

12. MAJ 2025

Virksomhedsanalyse og værdiansættelse af Royal Unibrew



Nicklas Lykke Mikkelsen, Søren Bjerregaard Thomsen og Tobias Kristensen

Studienumre: 20235203, 20232351 og 20232328

Vejleder: Niels Lennon

Fag: Afgangsprøjet – HDR, Aalborg

Aalborg Universitet

Antal anslag: 148.754 heraf 19 figurer

Indhold

Abstract	1
1. Indledning.....	2
2. Problemstilