværliggør mulighederne for at forhandle med råvarepriserne.

Råvaremarkedet er udfordret grundet krigen i Ukraine. Dette skyldes at Ukraine står for en stor del af verdensens hvedeproduktion, hvorfor priserne på hvede er steget markant i år 2022. Ruslands invasion af Ukraine har haft stor betydning for hele råvaremarkedet og skabt en større stigning i nettoprisindekset for fødevarer. Invasionen forekommer samtidigt med den markante stigning i nettoprisindekset i februar 2022.

Nettoprisindeks (2015=100)

Enhed: Indeks | Varegruppe: 01.1 Fødevarer:

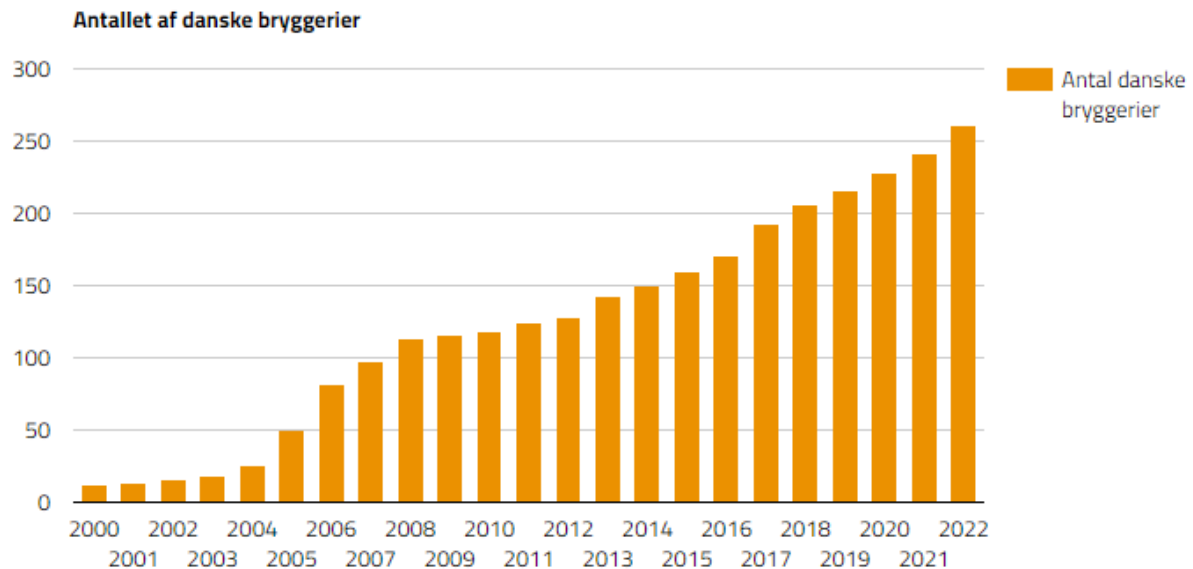


Figur 8- Nettoprisindeks for fødevarer – (DST, 2023)

4.2.1.5 Konkurrence i branchen

Spændet i branchen starter fra de helt små mikrobryggerier til de store aktører som Carlsberg, Royal Unibrew og Harboe. De strategiske overvejelser er vidt forskellige, nogle virksomheder fokuserer på omkostningsreducering f.eks. Harboe der fokuserer på at lave et lavprisprodukt, hvor bryggerier som Carlsberg og Royal Unibrew har bygget en stor del af deres forretning op omkring allerede eksisterende brands. Carlsberg og Royal producerer dog også deres egne produkter, hvor de selvfølgelig også har fokus på omkostningsreducering, men med den forskel til Harboe, at deres produkter stadig skal være kvalitetsøl.

Nedenstående graf viser tilgangen af konkurrenter på det danske marked (danske bryggeriers tilgang). Her ses det at konkurrencen er stigende år for år, med en tilgang på ca. 10-20 bryggerier årligt.



Figur 9 - Antal danske bryggerier - (Bryggeriforeningen, 2023)

Som nævnt under potentielle indtrængere, så er markedet kendt for oligopolitisk konkurrence, hvorfor det ikke vurderes at de nye virksomheder bidrager med stor konkurrence for Royal Unibrew. De nye bryggerier er hovedsageligt mikrobryggerier som hovedsageligt tager markedsandele fra hinanden. Derfor anses det også for at være Harboe og Carlsberg, der er de primære konkurrenter på det danske marked.

4.2.2 Kritik af model

Porters Five forces, fungerer som et fundamentalt billede til at vurdere virksomhedens brancheforhold. Dog vil den aldrig kunne give et bedre output, end hvad man selv har givet som input.

Man kan endvidere diskutere om der er punkter hvori modellen måske ikke opfylder sin hensigt, her refereres der særligt til at der er lagt op til en kamp mellem kunder og leverandører, og at modellen tager udgangspunkt i at disse har en forhandlingsstyrke, dette er ikke altid tilfældet og kan derfor være med til at give et forvrænget billede af modellens output. Samtidig er modellen opbygget således at modellen tager udgangspunkt i at alle områder er lige vigtige, samtidig med at modellen i sin oprindelige form er blevet brugt til et produkt i et givent marked, hvilket gør at den kan være svær at putte ned over en hel virksomhed.

Man kan derfor sige at modellen er statisk og svær at bruge, da problemstillinger oftest er dynamiske, samtidig med at modellen heller ikke tager højde for alliancer og samarbejdspolitikker, da den bygger på konkurrenceelementet.

Et af de store samtaleemner omkring Michael Porter er desuden at han generelt får lavet modeller, som kræver konstant opdatering for at være relevante.

4.2.3 delkonklusion

Det kan konkluderes at truslen for nye konkurrenter op markedet er minimal. Dette skyldes at det er meget høje ind/exit barrierer og hoveddelen af de nye bryggerier går under kategorien mikrobryggerier, hvorfor de nye konkurrenter primært fokuserer på niche øl.

Det konkluderes at der ikke er substituerende produkter for Royal Unibrews produktkategori, da Royal Unibrew besidder alle aspekter indenfor drikkevarer.

Der er tale om oligopolitisk konkurrence, da der er få store aktører og mange små.

Leverandørernes forhandlingsstyrke stammer primært fra eksterne faktorer, som COVID-19 og krigen i Ukraine.

4.3 Ansoff's Vækstmatrice

Ansoff's vækstmatrice (Kousholt, 2021, p. 254) kan som navnet antyder, benyttes til at vide hvordan man fremover kan vækste. Her kan man vækste på fire forskellige metoder, som ses nedenfor.

	Eksisterende produkter	Nye produkter
Eksisterende markeder	Markedspenetration Sælge mere af eksisterende produkt(er) på nuværende marked(er)	Produktudvikling Sælge mere af nye (er) på nuværende marked(er)
Nye markeder	Markedsudvikling Sælge mere af nuværende produkt(er) på nye marked(er)	Diversifikation Sælge nye produkt(er) på nye marked(er)

Figur 10 – Ansoff's vækstmatrice - (Webamp, u.d.)

4.3.1 Analyse

4.3.1.1 Markedspenetration

Som ovenstående model antyder, så betyder vækstmuligheden markedspenetration, at man sælger mere af nuværende produkter på de nuværende markeder. Et godt eksempel på dette kunne være Coca Cola, som har forsøgt at øge deres salg på de nuværende markeder ved at ændre på størrelsen af deres emballage. Her kan man blandt andet se, at de har lavet 0,5l

flasker, 1,5l flasker osv. Her findes der altså flere forskellige størrelse af flasker alt efter kundens behov. Dette eksempel er også noget som Royal Unibrew, har gjort brug af på deres soft drink markeder og knap så meget på ølmarkedet.

Man kan herudover argumentere for, at Royal Unibrew har fokus på markedspenetrering ved at blive mere klima beviste/co2 neutrale og på den måde øge deres markedsandele. Dette er nemlig blevet et øget fokuspunkt for branchen (Austria Juice, 2023).

En anden måde for Royal Unibrew at lave markedspenetration på, er at opkøbe allerede eksisterende virksomheder på, som allerede er store/større på deres nuværende marked, dette ses eksempelvis da Royal Unibrew købte Nørrebro Bryghus (Berlingske, 2023). Dette var for at skabe vækst på deres allerede eksisterende marked. Opkøb som dette påvirker selvfølgelig både omsætningen, men i den grad også ROIC.

4.3.1.2 Produktudvikling

Produktudvikling består i at lave nye produkter til de eksisterende markeder. Hvis man skal fortsætte i Coca Cola eksemplet, så kan det her være, når Coca Cola går ud og lancerer et nyt produkt som Cola Zero. Dette betyder altså, at de bliver på de nuværende soft drinks markeder, men udvider deres sortiment med et helt nyt produkt. Dette er også noget Royal Unibrew har gjort sig i, i de seneste år. Her har Royal Unibrew blandt andet udviklet et produkt som alkoholfri øl. På denne måde udvider Royal Unibrew deres sortiment på et allerede eksisterende marked. Herudover, er Royal Unibrew også begyndt at have mere fokus på specialøl, som også vinder stort indpas rundt omkring i samfundet.

4.3.1.3 Markedsudvikling

Kategorien markedsudvikling er ikke noget, som Royal Unibrew har fokuseret så meget på. Markedsudvikling går i det store hele ud på at komme med nuværende produkter til nye markeder. Her kan man komme med eksemplet smartphones, hvor man førhen havde en vis alder, inden man begyndte at få en telefon. Her ser man nu i stedet, at børn allerede i en meget ung alder, får sig en telefon. Dette betyder altså, at telefonbranchen har øget deres målgruppe, ved at helt små børn også får fat i deres produkter.

4.3.1.4 Diversifikation

Ved Diversifikation er der tale om helt nye produkter på helt nye markeder. Her kan man tage eksemplet omkring LEGO, som startede som en snedkerforretning og med tiden er blevet til det den er i dag. Diversifikation er ikke noget Royal Unibrew gør brug af.

4.3.2 Kritik

En af de helt store kritikpunkter for Ansoff's vækstmatrice er, at den er meget subjektiv. Hvilket resultatet afspejler sig meget af. Derfor er det enormt vigtigt, at man får en ekstern person til at udføre matricen, da dette giver en mere objektiv analyse.

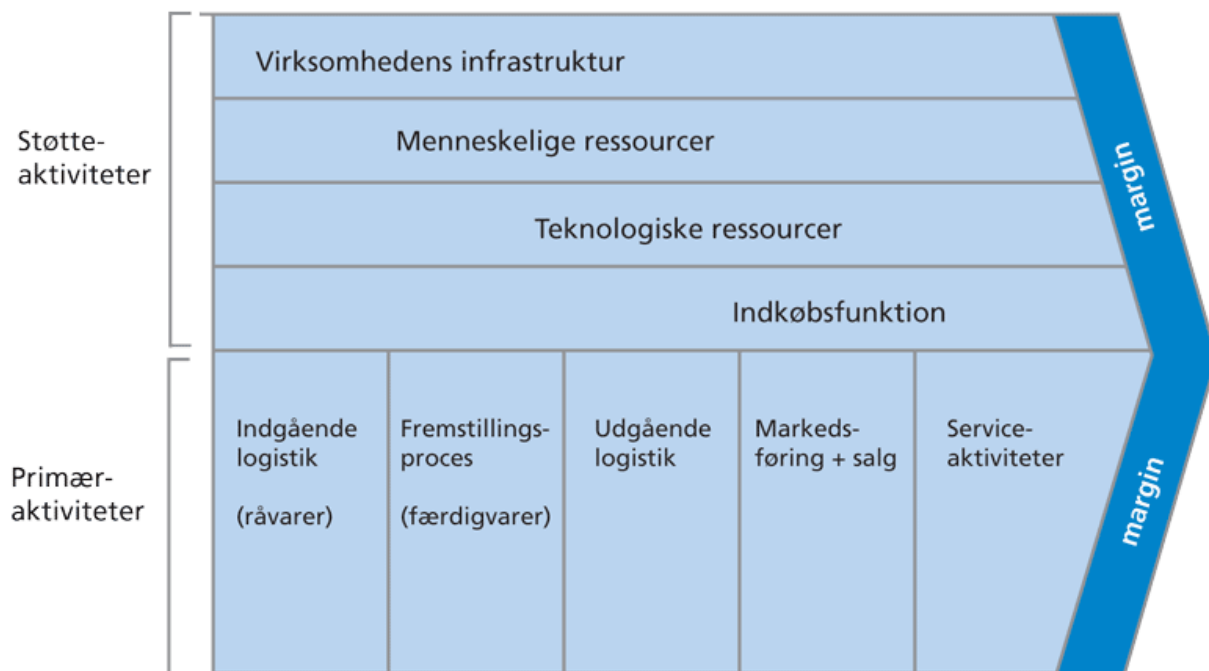
4.3.3 Delkonklusion

Det kan konkluderes at Royal Unibrew primært benytter sig af produktudvikling. Dette ses ved de nye produkter som Royal Unibrew lancerer. Her kan det som tidligere nævnt ses ved den alkoholfrie øl og de nye øltyper indenfor specialøl, som også er et øget fokus for Royal Unibrew. Dog vurderes det også, at Royal Unibrew har benyttet sig af markedspenetrering ved brugen af øget fokus på miljø, ved producering af nye produkter, som skal være mere CO₂ neutrale, mindre brug af plast m.m.

4.4 Porters værdikæde

Porters værdikæde (Kousholt, 2021, pp. 219-225) kan benyttes til at kigge ind i virksomhedens interne organisation og det den laver, og hvordan ressourcer anvendes. De primære aktiviteter er direkte involveret i at skabe eller distribuere produkter, mens de støttende aktiviteter er med til at underbygge de primære.

Nedenfor ses Porters værdikæde.



Figur 11 - Porters værdikæde - (Dinero, 2022)

Værdikæden er opdelt i 2 områder: Primære aktiviteter og Støtteaktiviteter.

De primære aktiviteter omfatter virksomhedens hovedaktiviteter som involverer den egentlige fremstilling af produktet. Støtteaktiviteterne underbygger primæraktiviteterne og strækker sig ofte over alle primæraktiviteterne (Kousholt, 2021, pp. 219-225).

4.4.1 Analyse

4.4.1.1 Indgående- og udgående logistik:

kendetegnes ved at være den del af virksomheden som har med den daglige drift at gøre, den indgående logistik har med modtagelse af vare som korn, materialer og andre fornødenheder til den fremtidige forarbejdning af drikkevarer, dette kunne eksempelvis være sukker, juice, emballage, kornsorter m.m.

Royal Unibrew har stor fokus på at udvælge lokale leverandører rundt om i verdenen til de 19 produktioner i 8 forskellige lande, som kan være med til at opretholde stabile og høj kvalitets råvarer til deres produkter, og de arbejder derfor meget tæt med leverandørerne for at sikre at der forståelse for Royal Unibrews, men også leverandørernes miljø- og sociale fodspor igennem produktionen af diverse drikkevarer.

Det er endvidere vigtigt for Royal Unibrew, at de lokale leverandører, overholder deres Code og Conduct og deres etiske guidelines (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 16).

Indkøbet sker ved hjælp af indkøbsprocedurer som konstant udvikler sig, og er med til at den rette mængde, til det rette sted, til den rette pris. Det er derfor også vigtigt at Royal Unibrew hele tiden er opdateret på deres logistik, for logistikken er vigtigt for en produktionsvirksomhed som Royal Unibrew igennem deres forskellige kæder, og er aldeles omkostningstung hvis ikke der hele tiden er kontrol over eks. Distributionen til de 19 forskellige produktionsområder. Dette er med til at sikre flow i kæderne, fra leverandør til produktion, men er også med til at nedsætte co2- aftrykket, da man ikke altid skal så langt med det færdige produkt, som er lavet til at kunne transporteres ved samme temperatur så man undgår for mange omkørsler mv.

Royal Unibrew tager denne del meget alvorligt, og udarbejder derfor også en årlig CSR-rapport som en del af deres årsrapport. Rapporten indeholder alt fra sociale forpligtelser til miljø og klima. I denne kan man se at Royal Unibrew arbejder på at nedsætte deres Co2. aftryk (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 64).

4.4.1.2 Produktionen

Produktionen er hele humlen i Royal-Unibrew Det er her de indkøbte materialer bliver forarbejdet og lavet til de færdige produkter, som så er klar til at blive distribueret og solgt rundt om i verdenen, hvis ikke produktionen leverer eller er med på noderne med f.eks. teknologiske hjælpemidler til indkøb, produktion og distribution, vil det uden tvivl kunne ses på bundlinjen.

4.4.1.3 Markedsføring & salg

Marketing og salg er en vigtig del af Royal Unibrew, også så meget at der i 2022 blev brugt DKK 711 alene på markedsføring og salgs omkostninger (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 128), men dette er ikke alene nok, Royal unibrew arbejder i særdeleshed også på at

medarbejdere og leverandører er ambassadører for virksomheden (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 87). Og her arbejde man altså på at man vil være en god arbejdsplads, hvor folk er i mange år, grundet sikkert miljø og en god kultur. Dette kan også give et negativt tryk i den korte økonomi, i takt med stigende personaleomkostninger og lønninger, men vil kunne give et stort afkast i omsætning både på kort og lang sigt, hvis det lykkedes. En stor del af salget får til detailbranchen, hvor det derfor også må forventes at mange af omkostninger går til.

Udover salget, benytter Royal Unibrew sig også af sponsorater som en del af deres strategi til at få folk til at associerer Royal Unibrew med fællesskab og sport. Heriblandt kan nævnes flere superligaklubber, Fredagsrock i tivoli, Dana-cup, AKKC og diverse festivaler (Royal unibrew, 2023). Men Royal Unibrew har også deres eget, nemlig konceptet Tak Rock som med i hele landet, er med til at få upcoming artister ud og optræde for at højne fællesskabet og styrke fællesskabet (Royal Beer , 2023).

4.4.1.4 Service efter salg

Service efter salg, skal være med til at bidrage til at sikre at værdien på Royal Unibrews produkter bliver vedligeholdt både for nye og eksisterende kunder, kunder findes hovedsageligt i dagligvarebutikkerne, men også i restaurations- og kulturbranchen. Der er i branchen ikke nogen særlige servicegarantier eller særlige vedligeholdelser som eks. Garantier på fjernsyn. Og dette gør at Royal Unibrew har mulighed for at koncentrerer sig om produkterne og fremtidige produkter. Men også at koncentrerer sig om at leverer god kundepleje, For eksempel ved at opretholde kundesupport og reparations service.

4.4.1.5 Menneskelige ressourcer og Human Resource Management

De menneskelige ressourcer omhandler blandt andet aktiviteter i forbindelse med rekruttering, uddannelse, udvikling, motivering og belønning af medarbejdere.

Royal Unibrew har omkring 2.500 ansatte i hele verdenen (Unibrew, Royal, 2023) men kan også se at der igennem årene har været et frivilligt frafald af medarbejdere, og særligt under Covid-19, hvor mange skiftede job (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 89).

Royal Unibrew arbejder med at opbygge viden i virksomheden, det kan ses i den måde Royal Unibrew har indført udviklingsprogram for deres ansatte, for at udvikle både dem, men også virksomheden (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 89).

4.4.1.6 Produkt- og teknologiudvikling

Dette omhandler de støtteaktiviteter der skal til for at være med på øverste hylde og sikre hurtig og effektiv produktion, det vil omfatte alt fra forskning i brygninger, IT-processer til innovation af nye produkter. Royal Unibrew beskriver selv denne proces som yderst vigtigt og involverer blandt andet et nyt IT-system, og fokus på at holde fokus rettet mod de nye trends på markedet som forbrugerne vil have (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 4).

4.4.1.7 Indkøb og forsyninger

Omhandler de støtteaktiviteter der vedr. indkøb af råvarer m.m. fra leverandører og her ser Royal Unibrew den stigende inflation af el-og råvarepriser som følge af Covid-19 og Krigen mellem Rusland og Ukraine som en fortsat fare mod deres forsyningskæder, som i værste fald kan give længere leveringstider og knaphed i ressourcer (Royal Unibrew, Annual report , 2022, pp. 3-4).

4.4.1.8 Virksomhedens infrastruktur

Royal Unibrews infrastruktur antages for at den store paraply, og indeholder blandt andet evnen til at styre; processer, kvalitet, mennesker, personale m.m. men omhandler også den finansielle styrke, derfor vil der i afsnittet nedenunder blive beskrevet mere om den finansielle stilling.

4.4.2 Kritik af porters værdikæde

Modellens svage punkt er, at modellen kun ser på de allerede eksisterende værdier i kæden, og giver et øjebliksbillede af selskabets/organisationens værditilførsel. Hvis man ønsker at udvikle områder, er det altså nødvendigt at se ud over disse, for at skabe nye værdiskabende aktiviteter.

Modellen er udviklet af Porter i 1985 og er derfor tænkt ind i dens tid industriforståelse og som har afdelinger som produktion, indkøb, salg, administration osv. Derfor er modellen muligvis svær at bruge for mindre virksomheder og servicevirksomheder, som ikke har denne logistiske opbygning.

4.4.3 Delkonklusion

Grundlæggende har man 2 muligheder for at effektiviserer sin værdikæde, Royal Unibrew gør begge dele men har størst fokus på at øge værdien:

1. Reducerer omkostningerne for de enkelte led i kæden.
2. Øge den værdi de enkelte led i kæden giver kunder.

Det kan konkluderes at Royal Unibrew har en stærk værdikæde, der har stor fokus på at effektivisere og optimerer deres processer indenfor teknologi og produktion og deres produktportefølje, som stadig bliver udviklet og udbygget gradvist.

Deres sponsorater og kampagner giver dem en god og solid kontakt til leverandører og kunder og igennem deres medarbejdere og tiltag som kurser m.m. skaber de en værdi for både medarbejdere, men også for deres kunder.

Det kan endvidere konkluderes at Royal Unibrew A/S arbejder på begge muligheder for at effektiviserer værdikæden, men det at reducerer omkostningerne til de enkelte led i kæden, er det område hvor Royal Unibrew A/S har nemmest ved selv at kontrollerer vejen derhen, da de selv har fingeren med i det økonomiske puslespil. Hvorimod det er sværere for dem at bestemme over hvad deres kunder vil have, i hvert fald direkte, at der alligevel kan pålægges noget værdi i de enkelte led. Typisk er det, at tilføje værdi til et led i værdikæden, svært hvis det ikke må påvirke omkostningerne.

5 SWOT/TOWS

SWOT-modellen (Kousholt, 2021, p. 216) kan benyttes som et værktøj til at opsamle den interne og den eksterne analyse. Den er endvidere også med til at opsummerer konkurrencesituationen og den ledelsesmæssige strategiske situation.

SWOT-modellen er skabt af 4 underliggende punkter

- Strength (styrker).
- Weakness (Svagheder).
- Opportunities (muligheder).
- Threats (Trusler).

OT (Muligheder og trusler) beskriver de eksterne faktorer, mens SW (styrker og svagheder) beskriver de interne faktorer.

SWOT-modellen er god som opsamlingsværktøj, og er god til at skabe et overblik, men modellen er ikke et værktøj der skal benyttes alene eller som analyseværktøj, men udelukkende som opsamling.

5.1 Analyse

Interne forhold	
Styrker (S):	Svagheder (W):
• Veletableret • Stærk økonomi • Akkvisitiv vækst • Velkendt brand • Innovationsfokuseret • Tæt samarbejde med både leverandører og kunder • God arbejdskultur	• Direkte konkurrenter • Ikke markedsleder • Lille aktør globalt • Forhandlingskraft fra de store kunder
Eksterne forhold	
Muligheder (O):	Trusler (T):
• Muligheder for vækst i markedet • Stigende købekraft • Organisk vækst • Megatrends • Markedstrends	• Stramning af lovgivning • Rusland/Ukraine- konflikt • Nye teknologier • Stigende råvarepriser • Inflation • Stigende konkurrence • Megatrends • Markedstrends

Figur 12 - SWOT-model - egen tilvirkning

5.1.1 Styrker

Når der tages udgangspunkt i de styrker Royal Unibrew besidder, er der ingen der kommer udenom at der er tale om et veletableret brand.

De fleste har enten hørt om faxe-kondi eller Royal øl m.m. som benævnes i afsnit 2.1 og Royal Unibrew har hele tiden fokus på at udvikle og innoverer deres produkter og deres produktionstilgang for at kunne tilpasse sig markedet og markedets trends. Netop dette sker i samarbejde med både leverandører og kunder, for ved Royal Unibrew hvad kunderne vil have, kan de hele tiden være med på beatet i forhold til at udvikle på markedet og reagerer på de trends der nu måtte tilkomme, som eksempelvis Co2-nedsætning i emballage eller mindre alkohol men bedre smag, derfor køb af specialøl. Derfor arbejder Royal Unibrew også på både organisk og akkvisitiv vækst. Altså organisk vækst i form af rent salg af produkter og akkvisitiv vækst i form af opkøb. Dette sker både for at skabe Omsætning, men også for at påvirke indtjening som ikke er direkte afhængig af.

5.1.2 Svagheder

Svaghederne for Royal Unibrew udgør at de opererer på et marked som, hvis man tager dem som en global aktør, så er Royal Unibrew forholdsvis lille. Men ser man dem på det danske marked, er de nærmeste konkurrenter Harboe og Carlsberg Danmark.

Carlsberg Danmark, er som nævnt i afsnit 3.2.1.3 den helt store spiller målt på omsætning, og derfor svær for Royal Unibrew at konkurrere direkte med, hvor imod Harboe lægger sig mere som direkte konkurrent.

5.1.3 Muligheder

Tager man et kik på mulighederne i markedet, så er der altså muligheder for at tage markedsandele, og for at lave organisk vækst. Men det handler også om hvilke megatrends og markedstrends der er på markedet, som nævnt i afsnit 3.1.1.3 Tendenser som folkesundhed og alkoholtendenser er blot nogle af de trends der for Royal Unibrew er en mulighed for at udvikle sig på og være med til at sætte standarden på.

5.1.4 Trusler

Endvidere er der også trusler for Royal Unibrew, som nævnt i 3.1.1.1 kan en stigende afgift og eller stramning af markedsføringsloven være med til at påvirke både omsætning og

bundlinjen og dermed også presse Royal Unibrew til at tænke alternativt og kreative i deres tankegang og produktudvikling.

Som nævnt i afsnit 4.1.3 er markedstender og megatrends en mulighed for Royal Unibrew at udvide produktlinje, men det kan også være en trussel tager man som eksempel folkesundhed og alkoholtendenser altså være med til at sætte dagsordenen for hvad Royal Unibrew skal have fokus på, og er de ikke dygtige nok til at korrigere på det marked og på de teknologier der skal til for at kunne udvikle branchen og produktionen, så kan det altså betyde at kunderne vælger andre produkter frem for Royal Unibrew.

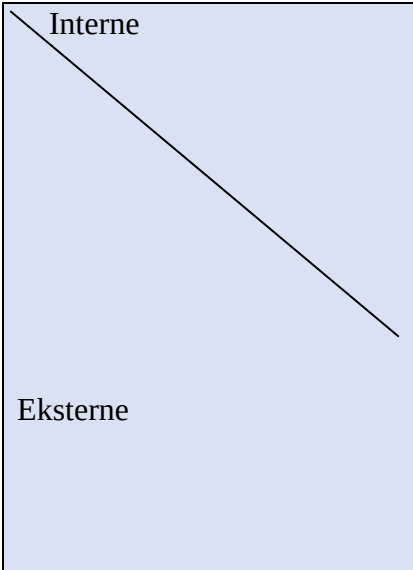
Dernæst er det også vigtigt at de i takt med den stigende konkurrence fra både Carlsberg og Harboe, at de sikre sig at deres indkøb af råvarer til forarbejdningsprocessen, med den målsætning at levere det bedste produkt og med den bedst mulige indtjening. Denne proces kan blive truet af inflation og stigende råvarepriser.

5.2 Kritik af SWOT-modellen

Man ser oftest at man ved brugen af SWOT- analysen blander både eksterne og interne analyser sammen, hvilket gør det svært at bruge modellen rigtigt, den kan derfor hurtigt komme til at virke overfladisk også fordi at der typisk benyttes punktform i modellen og der derfor ikke bliver underbygget nok. Det er derfor vigtigt at huske at en SWOT-analyse ikke kan stå alene

5.3 TOWS

TOWS- analyse (Lægaard & Vest, 2016, p. 297) tager sit udgangspunkt i SWOT for at finde den brændende platform eller platforme og dernæst kan bruges til identificere de områder der skal ageres på med det samme og hvilke der eventuelt godt kan vente, da de ikke er faretruende for virksomheden. Hovedformålet med TOWS er derfor at reducerer trusler, udnytte muligheder, udnytte styrker og reducerer svagheder.

Interne  Eksterne	Styrker (S) • Veletableret • Stærk økonomi • Akkvisitiv vækst • Velkendt brand • Innovationsfokuseret • Tæt samarbejde med både leverandører og kunder • God arbejdskultur	Svagheder (W): • Direkte konkurrenter • Ikke markedsleder • Lille aktør globalt • Forhandlingskraft fra de store kunder
• Muligheder (O): • Muligheder for vækst i markedet • Stigende købekraft • Organisk vækst • Megatrends • Markedstrends	• Maxi-Maxi (S+O) • Akkvisitiv vækst + mulighed for vækst i markedet • Velkendt brand + Organisk vækst • Samarbejde + megatrends/markedstrends • Arbejdskultur + megatrends	• Mini-Maxi (W+O) • Direkte konkurrenter + organisk vækst • Ikke markedsleder + mulighed for vækst på markedet • Lille aktør på det globale marked + muligheder for vækst i markedet • Forhandlingskraft + Organisk vækst
• Trusler (T): • Muligheder for vækst i markedet • Stigende købekraft • Organisk vækst • Megatrends • Markedstrends	• Maxi-mini (S+T) • Samarbejde + Megatrends • Veletableret + Megatrends • Velkendt brand + Megatrends	• Mini-Mini (W+T) • Direkte konkurrenter + Mulighed for vækst i markedet • Direkte konkurrenter + Organisk vækst • Ikke markedsleder + Markedstrends

Figur 13 - TOWS-analyse - egen tilvirkning

5.4 Delkonklusion

Det kan konkluderes at der for Royal Unibrew vil være muligheder for at etablere sig endnu stærkere på markedet, hvis de udnytter nogle af de platforme der er kommet frem ved hjælp af TOWS-analysen. Det vil derfor være oplagt at tage fat i den side der hedder Mini.Maxi (W+O) og Mini-Mini (W+T), det er typisk disse der er behov for at tage fat på med det samme, hvor imod at man godt kan blive ved med det man gør godt i Maxi-Maxi (S+O) og Maxi-mini (S+T). Tager man eksempelvis Mini.Maxi (W+O) kan man udnytte nogle af de eksterne muligheder med de svagheder man har internt. Dette kunne eksempelvis være for at skabe vækst på det globale marked, at man valgte at have fokus på de markedstrends der måtte findes på det globale marked.

5.5 Kritik af TOWS-analysen

TOWS-analysen er et godt værktøj til at videreudvikle SWOT-modellen og dermed få indikationer om hvilke strategiske tiltag man kan tage fat på først og hvilke man godt kan lade vente. Dog er den meget udsat for fejlinformation, da den tager sit udspring i SWOT-modellen. Så har man lavet en fejl der vil det altså påvirke TOWS-analysen.

Endvidere er TOWS et meget firkantet værktøj som fokuserer meget på positiv og negativ side. I virkeligheden er verden ikke så firkantet og man kan ikke altid sætte tingene i bås og sige at det her skal man have fokus på.

6 Regnskabsanalyse

I følgende analyse vil Royal Unibrews regnskabstal blive analyseret for de seneste fem års regnskaber (2018, 2019, 2020, 2021 og 2022). Dette gør vi for at fastlægge Royal Unibrews udvikling, deres finansielle stilling og et fremtidigt budget. Sammen med regnskabstallene og den strategiske analyse danner vi nemlig et solidt fundament for budgetlægningen, som skal anvendes til værdiansættelsen.

Der har i løbet af gennemgangen af årsrapporterne været difference i regnskabstallene. I årsrapporterne hvor der har været en difference, har vi taget den nyeste årsrapports tal, da det vurderes at ændringerne er evt. konstateret fejl vedr. tidligere års regnskab.

Royal Unibrew følger kalenderåret i forbindelse med regnskabsafslutning, hvorfor det seneste årsregnskab er for 2022. Analysen vil komme ind på en profitabilitetsanalyse, finansiering og

self-sustainable growth rate. Der er anvendt gennemsnitsbalancetal til analysen, da det vurderes at give det mest retvisende billede over et helt år. Vi har udarbejdet en resultatopgørelse til analyseformål og lavet et managerial balance sheet. Hertil har vi lavet en specifikation af arbejdskapitalen og netcapex. Der er desuden lavet en analyse, hvor vi sammenligner Royal Unibrew i forhold til konkurrenterne.

6.1 Regnskabstal

Til behandling af regnskabsanalysen, er der blevet ændret i præsentationen af tallene i resultatopgørelsen, Dette gøres grundet afskrivningerne var fordelt på flere poster i resultatopgørelsen hvorfor de ikke kunne bruges direkte. Dette umuliggjorde udarbejdelse af EBITDA tallene, da den ellers ville gå direkte til EBIT. Endvidere benyttes afskrivningerne til at kalkulere netcapex og dennes udvikling, hvorfor det derfor har været nødvendigt at have afskrivningerne separat, dette er blevet gjort ud fra noten som viser fordelingen af afskrivningerne, i 2022 regnskabet er det note 7. Denne kan dog variere år for år.

Ud fra noterne, er der blevet udtrukket data fra de pågældende poster og dernæst lagt sammen i den særskilte linje mellem EBITDA og EBIT.

Som beskrevet i metoden vil der blive kikket på årene 2018, 2019, 2020, 2021 og 2022.

År 2017 er med for at kunne benyttes senere hen som gennemsnitberegner til nøgletal, og for at kunne beregne Netcapex korrekt.

Resultatopgørelse til analyse						
m.DKK	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Omsætning	6.384	7.298	7.692	7.315	8.746	11.487
- Vareforbrug	2.892	3.298	3.435	3.428	4.309	6.395
Dækningsbidrag	3.492	4.000	4.257	3.887	4.437	5.092
- Salgs- og distributionsomk.	1.872	2.032	2.119	1.698	2.022	2.680
- Administrationsomkomk.	258	294	324	328	395	415
EBITDA	1.362	1.673	1.814	1.861	2.020	1.997
- Afskrivninger	293	334	345	346	368	481
EBIT	1.069	1.339	1.469	1.515	1.652	1.516
EBIT%	16,70	18,40	19,10	20,70	18,90	13,20
- Nettofinansieringsomkostninger	13	11	11	10	5	-269
Resultat før skat	1.056	1.328	1.458	1.505	1.647	1.785
- Skat	225	288	318	307	349	294
Resultat efter skat	831	1.040	1.140	1.198	1.298	1.491

Figur 14- Resultatopgørelse til analyse - egen tilvirkning

Managerial Balance sheet						
m.DKK	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Likvider	685	145	72	81	86	214
Arbejdskapital (WCR)	-1.349	-1.334	-1.322	-1.481	-1.875	-1.790
Anlægsaktiver	5.121	6.774	7.163	7.015	8.771	11.416
Invested Capital	4.457	5.585	5.913	5.615	6.982	9.840
Kortfristet gæld	404	112	652	159	642	996
Langfristet gæld	1.239	2.565	2.154	2.124	2.998	3.686
Egenkapital	2.814	2.908	3.107	3.332	3.342	5.158
Capital Employed	4.457	5.585	5.913	5.615	6.982	9.840
Spec af WCR						
+ Debitorer	587	666	736	639	1.188	1.500
- Kreditorer	1.026	975	1.018	1.047	1.721	1.934
+ Lagre	335	440	463	517	780	1.213
+ Periodeafgrænsningsposter	34	36	59	54	89	131
- Øvrig gæld	1.279	1.501	1.562	1.644	2.211	2.700
WCR i alt	-1.349	-1.334	-1.322	-1.481	-1.875	-1.790
Spec. Netcapex						
Anlægsaktiver (ultimo)	5.121	6.774	7.163	7.015	8.771	11.416
- Anlægsaktiver (primo)	5.180	5.121	6.774	7.163	7.015	8.771
+ Afskrivninger	293	334	345	346	368	481
I alt	234	1.987	734	198	2.124	3.126

Figur 15 - Managerial balance sheet - Egen tilvirkning

6.2 Nøgletalsanalyse

Nedenstående analyse af Profitabilitetsanalyse har fokus på forrentning af virksomheden.

Profitabilitet					
Nøgletal	2018	2019	2020	2021	2022
Return on equity (ROE)	36,39%	37,91%	37,21%	38,90%	35,08%
Return on invested capital (ROIC)	26,69%	25,55%	26,28%	26,23%	18,02%
Operating profit margin (EBIT%)	18,36%	19,10%	20,71%	18,89%	13,20%
Capital turnover	1,45	1,34	1,27	1,39	1,37

Figur 16 - Profitabilitetsanalyse - egen tilvirkning

6.2.1 ROE

Return of Equity (ROE) viser, hvor meget ejerne eller aktionærene har opnået af deres forrentning af den indskudte kapital i virksomheden. Og beregnes ved at tage resultat efter skat (EAT) og dividerer med egenkapitalen.

Det ses at i analyseperioden er ROE er steget fra 36,39% i perioden 2018 til 38,90% i 2021.

dette kan henføres til at Resultat før skat, i årene er steget. Endvidere er der fra 38,90% i 2021 et fald til 35,08% i 2022, som hovedsageligt er resultat af de stigende råvarepriser, som produkt af inflationen (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 10). ROE er dog stadig positiv og viser derfor at trods Covid-19 og høj inflation, har Royal Unibrew formået at forrente den indskudte kapital positivt.

6.2.2 ROIC

Return of invested capital (ROIC) viser, virksomhedens evne til at opnå afkast af investeringer, er den positiv over index 1 er der fortjeneste og er den negativ under 1, er der ikke fortjeneste på investeringen og beregnes ved at tage EBIT og dividerer med invested capital. Den investerede kapital ligger primært i bygninger og driftsmidler, hvilket typisk for produktionsvirksomheder som Royal Unibrew vil være høje (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 134).

ROIC er fra 2021 til 2022 faldet fra 26,33% til 18,02% hvilket også kan ses i EBIT% da ROIC bliver påvirket af EBIT%.

6.2.3 Ebit%

Operating profit margin (EBIT%) er forholdet mellem EBIT og omsætningen, hvilket udtrykker at nøgletallet kan beskrive udviklingen i resultatopgørelsen, dette nøgletal er også med til at beskrive udviklingen i ROIC, da man kan se at fra 2018 til 2020 har de Royal Unibrew været dygtige til at generere overskud, men samtidig holde omkostningerne nede da den er steg fra 18,36% i 2018 til 20,70% i 2020. Det ses dog også at den fra 18,89% i 2020 er faldet til 13,20% i 2022. Hvorfor det er tydeligt at se at der er udefra stående faktorer der påvirker EBIT%, her tænkes særligt på Covid-19 og konflikten mellem Rusland og Ukraine.

6.2.4 Capital Turnover

Capital Turnover viser forholdet mellem omsætningen og den investerede kapital og viser hvor mange gang man omsætter den investerede kapital. Og beregnes ved at tage omsætningen og dividerer invested Capital. Som det ses, var der i analyseperioden et fald fra 1,45 i 2018 til 1,37 i 2022, hvilket kan henføres til, at der i 2020 var et fald i omsætningen, på trods

af dette, er det lykkedes for Royal Unibrew at generer større omsætning alle årene, undtagen i 2020 som også kan ses på Capital turnover (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 10).

6.2.5 Udvikling i WCR

Finansiering	2018	2019	2020	2021	2022
NLF	-1.301,00	-1.902,00	-1.559,00	-2.431,00	-2.572,00
NSF	-33,00	580,00	78,00	556,00	782,00
Liquidity ratio	97,53%	143,87%	105,27%	129,65%	143,69%
Self-sustainable growth rate				17,50%	17,89%
Udvikling i oms.				19,56%	31,34%

Figur 17 - Udvikling i WCR - egen tilvirkning

I forlængelse af nøgletalsanalysen, er det relevant at tage et kikk på Royal Unibrews likviditetsmæssige udvikling og finansiering. I ovenstående tabel, er der undersøgt hvordan finansieringen af arbejdskapitalen (WCR) er finansieret.

Derfor er det undersøgt hvordan Royal Unibrews matching mellem langfristede og kortfristede finansiering, de to første tal der undersøgt er Net long term financing (NLF) og Net short term financing (NSF) Disse er med til at forklarer hvor meget der er kortfristet og langfristet finansieret (Hawanini & Viallet, 2022). Det er værd at bemærke at i 2018 er NSF negativ, hvilket betyder at WCR er finansieret langfristet og at noget af den kortfristede del også er finansieret af den langfristede del. Derfor er der altså ikke matching mellem finansieringen i 2018.

Ser man overordnet på Royal Unibrews finansiering strategi er der alt andet lige matching mellem kort og langfristet del, og som udgangspunkt også en god og til dels sikker strategi, man kører altså politikken med at langfristede investeringer, betales af langfristet finansiering og kortfristede investeringer med kortfristet gæld (Hawanini & Viallet, 2022, p. 161).

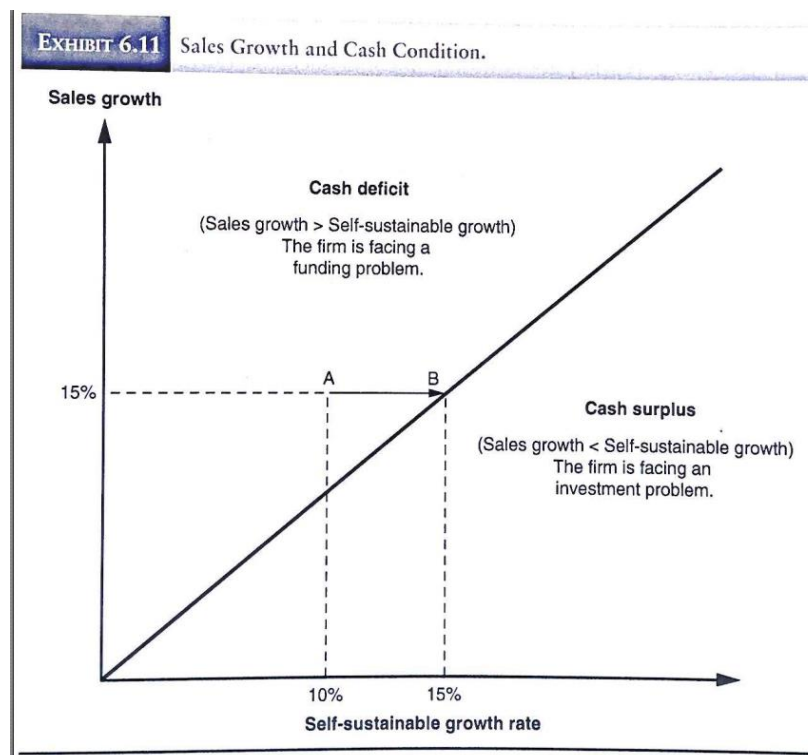
Dog er det heller ikke den eneste, der nævnes udover matching strategien Hawanini og Viallet, yderligere to andre strategier. Den objektive og den Aggressive strategi, den objektive strategi omhandler at man har en stor del som langfristet finansiering og tager en portion af den kortfristede finansiering og finansierer langfristet. Dette betyder at man har et større likvid tilføring, som kan dække uforudsete udgifter. Denne strategi gør dog også at man typisk har negativ kortfristet finansiering.

Den aggressive strategi tager virksomheden en større risiko og anvender kortfristet gæld til at finansiere langfristede investeringer (Hawanini & Viallet, 2022, pp. 175-177).

Noget kunne tyde på, at man i 2018 har benyttet sig af den objektive strategi, men har fundet ud af at man hellere ville benytte sig af matching strategien. Liquidity Ratio beskriver, hvor meget af WCR der er udgjort af NLF. Her ligger Royal Unibrew mellem 97,53-143,69%, dette beskriver hvor stor en procentdel, der er finansieret af langfristet finansiering og fortæller også, at Royal Unibrew er vel finansieret.

6.2.6 Self-sustainable growth rate (SGR)

I ovenstående figur (WCR finansiering) er der beregnet Royal Unibrews Self-sustainable growth rate, dette er et udtryk for hvor meget Royal Unibrews omsætning maksimalt kan stige med såfremt alt er status quo i forhold til drift politik, kapitalstruktur og udbyttepolitik (Hawanini & Viallet, 2022, p. 213). Som er beskrevet i figuren nedenfor, kan der altså være problemer, hvis omsætningen ikke følger udviklingen i SGR og potentielt kan stå overfor et finansieringsproblem (Hawanini & Viallet, 2022, pp. 213-214).



Figur 18 - Self-sustainable growth rate (SGR) (Hawanini & Viallet, 2022)

Som det fremgår af figur 16 (WCR finansiering), så er der overensstemmelse mellem 2021 og 2022 her er udviklingen 31,34% og SGR er 17,89% dette betyder, at omsætningsvæksten er højere end SGR og der alt andet lige ikke bliver et finansieringsproblem. Dette ville ske hvis omsætningsvæksten er mindre end SGR.

6.2.7 Cash to cash period

For at undersøge arbejdskapitalen og dennes udvikling Vil der blive undersøgt udvikling i Cash-to-cash period. Det er derfor nødvendigt at beregne Collection period, turnover period og payment period.

Disse indgår i Cash-to-Cash som dækker over hvor lang tid der går fra Royal Unibrew har betalt deres kreditorer til de selv for betaling fra deres debitorer.

I nedenstående figur 16, er der for at gøre det mere overskueligt forklaring på hvilke tal der er brugt til hvilke formler. Tallene der er brugt som eksempel er for 2022. eksempelvis er der i udregningen af collections days brugt følgende:

$$\text{Debitorer}/(\text{omsætning i dage}) = 1500/(11.487/365)$$

Der er for at få inventory i dage ganget op med 365 dage.

For Payment period, er der trukket personaleomkostninger fra produktionsomkostninger/vare forbruget på 6.395 mio. kr. der er altså taget for 2022 710 mio kr. ud som vedrører personaleomkostninger som løn m.m. Tallene er fundet i regnskaberne for de respektive år og er angivet i mio.kr.

- 2018 = 1.089 (s. 102 i 2019 regnskabet)
- 2019 = 1.160 (s. 97 i 2020 regnskabet)
- 2020 = 1.183 (s. 97 i 2020 regnskabet)
- 2021 = 666 (s. 158 i 2022 regnskabet)
- 2022 = 710 (s. 158 i 2022 regnskabet)

Dette gøres for at give et mere præcist billede af payment period.

Dykker man ned i tallene i figur 18 kan man se, at Royal Unibrews Collections Days er steget fra 33.31 dage i 2018 til 47,66 dage i 2022. Tallet afspejler at Royal Unibrew igennem årene, har givet deres debitorer 14,35 dage mere til at betale deres regning, dette kan også ses på inventory days, som viser hvor hurtigt, Royal Unibrew er til at få tømt deres lagre igen. Her er

de altså gået fra at få solgt deres lager 7,5 gang eller 1 gang hver 48,70'ende dag til at få solgt deres lager 5,27 gang eller 1 gang hver 69,23'ende dag.

Til sidst er der Payment Period, som er et udtryk for hvor lang tid Royal Unibrew er om at betale deres kreditorer, her ses det Er der fra 2018 til 2020 er en stigning og fra 2020 til 2022 er et fald i dage til betaling af kreditorer.

Det betyder altså at ser man over hele perioden er de blevet hurtigere til at betale deres egne regninger, og langsommere til at få betaling for deres varer.

Dette afspejler sig også tydeligt i Cash-to-Cash period, som viser at der i 2020 og 2021 har været foranstaltninger der har påvirket negativt, og der er ikke nogen tvivl om at Covid-19 har haft en betydning for denne udvikling.

Der var mange virksomheder, der under Covid-19 forsøgte at få så lang tid til at betale som muligt. Og få så meget ind som muligt, hvilket også afspejler sig i at Royal er blevet langsommere til at få penge ind, altså har de forlænget deres betingelser, og de er blevet hurtigere til at betale hvilket betyder at leverandører har været afhængig af at få penge fra Royal Unibrew.

Cash-to-Cash period	2018	2019	2020	2021	2022
Average collection period = accounts receivable/average daily sales					
Average collection period = $1.500 / (11.487 / 365)$					
Average collection period =	33,31	34,92	31,88	49,58	47,66
Inventory turnover = COGS/lager					
Inventory turnover = $6.395 / 1.213$					
Inventory turnover =	7,50	7,42	6,63	5,52	5,27
Inventory turnover i dage	48,70	49,20	55,05	66,07	69,23
Average payment period = accounts payable/average daily purchases					
Average payment period = $1.934 / (((6.395 - 710) + (1.213 - 780)) / 365)$					
Average payment period =	153,79	161,69	166,23	160,82	115,38
Cash-to cash periode = average collection period + inventory turnover - average payment period					
Cash-to-Cash period	-71,79	-77,57	-79,29	-45,17	1,51

Figur 19 - Cash-to-cash - egen tilvirkning

6.2.8 Frit cash flow

Som udbygning til Cash-to-Cash beregning, ville det være interessant at tage et blik på det frie cash flow, dette vil kunne give et dybere indblik og besvare om Royal Unibrew rent

faktisk har haft succes med at have kortere kredittid hos kreditorerne og længere kredittid for deres egne kunder.

Frit Cash Flow					
mio. dkk	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	1.340	1.469	1.515	1.652	1.516
Skatteprocent	22%	22%	22%	22%	22%
+ Afskrivninger	334	345	346	368	481
- delta WCR	15	12	-159	-394	85
- NET Capex	1.987	734	198	2.124	3.126
I alt	-623	745	1.489	-73	-1.548

Figur 20 - Frit Cash Flow - egen tilvirkning

I figuren ovenfor er udregningen af det frie cash flow vist, det frie cash flow, er det flow der tilbage til virksomhedens investorer, som i Royal Unibrews tilfælde er aktionærer og långivere.

Det er altså det der bliver genereret i invested Capital, det betyder også at formelen ikke bliver påvirket af hvilken form for gæld der er tale om, deraf det frie cash flow formelen er upåvirket af om det er fuldstændig egenkapital eller udelukkende gæld.

Formlen for det frie cash flow kan skrives således.

$$EBIT \cdot (1 - \text{skattesatsen}) + \text{afskrivninger} - \text{Delta WCR} - \text{netcapex}$$

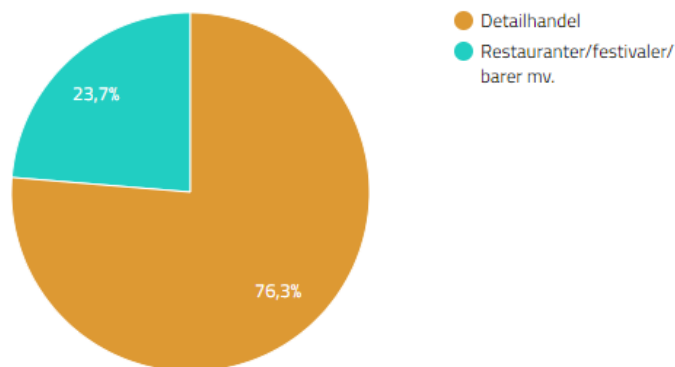
Det frie cash flow har i analyseperioden svunget meget over tid, dette kan beskrives af to faktorer; Delta WCR og NetCapex. Delta WCR er i 2020 og 2021 negativt, det skal dog tages med at når der er negativ delta WCR er det faktisk positivt, det betyder nemlig at arbejdskapitalen er forbedret likviditetsmæssigt og derfor lægger man den altså til. Den store karrusel skal findes i NetCapex, som er den post der svinger allermest fra år til år. NetCapex viser og beskriver de investeringer som Royal Unibrew foretager sig, dette ses også tydeligt i årene 2021 og år 2022, hvor der er blevet investeret mere, end der er i de forgangene år. Det antages at der hovedsageligt at foretaget investeringer i andre selskaber, da afskrivninger forholder sig på et nogenlunde niveau hen over analyseperioden, dog kan det ikke frasiges at der i 2022 er blevet investeret i produktionsanlæg eller lignende (Fødevarewatch.dk, 2022).

Det er normalt et skidt tegn at en virksomhed har negativ cash flow og vil normalt også betyde at virksomheden ikke står økonomisk stærkt, men her er det et udtryk for at der investeres i fremtiden og der kan refereres tilbage til Liquidity ratio, som er med til at indikerer, at Royal Unibrew driver en fornuftigt likvid daglig forretning.

6.3 Konkurrentanalyse

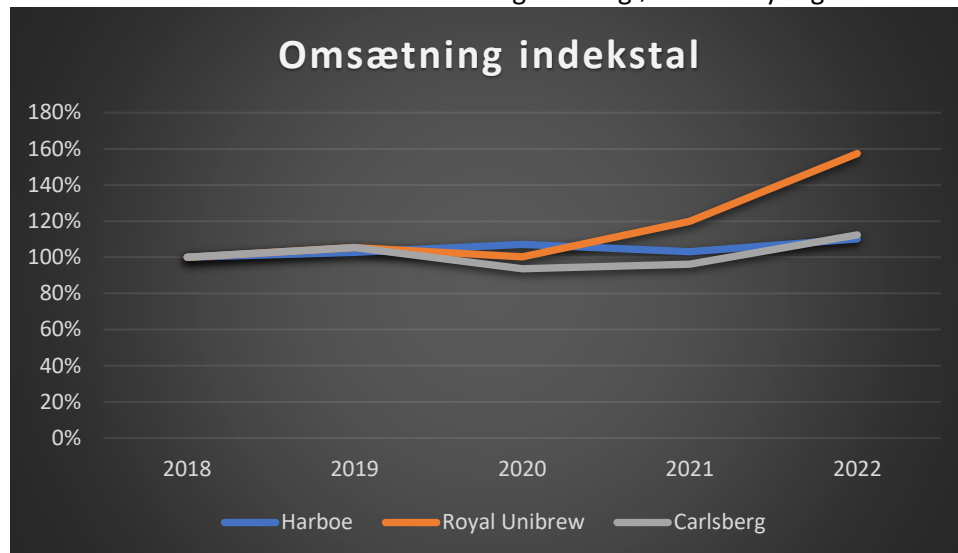
Konkurrencen i bryggeribranchen bliver højere og højere, år for år, hvor flere og flere bryggerier starter op i Danmark. For blot 10 år siden var der 128 bryggerier, hvor antallet af bryggerier i 2022 er vokset til mere end det dobbelte, nemlig hele 261 bryggerier (Bryggeriforeningen, 2023).

Der vil igennem konkurrentanalysen blive givet et indblik i, hvordan Royal Unibrew klarer sig i forhold til sine konkurrenter. Her vil der blive taget udgangspunkt i konkurrenterne Carlsberg og Harboes Bryggeri. Konkurrenterne er valgt ud fra deres størrelse på det danske marked. Hvordan Royal Unibrew klarer sig i forhold til konkurrenterne, vil spille ind i budgetteringen og værdiansættelsen for virksomheden senere. Det er dog vigtigt at pointere, at Carlsberg er den umiddelbare konkurrent til Royal Unibrew, da de både beskæftiger sig med salg til detailbranchen og restauranter/festivaler/barer mv. Her beskæftiger Harboes Bryggeri sig kun med salg til detailbranchen. Vi har dog taget Harboes Bryggeri med i vores konkurrentanalyse grundet deres størrelse på markedet. I nedenstående figur fremgår det, hvordan ølsalget er fordelt i Danmark.



Figur 21- Ølsalg fordelt på salgssteder - Bryggeriforeningen.dk

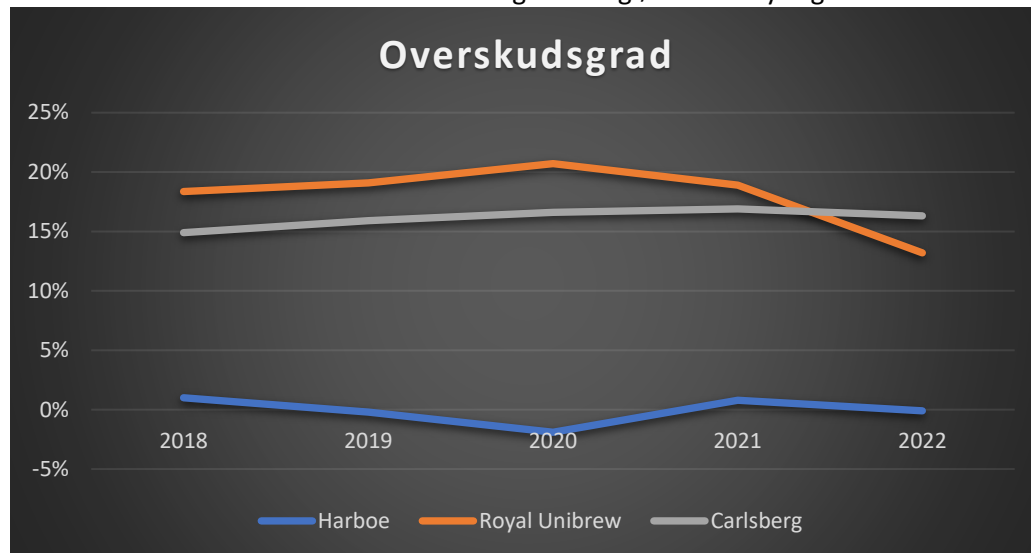
Der kan altså ud fra figuren konkluderes, at Harboes Bryggeri går glip af 23,7% af markedet. Harboes Bryggeri, Carlsberg og Royal Unibrew følger ikke alle den samme regnskabsperiode. Vi har derfor benyttet os af regnskabstal for 2022 og de fire tidligere regnskaber vedr. Carlsberg og Royal Unibrew, hvor vi har taget 2021/22 for Harboes Bryggeri og de fire tidligere regnskaber (afslutning 30/04). Dette har vi gjort for at have de nyeste/mest relevante tal som muligt. Harboes Bryggeri vil derfor for nedenstående figurer figurere med år "2022", når vi anvender deres 2021/22 regnskab.



Omsætning indekstal	2018	2019	2020	2021	2022
Harboe	100%	103%	107%	103%	110%
Royal Unibrew	100%	105%	100%	120%	157%
Carlsberg	100%	105%	94%	96%	112%

Figur 22 - Omsætning indekstal - egen tilvirkning

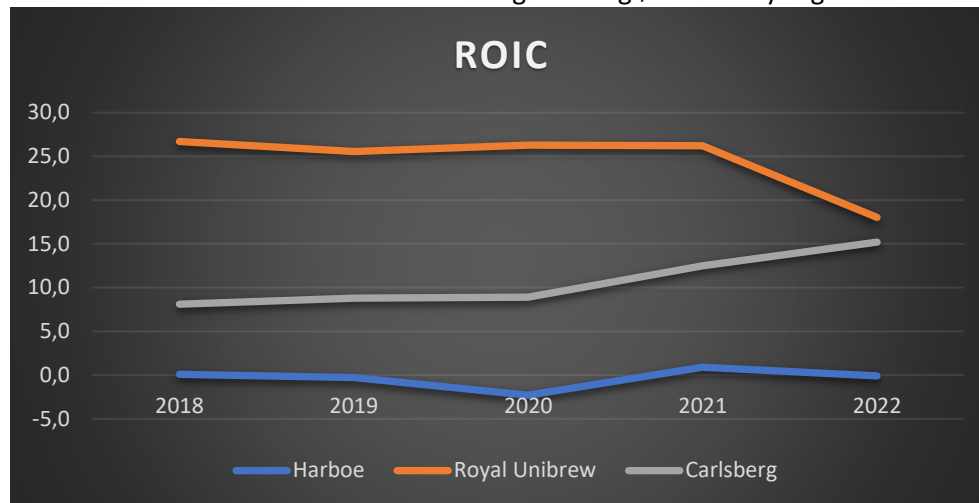
Ovenstående figur tager udgangspunkt i figur 6 under punkt 3.2.1.3. Det ses i ovenstående tabel/figur, at alle virksomhederne har haft vækst i sammenligningsperioden, hvor de alle havde et fald i omsætningen i år 2020. Dette skyldes hovedsageligt Covid-19, hvor Carlsberg blev hårdest ramt. Harboe kom relativt godt igennem 2020, hvilket skal ses i lyset af, at Harboe ikke har været påvirket på samme måde af Covid-19. Dette skyldes som ovennævnt, at Harboe har deres salg til detailbranchen, hvor Carlsberg og Royal Unibrew også har til restauranter osv. Dette har også betydet, at Carlsberg og Royal Unibrew har været hårdere påvirket af de nedlukninger, der har været i denne periode. Ovenstående tabel/figur viser desuden også, at Royal Unibrew har været den virksomhed, der har været bedst til at vækste i forhold til konkurrenterne. Dette får stor betydning, for den kommende budget/ værdiansættelse, når Royal Unibrew skal sammenlignes med væksten i bryggeribranchen.



Overskudsgrad	2018	2019	2020	2021	2022
Harboe	1%	-0,20%	-1,90%	0,80%	-0,10%
Royal Unibrew	18,36%	19,10%	20,71%	18,89%	13,20%
Carlsberg	14,90%	15,90%	16,60%	16,90%	16,30%

Figur 23 - Overskudsgrad - egen tilvirkning

Når man kommer til overskudsgraden, så er der også stor forskel på de tre selskaber, hvor især Harboe skælder sig ud. Harboe har igennem en længere årgang haft svært ved at skabe overskud, hvorimod Carlsberg og Royal Unibrew har haft mere held med dette. Dette kunne blandt andet komme fra stordriftsfordele, hvor Carlsberg og Royal Unibrew er en del større end Harboe. Det kan derfor konkluderes, at Carlsberg og Royal Unibrew er langt mere værdiskabende end Harboe. Det ses desuden også, at Royal Unibrew har haft et markant fald i overskudsgraden fra 2021 til 2022, hvilket blandt andet stammer fra de kraftige opkøb, som Royal Unibrew har lavet i slutningen af 2021. Det må derfor kunne forventes, at de tilkøbte selskaber med tiden bliver indarbejdet bedre i virksomheden og på denne måde kommer til at stige i overskudsgrad igen.



ROIC	2018	2019	2020	2021	2022
Harboe	0,1	-0,3	-2,3	0,9	-0,1
Royal Unibrew	26,7	25,6	26,3	26,2	18,0
Carlsberg	8,1	8,8	8,9	12,5	15,2

Figur 24 - ROIC - egen tilvirkning

Return of invested capital (ROIC) viser som tidligere nævnt, virksomhedens evne til at opnå afkast af investeringer, er den positiv (over index 1) er der fortjeneste og er den negativ (under 1), er der ikke fortjeneste på investeringen.

Hvis man gør brug af virksomhedernes egne udregnet nøgletal (ROIC), så skal man være opmærksom på, at virksomhederne kan have vidt forskellige metoder til at udregne ROIC på.

Dette ses også tydeligt ved, at der både i Royal Unibrews og Carlsbergs regnskaber er opgivet to forskellige ROIC værdier (en inkl. Goodwill og en uden) (Frovst, et al., 2018). Royal Unibrew har været bedre end sine konkurrenter til at få noget ud af sine investeringer, dog har de haft et kraftigt fald i ROIC i 2022, hvorimod Carlsberg har haft en stigning, hvorfor de to virksomheder er kommet tættere på hinanden. Derimod kæmper Harboe med at tjene på sine investeringer, hvor de alle årene har ligget under index 1 og derfor ikke tjent på investeringerne. Carlsberg har været stødt stigende hvert år og tjener derfor mere og mere på sine investeringer.

Det store fald i år 2022 for Royal Unibrew, skyldes primært at invested capital er steget markant mere, end EBIT er i året. Her er det især anlægsaktiverne, der er investeret store summer i. Dette er blandt andet sket i slut 2021, hvor Royal Unibrew opkøbte de resterende 75% i norske Hansa Borg Bryggeri for 1,8 milliarder kr., som først blev indregnet i 2022 regnskabet (Fodevarewatch, 2022).

6.4 Delkonklusion

Royal Unibrews har overordnet set, set gode ud indtil der i 2020 og 2021 kom en pandemi i vejen, trods det er det lykkedes for Royal Unibrew at generere positive og fornuftige tal, men måtte se sig slået af inflationen i 2022. Royal Unibrew har en fornuftig likviditet og en god strategi til at finansierer denne, og det er tydeligt at se i det frie cash flow, at der er en plan for fremtiden. Der skal dog også konkluderes at Cash-to-Cash ikke har udviklet sig særligt positivt og Royal Unibrew har formået at forøge deres debitor dage og formindske deres kreditor dage betydeligt, hvilket også vil have en påvirkning.

7 Budgettering

Dette afsnit kommer til at omhandle budgetteringen af Royal Unibrew fremtidige aktiviteter, budgetteringen vil derfor danne grundlag for udarbejdelsen af fiktive opgørelser, der har til formål at opgøre fremtidige poster i regnskabet. For at gøre dette er det derfor vigtigt, at der bliver udarbejdet et budget, her kan discounted cash flow, DCF-modellen, med fordel benyttes. DCF-modellen generer et managerial balance sheet og tager udgangspunkt i nogle af de pointer, der er ført frem i lyset i den strategiske og regnskabsmæssige analyse ovenfor. Altså finansielle og ikke finansielle værdidrivere, endvidere også på observationer fra trends i omverden og i bryggeribranchen.

Når der foretages en budgetlægning, er det oftest ud fra hvor en virksomhed befinder sig, og på hvilket marked virksomheden opererer på, nogle markeder ligger budget 2-3 år af gangen, hvis der er eksempelvis er høj aktivitet og udvikling i branchen. Valg af periode sker på baggrund af mange parametre, herunder, blandt andet konkurrencemæssige fordele, erfaring i branchen, for der er stor forskel på om man nyetableret aktør, eller som Royal Unibrew, der har været på markedet i mange år. Man skal dog også være opmærksom på, at der kan blive stillet krav fra interessenter som eksempelvis långiver m.m.

Budgettet der i dette afsnit bliver udarbejdet, er budgetteret over en 5-årig periode, dette har til grund i at Royal Unibrew befinder sig i et marked hvor der ikke er stor vækst og derfor kun moderat vækst. Samtidig er Royal Unibrew en veletableret aktør og der grundet den oligopolistiske tendens ikke er de store konkurrencemæssige fordele.

På baggrund af ovenstående udarbejdes der et budget der tager afsæt i årene 2023, 2024, 2025, 2026 og 2027, samt tages der et terminal år med, denne medtages for at tage højde for efterfølgende perioder og indregnes med en konstant vækstrate.

7.1 Salg på hovedmarkeder

Royal Unibrew opdeler som tidligere nævnt deres hovedmarkeder i følgende tre markeder:

- Norden
- Vesteuropa
- Øvrige lande

Der er derfor lavet et budget for den forventede omsætning på de givne markeder.

Royal Unibrew har tidligere lavet en anderledes opdeling i deres hovedmarkeder, hvorfor det ikke er muligt at sammenligne hovedmarkedernes omsætning længere tilbage end 2021.

Herunder ses det samlede budget for omsætningen, som vil blive analyseret yderligere på de efterfølgende sider.

m.DKK	2022R	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Norden							
Omsætning	8.943	10.016	10.817	11.575	12.153	12.640	13.019
Budgetteret vækst i %		12%	8%	7%	5%	4%	3%
Vest Europa							
Omsætning	1.353	1.529	1.712	1.866	1.997	2.097	2.181
Budgetteret vækst i %		13%	12%	9%	7%	5%	4%
Øvrige lande							
Omsætning	1.191	1.405	1.616	1.826	2.027	2.169	2.278
Budgetteret vækst i %		18%	15%	13%	11%	7%	5%
Samlet koncern							
Omsætning	11.487	12.950	14.146	15.267	16.178	16.906	17.477
Budgetteret vækst i %		13%	9%	8%	6%	4%	3%

Figur 25 - Budget omsætning - egen tilvirkning

7.1.1 Norden

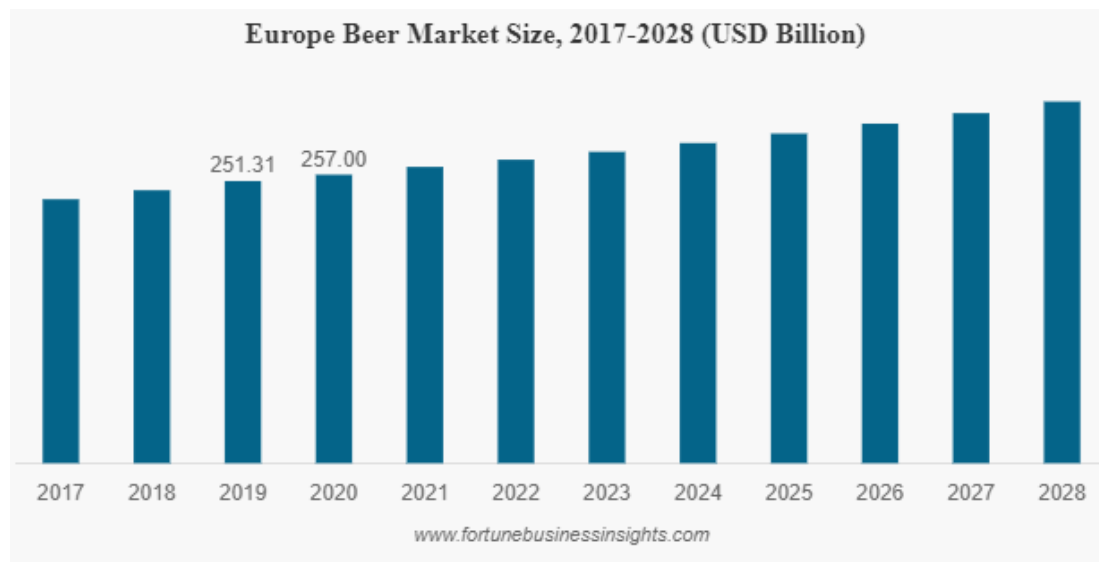
I forbindelse med budgetlægningen af det nordiske marked er væksten fra 2021 til 2022 blevet analyseret.

Oversigt over nettoomsætning fordelt på lande				
m.DKK	2021	2022		
Norden	6.605	8.943	135,40%	10%
Vest Europa	1.168	1.353	115,84%	10%
Øvrige lande	973	1.191	122,40%	17%
	8.746	11.487	131,34%	

Figur 26 - Omsætning fordelt på markeder - egen tilvirkning

Her fremgår det, at det nordiske marked har haft en vækst på hele 35%. Dette skyldes som tidligere nævnt hovedsageligt et stort opkøb i Norge. Royal Unibrew oplyser i regnskabet for 2022, at 10% ud af de 35% vækst kommer som følge af organisk vækst (Royal Unibrew, Annual report , 2022).

I forbindelse med budgetteringen af den kommende vækst er tidligere års salg for hele branchen i Europa brugt til at fastsætte et niveau. Det europæiske ølmarked har været stødt stigende, dog uden væksten er stukket af.



Figur 27 - Det europæiske ølmarked - (Fortune business insights, 2023)

Royal Unibrew forventer derudover en nettoomsætning på 13.000-14.000 m.DKK i 2023 (for hele koncernen), hvilket tyder på en stor stigning i omsætningen (Royal Unibrew, Annual report , 2022).

På baggrund af bl.a. vores konkurrentanalyse hvor Royal Unibrew klarer sig væsentlig bedre end konkurrenterne og vores regnskabsanalyse, vurderes det, at Royal Unibrew kommer til at vokste mere end det gennemsnitlige bryggeri, hvorfor budgettet ser ud som nedenstående:

m.DKK	2022R	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Norden							
Omsætning	8.943	10.016	10.817	11.575	12.153	12.640	13.019
Budgetteret vækst i %		12%	8%	7%	5%	4%	3%

Figur 28 - Budget Norden - egen tilvirkning

Den aftagende vækst i omsætningen skyldes bl.a. at det forventes at den nuværende inflation i verdenssamfundet bliver mindre, hvorfor den ikke bidrager lige så meget til omsætningen mere.

7.1.2 Vesteuropa

I lighed med det nordiske marked, så har det her også kun været muligt at udregne en vækst fra 2021 til 2022. Her har Royal Unibrew haft en vækst på 16%, hvoraf 10% var organisk vækst jf. figur 19.

Det ses endvidere i figur 20 at væksten er stødt stigende i Europa. Royal Unibrew oplyser i deres regnskab, at der gik et stykke tid inden de hævede priserne i Italien, i forhold til den inflation der havde været der, hvorfor salget kunne have været en del højere i Italien.

Ud fra ovenstående faktorer er følgende budget for Vesteuropa blevet klarlagt:

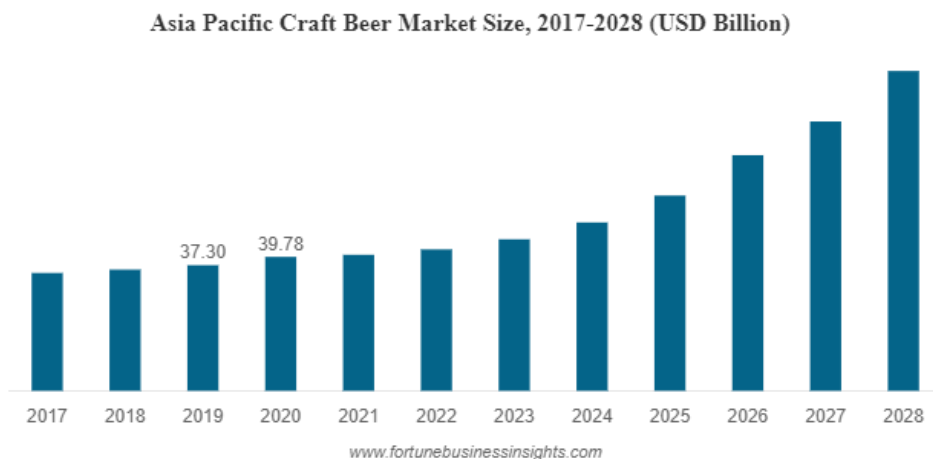
m.DKK	2022R	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Vest Europa							
Omsætning	1.353	1.529	1.712	1.866	1.997	2.097	2.181
Budgetteret vækst i %		13%	12%	9%	7%	5%	4%

Figur 29 - Budget Vest Europa - egen tilvirkning

Den aftagende vækst i omsætningen skyldes ligesom i Norden, at inflationen forventes at være aftagende, hvorfor den ikke bidrager lige så meget til omsætningen i de efterfølgende år.

7.1.3 Øvrige lande

Der har fra 2021 til år 2022 været en vækst på 22% i de øvrige lande, med en organisk vækst på 17% jf. figur 19. Dette betyder også at de øvrige lande er det marked, hvor der har været den største organiske vækst af de tre markeder.



Figur 30 - Det asiatiske ølmarked - (Fortune business insights, 2023)

Som det ses ovenfor, så forventes der stor fremgang på det asiatiske marked generelt, hvorfor det også forventes, at Royal Unibrew stiger en del på dette marked. Markedet "øvrige lande" er desuden også det marked, hvor et evt. opkøb vil have den største procentvise indflydelse på omsætningen, da dette marked er det mindste af de tre, som Royal Unibrew har.

Ovenstående oplysninger giver følgende budget for de øvrige lande:

m.DKK	2022R	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Øvrige lande							
Omsætning	1.191	1.405	1.616	1.826	2.027	2.169	2.278
Budgetteret vækst i %		18%	15%	13%	11%	7%	5%

Figur 31 - Omsætning øvrige lande - egen tilvirkning

Det forventes altså at Royal Unibrew har et salg på 2.169 m.DKK i år 2027, hvilket er over en fordobling i forhold til deres nuværende omsætning. Faldet i den budgetteret vækst skyldes som i de ovenstående markeder inflationen, dog påvirker figur 22 i den modsatte retning.

7.2 Omkostninger

I forbindelse med budgetlægningen er omkostningerne også analyseret. Her vil der være fokus på vareforbrug, salgs-, distributions- og administrationsomkostninger.

m. dkk	Budgettering omkostningsfordeling						
	2022	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Vareforbrug	6.395	7.210	7.875	8.500	9.006	9.412	9.730
Salgs- og distributionsomk.	2.680	2.814	2.955	3.102	3.258	3.420	3.591
Administrationsomk.	415	540	590	637	675	705	729

Figur 32 - budget omkostninger - egen tilvirkning

Vareforbruget forventes at stige fra m.DKK 6.395 i 2022 til m.DKK 9.412 i år 2027. Den store stigning skal sammenholdes med nettoomsætningens vækst. Stigningen i vareforbrug er budgetteret med den samme årlige vækst som omsætningen. Salgs-, distributions- og administrationsomkostningerne er udregnet på en anden måde. Ved salgs- og distributionsomkostningerne er der blevet tillagt en 5% stigning hvert år.

Administrationsomkostningerne er budgetteret ud fra common size modellen. Common size modellen tager udgangspunkt i de budgetteret tal fordelt i deres andel af omsætningen. Altså at administrationsomkostningerne f.eks. altid skal udgøre 5% af omsætningen. For at beregne procentdelen administrationsomkostningerne skal udgøre i omsætningen, er følgende figur lavet:

Common size model						
	2018	2019	2020	2021	2022 GNS.	
Administrationsomk.	4,03%	4,21%	4,48%	4,52%	3,61%	4,17%

Figur 33 - Common size model - egen tilvirkning

Den historiske andel af omsætningen for administrationsomkostningerne har været konstant, hvorfor Royal Unibrew vurderes at have styr på deres arbejdsprocesser. Den ovenstående

gennemsnitsprocent betyder, at administrationsomkostningerne i budgettet kommer til at udgøre 4,17% af den samlede omsætning.

7.3 EBIT%

Royal Unibrews EBIT% har de seneste par år været nedadgående. Dette skyldes at omkostningerne er steget væsentlig mere, end omsætningen er i samme periode jf. figur 15. EBIT% og EBIT er i budgettet stigende i alle årene og der forventes en samlet vækst på 3,23 procentpoint i år 2027. Stigningen skyldes som tidligere nævnt, at omkostningerne ikke kommer til at stige i samme grad, som omsætningen gør. Afskrivningerne stiger ligesom de andre omkostninger også i takt med budgetårene, mere omkring dette i nedenstående kapitel.

Det forventes dog at EBIT% falder fra 2027 til terminalåret, hvilket skyldes omsætningen ikke vokster lige så meget som tidligere år.

m. dkk	Budgetteret resultatopgørelse						
	2022R	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Omsætning	11.487	12.950	14.146	15.267	16.178	16.906	17.477
- Vareforbrug	6.395	7.210	7.875	8.500	9.006	9.412	9.730
Dækningsbidrag	5.092	5.741	6.271	6.768	7.171	7.494	7.747
- Salgs- og distributionsomk.	2.680	2.814	2.955	3.102	3.258	3.420	3.591
- Administrationsomk.	415	540	590	637	675	705	729
EBITDA	1.997	2.387	2.726	3.029	3.239	3.368	3.427
EBITDA%	17,38%	18,43%	19,27%	19,84%	20,02%	19,93%	19,61%
- Afskrivninger	481	571	575	579	585	591	598
EBIT	1.516	1.816	2.151	2.449	2.654	2.778	2.829
EBIT%	13,20%	14,02%	15,21%	16,04%	16,41%	16,43%	16,19%

Figur 34 - Budget EBIT% - egen tilvirkning

7.4 Netcapex

Royal Unibrew kommer med udmeldingen, at deres capex vil være omkring 5-6% af nettoomsætningen i 2023 i deres seneste regnskab. Der er derfor budgetteret med investeringer på 5% i år 2023. Her vil Royal Unibrew øge deres investeringer i CSR og udvide deres kapacitet for at understøtte deres fremtidige vækst. I De efterfølgende år er der budgetteret med en stigning på 3% årligt. Afskrivningerne har tidligere år udgjort ca. 5% årligt, hvorfor der fortsættes med dette.

De ovenstående faktorer gør at vi ultimo 2027 har et netcapex på m.DKK 11.954. Dette giver en samlet stigning på m.DKK 538.

Budget Netcapex	2022R	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Anlægsaktiver primo	8.771	11.416	11.493	11.585	11.693	11.816	11.954
Investering	3.126	648	667	687	708	729	751
Af- og nedskrivninger	481	571	575	579	585	591	598
Ultimo	11.416	11.493	11.585	11.693	11.816	11.954	12.107

Figur 35 - Budget Netcapex - egen tilvirkning

7.5 Arbejdskapital

I forbindelse med et fremtidigt frit cash flow har det været nødvendigt at budgettere udviklingen i arbejdskapitalen. Budgettet for arbejdskapitalen er udarbejdet nedenfor:

WCR budget	2022R	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår	Årlig udvikling:
+ Debitorer	1.500	1.590	1.685	1.787	1.894	2.007	2.128	6%
- Kreditorer	1.934	2.050	2.173	2.303	2.442	2.588	2.743	6%
+ Lagre	1.213	1.274	1.337	1.404	1.474	1.548	1.626	5%
+ Periodeafgrænsningsposter	131	136	142	147	153	159	166	4%
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	2.700	2.808	2.920	3.037	3.159	3.285	3.416	4%
WCR i alt	-1.790	-1.858	-1.929	-2.002	-2.079	-2.158	-2.241	

Figur 36 - Budget arbejdskapital - egen tilvirkning

Arbejdskapitalen/WCR består af mange forskellige poster. Hver post har fået beregnet en fast udvikling pr. år. Debitorer er budgetteret med en årlig vækst på 6% som følge af den stigende omsætning. Dette skyldes at mere salg, alt andet lige vil betyde, at der kommer flere kunder/stigende ordresummer og derved en stigende debtorsum. Udviklingen i kreditorer er budgetteret med det samme. Den årlige udvikling heri skyldes at der ved en øget omsætning også skal produceres mere og derved købes der automatisk mere ved leverandørerne. Varelageret vil alt andet lige også blive påvirket grundet den stigende produktion i budgetårene, hvorfor der er budgetteret med en årlig vækst på 5%.

Periodeafgrænsningsposterne forventer at udvikle sig med 4% årligt grundet den stigende aktivitet. Den stigende aktivitet vil alt andet lige give flere medarbejdere og derfor også flere lønrelaterede gældsposter. Herudover vil den stigende omsætning, som vokser mere end omkostningerne give et højere skyldigt momsbeløb. Dette betyder at Royal Unibrew samlet går fra en negativ arbejdskapital på m.DKK -1.790 i år 2022 til -2.158 i år 2027.

8 Værdiansættelse

8.1 Introduktion

Det følgende afsnit, vil forsøge at besvare at spørgsmålet som tidligere er beskrevet under afsnit 1 og omhandler hvorvidt Royal Unibrews nuværende aktiekurs er undervurderet, og om der er betydelig forskel på den teoretiske værdi og den faktiske børsnoterede værdi, som er beskrevet under afsnit 1.

Værdiansættelsen tager sit afsæt i tidligere analyser heriblandt; strategiske, regnskabsmæssige og overstående budgettering og vil fungere som udgangspunkt for værdiansættelsen af Royal Unibrew. Der vil i dette afsnit blive taget afsæt i en beregnet discounted cash flow, som tager sit udspring fra free cash flows, og vil være den model der primært bliver anvendt på når der skal værdiansættes virksomheder. Den teoretiske værdiansættelse vil blive holdt oppe imod den faktiske værdi som er fastsat pr. 31.12.2022.

8.2 WACC

Udgangspunktet for beregningen i DCF-modellen, er beregning af kapitalomkostninger forbundet til Royal Unibrew, hvilket kan betegnes som WACC (Weighted Average Cost of capital). WACC udtrykker det minimumsafkast som Royal Unibrew er påkrævet at skaffe, for at opfylde forventninger hos share-owners, Formlen for WACC kan skrives som:

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D(1 - T_c) \frac{D}{E + D}$$

Overstående elementer kan beskrives således:

k_E = omkostninger for finansiering gennem egenkapital

k_D = Omkostninger for finansiering gennem fremmedkapital

E = Egenkapitalfinansiering

T_c = den effektive skatteprocent

D = gældsfinansiering

8.2.1 Beta

Beta er udtrykket for den risiko der medfølger investeringen i royal Unibrews aktie sammenlignet med markedet, jo højere den værdi er, jo højere er risikoen ved investeringen.

Beta-værdien er fastlagt på baggrund af det gennemsnitlige beta i bryggeribranchen, denne underbygges af udtræk fra Damodaran som kan ses nedenfor.

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered beta
Advertising	362	1,29	36,16%	14,69%	1,02
Aerospace/Defense	278	1,16	23,24%	10,21%	0,99
Air Transport	155	1,24	109,98%	8,72%	0,68
Apparel	1146	0,90	18,15%	14,92%	0,79
Auto & Truck	154	1,35	73,69%	11,32%	0,87
Auto Parts	746	1,41	35,24%	16,87%	1,12
Bank (Money Center)	596	0,88	300,41%	20,95%	0,27
Banks (Regional)	800	0,56	193,42%	19,19%	0,23
Beverage (Alcoholic)	220	0,87	16,38%	17,14%	0,78

Figur 37 - Fastsettelse af Beta-værdien (Damodaran, 2022)

Der er benyttet et gennemsnit af alcoholic og soft for at finde værdier.

På baggrund af overstående fastlægges en foreløbig beta-værdien til 0,78, dog tager denne betaværdi, ikke højde for gældandelen og der skal derfor tillægges denne. Dette gøres ved at gange beta-værdien med målet for equity, som er blevet fastlagt med en værdi på 0,20, altså er målet at man vil have en egenkapitalprocent på ca. 20% derfor får vi et levered beta-værdi på 0,936 som er regnet ud med formlen $0,78 \cdot (1 + 0,2) = 0,936$

Det første led, der skal beregnes er K_E og kan beregnes via følgende formel:

$$k_E = R_F + (E(R_M) - R_F)\beta_E$$

Hvor:

R_F = Risikofri rente

$E(R_M)$ = Investorernes risikopræmie

β_E = Royal Unibrew aktiens betaværdi

8.2.2 Den risikofrie rente

Den risikofrie rente er fastsat på baggrund af en 10-årig statsobligation, hvilket man typisk ville gøre i en DCF-analyse. Der er taget værdi ud fra den danske obligation, fremfor en eventuel beregning af gennemsnitlig obligationsrente for flere lande.

Den danske rente er fastsat til 2,75 og ser således ud:

Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid	
	2023M02
10 årig statsobligation	2,75

Figur 38 - Rentesats 10-årig obligation (Statistikbanken, 2023)

Denne bakkendes endvidere op af en rundspørge lavet af Pablo Fernandez, Diego García and Javier F. Acin fra IESE Business School som beskriver "*Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 80 countries in 2023*" (Fernández, et al., 2023) her er der udsøgt 27 danske virksomheder omkring deres vurdering og brug af risikofri rente og markedsrisikopræmien her benyttes 2,9% (Fernández, et al., 2023).

8.2.3 Markedsrisikopræmien

Markedsrisikopræmien er et udtryk for det forventede afkast, set fra en given investor, hvis der investeres i aktiemarkedet og ikke på statsobligationer. Præmien fastsættes til 5,9% på grundlag af at den i en længere årrække har lagt mellem 4-5% ud fra en vurdering som er foretaget af skattestyrelsen (Skattestyrelsen, 2019) samt jf Hawanini & Viallet skal der benyttes et spektrum mellem 4-6 % (Hawanini & Viallet, s. 438). Endvidere bakkendes denne på af "*Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 80 countries in 2023*" her er medianen 5,9% (Fernández, et al., 2023)

8.2.4 Cost of Equity

Efter fastsættelsen af Beta, den risikofri rente og risikopræmien, kan der dernæst beregnes Cost of Equity.

Den beregnes ved at gange betaværdien (0,936) med markedsrisikopræmien (5,9%) og lægge risikofrirente (2,75%) hvilket giver formelen:

$$0,936 * 5,9\% + 2,75\% = 8,27\%$$

Næste led udgør fremmedkapitalen, og kan beskrives via følgende formel:

$$k_D = (R_F + R_S) * (1 - T_C)$$

Hvor:

R_F = Risikofri rente

R_S = Selskabsspecifik risikotillæg

T_C = Selskabsskatteprocenten

Den risikofrie rente blev i forrige afsnit beskrevet og fastsat til 2,75% ud fra en dansk 10-årige statsobligation. Den gennemsnitlige gældrente er et udtryk for fordelene i at investere i Royal Unibrew aktie i stedet for en dansk statsobligation, hvilken rente man så ville få. Denne kan beregnes med formlen:

$$103/((996+3686)/2) = 4,40\%$$

Den gennemsnitlige gældrente er beregnet ud fra følgende forudsætninger.

Finansielle omkostninger i året = 103 (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 109) gennemsnitlig rentebærende kortfristet gæld + gennemsnitlig rentebærende langfristetgæld for 2022. Disse er Mortgage debt, Credit institutions Og corporate tax for det kortfristede, under current liabilities og Mortgage debt og Credit institutions, under non-current liabilities for den langfristede gæld.

Skatteprocenten bliver fastholdt på 21%, dette er sket i vurdering af tidligere år, og at selskabet er beliggende i Danmark. Royal Unibrew beskriver selv at de forventer en skatteprocent på omkring de 21% (Royal Unibrew, Annual report , 2022, p. 28). Det er vurderet at aktiviteten i andre lande ikke bør have effekt på denne.

EK/Gældsandel er fastsat til 0,2 som målet for Debt Equity dette er på baggrund af historiske data og det vurderes derfor at på baggrund af formlen $1/(1+0,20)$ fås en Ke på 83%, som beskriver egenkapitalandelen og fremmedkapitalandelen som er beskrevet i Kd er derfor 17% Med udregningen af alle komponenterne, kan udregning af WACC se således ud:

$$83\% * 8,27\% + 4,40\% * (1-21\%) * 17\% = 7,47\%$$

8.3 Det frie Cash-flow

Det frie cash flow er som tidligere beskrevet det cash flow der er til rådighed for investorer, Formlen for det frie cash flow, vil se således ud:

$$\text{Frie Cash Flow} = EBIT(1-t) + \text{Afskrivninger} - \text{DeltaWCR} - \text{NETCAPEX}$$

Og vil for Royal Unibrews fremtidige cash flow forløbe sig således:

Frit cash flow	m.DKK	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Omsætning		12.950	14.146	15.267	16.178	16.906	17.477
EBIT		1.816	2.151	2.449	2.654	2.778	2.829
EBIT*(1-tax)		1.416	1.678	1.910	2.070	2.167	2.207
+ Depreciation		571	575	579	585	591	598
- Investeringer		- 648	- 667	- 687	- 708	- 729	- 751
- Ændring i WCR		68	71	74	76	79	82
Free cash flow		1.408	1.657	1.876	2.024	2.108	2.136

Figur 39 - det frie cash flow - egen tilvirkning

Som det ses i ovenstående, vil det fremtidige Cash flow, være positivt.

8.4 DCF

DCF-modellen kan benyttes, og bliver oftest benyttet i forbindelse med værdiansættelse, og kan for Royal Unibrew bruges til at beregne den teoretiske egenkapitalværdi. Det frie cash flow tilbagediskonteres til nutidsværdien, ved brug af faktorer som er beregnet i WACC Terminalperioden er for Royal Unibrews vedkomne betegnet som Terminal år og benytter formelen:

$$DCF (\text{Terminal værdi}) = \text{Cash Flow terminal år} / WACC - g$$

Hvor g er vækstraten og har stor betydning for værdiansættelsen, da denne kan have stor påvirkning på den teoretiske værdi og dermed også de teoretiske vækstmuligheder. Når dette er sket, kan man altså udregne den endelige teoretiske egenkapitalværdi, og er for Royal Unibrew forløbet således:

Værdi ud fra DCF:	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Vækst i omsætningen	13%	9%	8%	6%	4%	3%
EBIT%	14,02%	15,21%	16,04%	16,41%	16,43%	16,19%
ΔWCR	-1.858	-1.929	-2.002	-2.079	-2.158	-2.241
Tax effect ratio	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Investeringer	648	667	687	708	729	751
Afskrivninger	571	575	579	585	591	598

Frit cash flow	m.DKK	2023B	2024B	2025B	2026B	2027B	Terminalår
Omsætning		12.950	14.146	15.267	16.178	16.906	17.477
EBIT		1.816	2.151	2.449	2.654	2.778	2.829
EBIT*(1-tax)		1.416	1.678	1.910	2.070	2.167	2.207
+ Depreciation		571	575	579	585	591	598
- Investeringer		- 648	- 667	- 687	- 708	- 729	- 751
- Ændring i WCR		68	71	74	76	79	82
Free cash flow		1.408	1.657	1.876	2.024	2.108	2.136
Terminalværdi		47.760,48	1.067.755,77				
NPV af explicit forecast periode		7.242,72	47.753,43				
Antal budgetår		5,00					
NPV af terminalværdi		33.309,82	744.690,00				
Samlet EV		40.552,53					
+ Cash		214,00					
- Gæld		4.682,00					
= Equity value		36.084,53					

Egenkapital omregnet fra m.DKK til DKK	36.084.532.474,57
Antal aktier	50.200.000,00
Værdi per aktie	718,82
Aktuel kursværdi pr. 31.12.22	495,30

Figur 40 - Værdiansættelse ud fra DCF-modellen - egen tilvirkning

Vækst i omsætning, EBIT%, DeltaWCR og skatteprocent, investeringsudvikling og afskrivninger kommer alle sammen fra budgetteringen og der henvises derfor til afsnit 5, hvor der er uddybning af disse. Endvidere er der tidligere også beskrevet betydning og definitionen af det frie cash flow og der vil derfor ikke blive kommenteret yderligere på dette.

Som det ses, får vi altså et resultat per aktie på DKK 718,82 mod den aktuelle kursværdi pr 31.12.22 på DKK 495,30.

8.5 Kritik af DCF-modellen

DCF-modellen er en af de mest hyppigt brugte modeller til at lave værdiansættelser af virksomheder, ud fra teoretiske perspektiver, dog er der den bias at DCF-modellen benytter mange forskellige parametre, som ikke altid kan være korrekte og er derfor også baseret på en vis mængde antagelser. Antagelser bliver typisk benyttet hvis man som ekstern part skal prøve at give et sandsynligt gæt på hvad der i fremtiden kommer til at ske i fremtiden, og der kan være eksterne faktorer som ikke kan beregnes ind i en DCF-model som kan have betydning for virksomheden, her kan blandt andet nævnes vejret, krig m.m. Endvidere er vækstraten i terminalraten yderst følsom og styrende og kan derfor ødelægge hele værdiansættelsen, hvis denne bliver benyttet forkert. For at komme nogle af disse fejl til livs, kan man med fordel benytte sig af en følsomhedsanalyse, som kan give et billede af, hvilke konsekvenser blot små udsving kan give.

8.6 Følsomhedsanalyse

For at fastsætte en værdi er et vigtigt parameter terminalværdien, som spiller en væsentlig rolle i værdiansættelsen og til at fastsætte WACC, og vækstraten.

Endvidere har fastsættelsen af beta-værdier og risikopræmie også en væsentlig risiko for fejl.

WACC ved regulering af BETA og Markedsrisikopræmie						
		Markedsrisikopræmie				
		4,90%	5,40%	5,90%	6,40%	6,90%
B	0,956	6,77%	7,17%	7,57%	7,97%	8,37%
E	0,946	6,73%	7,13%	7,52%	7,92%	8,31%
T	0,936	6,69%	7,08%	7,47%	7,86%	8,25%
A	0,926	6,65%	7,04%	7,42%	7,81%	8,20%
	0,916	6,61%	6,99%	7,37%	7,76%	8,14%

Figur 41 - Følsomhed ved regulering af BETA og MRP - Egen tilvirkning

Som det ses på ovenstående figur, vil WACC blive påvirket af blot små reguleringer i risikopræmien og eller Beta-værdien, i denne analyse er der benytte en ændring på Beta-værdien på 0,01. dette vil altså betyde at der vil være påvirkning af værdiansættelsen.

Terminalværdi ved regulering af BETA og MRP (M. 3% vækst)						
		Markedsrisikopræmie				
		4,90%	5,40%	5,90%	6,40%	6,90%
B	0,956	56.596	51.194	46.733	42.987	39.797
E	0,946	57.215	51.752	47.241	43.454	40.228
T	0,936	57.848	52.322	47.760	43.930	40.669
A	0,926	58.495	52.906	48.291	44.417	41.119
	0,916	59.156	53.502	48.834	44.915	41.579

Figur 42 - Følsomhed ved reg. af MRP, beta ved 3% vækst - egen tilvirkning

Også hvis man som ovenstående figur, ændrer på Beta eller Markedsrisikopræmien, vil det altså have betydning på terminalværdien og dermed også påvirkning på værdiansættelsen, de 3% vækst er vurderet ud fra at der i terminalårene antager at der konstant vil være en vækst på 3%. denne er fastsat ud fra at der vil være min 2% inflation og 1% vækst i alt evighed.

Kikker man på vækst i % sker der ved blot 0,5% ændring, store reguleringer og giver et tydeligt billede af hvor stor indflydelse vækstraten har på værdiansættelsen. Ved ændringen af 1% vil vi altså få et negativt resultat.

Terminalværdi ved regulering af vækst og WACC						
		WACC				
		7,27%	7,37%	7,47%	7,57%	7,67%
V	4,00%	65.271	63.336	61.513	59.791	58.163
Æ	3,50%	56.621	55.160	53.771	52.451	51.194
K	3,00%	49.996	48.853	47.760	46.716	45.716
S	2,50%	44.759	43.840	42.958	42.112	41.298
T	2,00%	40.514	39.760	39.034	38.333	37.658

Figur 43 - Terminalværdi ved reg. af Vækstrate og WACC - egen tilvirkning

Overordnet set, er det tydeligt at se på de 3 ovenstående figurer at se at der skal foretages de rigtige valg når der er tale om værdiansættelse fordi at små ændringer, den ene eller den anden vej, har stor påvirkning på hvordan værdien i sidste ende kommer til at se ud. Figureerne viser også den usikkerhed der ligger i, at man benytter mange skøn i værdiansættelsen, som i sidste ende medfører en risiko for at den teoretiske værdi ikke er korrekt.

8.7 Delkonklusion

Det kan derfor konkluderes, at den teoretiske værdi er væsentligt højere end den faktiske værdi pr. 31.12.22, men det skal dermed også tages i betragtning, at når man benytter sig af DCF modellen, vil der være mulighed for, at de input man giver den, er forkerte og at den derfor kan være behæftet med fejlinformation og dermed giver et risikabelt output, som kan være forkert. Dette kan ses i de ovenstående følsomhedsanalyser, hvor det tydeligt kan ses, at hvis man blot ændrer en lille smule på en af værdierne, kan det have store konsekvenser for udregningen og derved også resultatet.

9 Konklusion

Det kan konkluderes, at tager man udgangspunkt i den udregnede teoretiske værdi så er værdien pr. aktie i Royal Unibrew A/S DKK 718,82, hvilket derfor antyder at den faktiske værdi på DKK 495,30 er stærkt undervurderet, da forskellen udgør DKK 223,52. Derfor kan det altså konkluderes, at Royal unibrews aktieværdi pr. 31.12.22 er undervurderet.

Dette bliver underbygget af udviklingen i de historiske regnskabstal i afsnit 5.1 som igennem årene er steget, dog er det også tydeligt at se på regnskabstallene, at der uden tvivl er faktorer der påvirker resultatet. Det ses tydeligt at man i året 2020 har været hårdt ramt af Covid-19 hvis man kikker på omsætning, som faldt fra 7.692 m. DKK i 2019 til 7.315 m. DKK i 2020. Endvidere kan Krigen mellem Ukraine og Rusland og ses i både 2021 og 2022, hvor man ser den tydelige stigning i vareforbrug, inflationen og de højere udgifter til korn m.m.

Tager man udgangspunkt i ovenstående og tager konkurrenter med, er der ikke tvivl om at Royal Unibrew A/S har mange konkurrenter, som også er nævnt i afsnit 5.3. Men, det er også tydeligt at Royal Unibrew befinder sig på et marked, hvor de har en stærk position, da mange af deres konkurrenter generelt er små bryggerier og derfor ikke kan måle sig med de store som Royal Unibrew, Carlsberg eller Harboe. Den primære konkurrent må konkluderes at være Carlsberg, da Carlsberg er den der kommer tættest på den struktur og den målgruppe, som Royal Unibrew befinder sig på. Mens Harboe er med fordi de opererer også på markedet, som en af de større afsætter i detailbranchen. Og kikker man på udviklingen i omsætningen i figur 21, kan man altså konkludere at Royal Unibrew var bedst til at vækste og har haft held med at skabe overskud. Derfor kan det altså konkluderes, at Royal Unibrew A/S står stærkt imod deres konkurrenter og har en fordel i at være så store som de er på markedet og det giver dem en fordel at være både på detail markedet, event og kulturscenen, måske ikke i forhold til omsætning, man lige så meget eksponering af varer og brand.

På de strategiske parametre, kan det også konkluderes, at Royal Unibrew A/S har et stærkt brand og en velorganiseret strategi, som bliver holdt op imod en stærk økonomi. Det kan konkluderes at, Royal Unibrew A/S er dygtige til at markedsføre deres brand, blandt andet på kultur og event siden og det skal de blive ved med, for det er noget der kan være med til at skabe vækst også på eventuelle nye markeder. Sammen med arbejdskulturen og deres kunder kan de med fordel udarbejde en plan, over hvilke megatrends der lige nu fylder meget for deres kunder og potentielle kunder. For når alt kommer til alt, så kan Royal Unibrew A/S styrtdykke,

hvis ikke de kommer med på det nyeste nye inden for megatrends og markedstendenser. Markedstendenser ses tydeligt i salget af alkoholfrie produkter, og særligt alkoholfrie øl, dette hænger sammen med megatrenden fokus på sundhed (CIFS, 2023), det opleves at folk hellere vil drikke mindre eller slet ikke drikke alkohol og derfor vinder salget af alkoholfri øl frem fordi, det ikke længere er tabubelagt ikke at drikke alkohol.

De megatrends der er meget oppe i tiden, er bæredygtighed og her ville der være en mulighed for Royal Unibrew A/S at sætte ind, da det ofte ses, at folk køber noget, der er med til at hjælpe miljøet, dog kræver dette også en del teknologisk udvikling, som der også kan satses på. En mulighed kunne være at nedbringe plastisk i emballage eller producere øl der er lavet i en beholder lavet af papir eller genbrugsmaterialer.

Derfor kan det altså konkluderes, at Royal Unibrew A/S har en undervurderet aktiekurs, når det tages i betragtning at deres konkurrenter er få og at de har de strategiske og økonomiske værktøjer, til at være first-movers indenfor drikkevarer branchen.

10 Bibliografi

Austria Juice, 2023. *Austria Juice*. [Online]

Available at: <https://www.austriajoice.com/news-blog/soft-drink-trends>

[Senest hentet eller vist den 02 03 2023].

Berlingske, 2023. *Berlingske*. [Online]

Available at: <https://www.berlingske.dk/business/royal-unibrew-koeber-noerrebro-bryghus-skal-ud-i-landet-0>

[Senest hentet eller vist den 03 04 2023].

Bryggeriforeningen, 2023. *Bryggeriforeningen*. [Online]

Available at: https://investor.royalunibrew.com/system/files-encrypted/nasdaq_kms/assets/2022/03/01/18-55-40/Royal_AR21_UK_WEB.pdf

[Senest hentet eller vist den 24 02 2023].

Bryggeriforeningen, 2023. *Bryggeriforeningen.dk - antal danske bryggerier*. [Online]

Available at: <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/antaldanskebryggerier/>

[Senest hentet eller vist den 07 03 2023].

CIFS, 2023. *Copenhagen insitute for futures studies*. [Online]

Available at: <https://cifs.dk/global-megatrends>

[Senest hentet eller vist den 08 04 2023].

CVR, 2023. *CVR - det centrale virksomhedsregister*. [Online]

Available at:

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/41956712?fritekst=Royal+unibrew&sideIndex=0&size=10>

[Senest hentet eller vist den 24 02 2023].

Damodaran, 2022. *Beta, Unlevered beta and other risk measures*. [Online]

Available at: <http://www.damodaran.com>

[Senest hentet eller vist den 07 04 2023].

Den store danske, 2009. *Den store danske - Royal unibrew*. [Online]

Available at: https://denstoredanske.lex.dk/Royal_Unibrew

[Senest hentet eller vist den 24 02 2023].

Dinero, 2022. *Dinero*. [Online]

Available at: <https://dinero.dk/ordbog/vaerdikaede/>

[Senest hentet eller vist den 13 03 2023].

DST, 2021. *Danmarks statistik*. [Online]

Available at: <https://www.statistikbanken.dk/10083>

[Senest hentet eller vist den 06 03 2023].

DST, 2023. *Statistikbanken - Inflation*. [Online]

Available at: <https://www.statistikbanken.dk/20072>

[Senest hentet eller vist den 07 03 2023].

Europa kommissionen, 2023. *Taxes, European Commision*. [Online]

Available at: https://taxation-customs.ec.europa.eu/taxation-1/excise-duties/excise-duty-alcohol_en

[Senest hentet eller vist den 06 03 2023].

Fernández, P., de la Garza, D. G. & Acín, J. F., 2023. *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 80 countries in 2023*, s.l.: IESE Business School.

Fodevarewatch, 2022. *fodevarewatch*. [Online]

Available at:

<https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article13619931.ece?fbclid=IwAR2C7P9xggfcC51PLb1109HJme4h3Lw5m2wjBQ3hIVxd771-SVdVq-reLt0>

[Senest hentet eller vist den 08 04 2023].

Fortune business insights, 2023. *Fortune business insights - Det asiatiske ølmarked*. [Online]

Available at: [Fortunebusinessinsights.com](https://fortunebusinessinsights.com)

[Senest hentet eller vist den 07 03 2023].

Fortune business insights, 2023. *Fortune business insights - Europas ølmarked*. [Online]

Available at: [Fortunebusinessinsights.com](https://fortunebusinessinsights.com)

[Senest hentet eller vist den 07 03 2023].

Frovst, T., Kronenber, K., Vigilius, K. & Rasmussen, P. B., 2018. *Børsen*. [Online]

Available at: https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/brugen-af-nogleletal-traekker-i-en-lidt-forkert-retning?b_source=carnegie&b_medium=row_1&b_campaign=list_9

[Senest hentet eller vist den 16 04 2023].

Fødevarewatch.dk, 2022. *Fødevarewatch*. [Online]

Available at: [Fødevarewatch](https://foedevarewatch.dk)

[Senest hentet eller vist den 05 04 2023].

Hawanini, G. & Viallet, C., 2022. *Finance for Executives: Managing for Value Creation*. 7. red. United Kingdom: Cengage Learning, EMEA.

Kousholt, B., 2021. *Strategisk lederskab i praksis*. 1 red. København : Akademisk forlag .

Lægaard, J. & Vest, M., 2016. *Strategi i vindervirksomheder*. 6 red. s.l.:Jyllands-Postens Forlag.

Markedsføringsloven, 2023. *Karnov.dk*. [Online]

Available at: https://pro.karnovgroup.dk/b/documents/7000907491?tab=karnov#LBKG2022866_P3

[Senest hentet eller vist den 06 03 2023].

Marketingteorier.dk, u.d. *Marketingteorier.dk, Kritik af PESTEL*. [Online]

Available at: <https://marketingteorier.dk/pestel-analyse>

[Senest hentet eller vist den 07 03 2023].

Nasdaq, 2022. *Nasdaq - RBREW, ROYAL UNIBREW, (DK0060634707)*. [Online]

Available at:

<https://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE3273&name=Royal%20UNIBREW&ISIN=DK0060634707>

[Senest hentet eller vist den 07 02 2023].

Royal Beer , 2023. *Royal Beer*. [Online]

Available at: <https://royalbeer.dk/koncerter>

[Senest hentet eller vist den 04 04 2023].

Royal Unibrew, Annual Report 2021, 2022. *Royal Unibrew, Annual Report 2021*. [Online]

Available at: <https://investor.royalunibrew.com/system/files->

encrypted/nasdaq_kms/assets/2022/03/01/18-55-40/Royal_AR21_UK_WEB.pdf
[Senest hentet eller vist den 24 02 2023].

Royal Unibrew, Annual report , 2022. *Royal Unibrew*. [Online]
Available at: <https://investor.royalunibrew.com/static-files/a1674b0b-48ed-4b4f-a82d-01bbfb0c699e>
[Senest hentet eller vist den 07 03 2023].

Royal Unibrew, 2023. *Royal Unibrew - International hjemmeside*. [Online]
Available at: <https://www.royalunibrew.com/about-us/royal-unibrew-brief/>
[Senest hentet eller vist den 24 02 2023].

Royal unibrew, 2023. *Royal Unibrew - Sponsorater*. [Online]
Available at: <https://royalunibrew.dk/sponsorater/>
[Senest hentet eller vist den 07 03 2023].

Skat.dk, 2023. *Skat.dk*. [Online]
Available at: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1975521>
[Senest hentet eller vist den 06 03 2023].

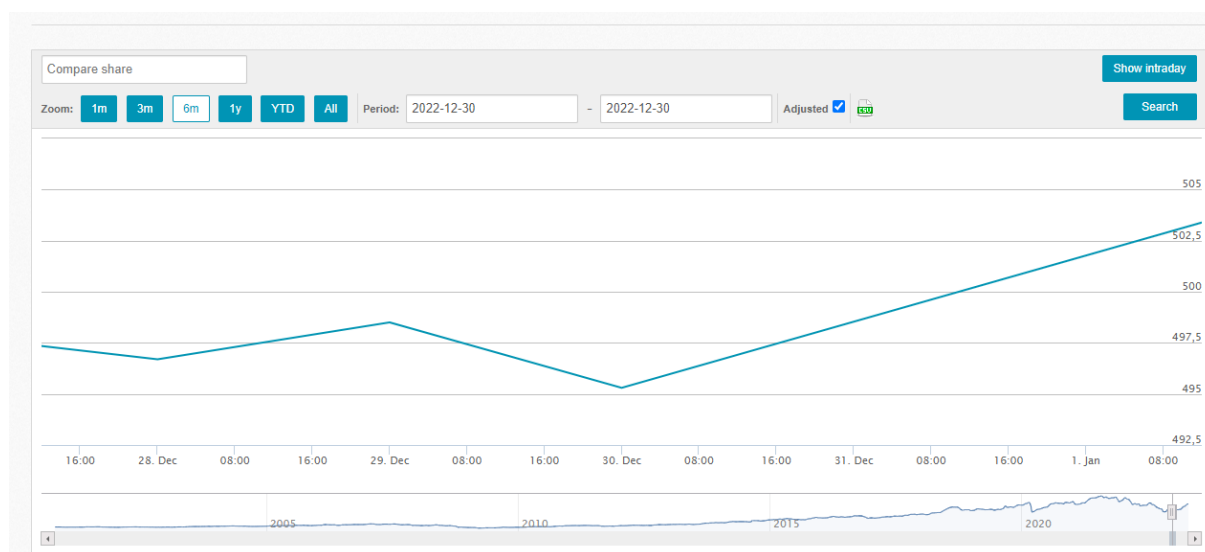
Skattestyrelsen, 2019. 4.1.2.3. *Markedsrisikopræmie*. [Online]
Available at: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813219&chk=216301>
[Senest hentet eller vist den 07 04 2023].

Statistikbanken, 2023. *Statistikbanken*. [Online]
Available at: <https://www.statistikbanken.dk/MPK3>
[Senest hentet eller vist den 08 04 2023].

Unibrew, Royal, 2023. *Royal Unibrew - Om os*. [Online]
Available at: <https://royalunibrew.dk/om-royal-unibrew/>
[Senest hentet eller vist den 24 02 2023].

Webamp, u.d. *Webamp.dk*. [Online]
Available at: webamp.dk
[Senest hentet eller vist den 16 02 2023].

11 Bilag



Figur 44 - Kursværdi pr. 31.12.22

Kilde: (Nasdaq, 2022)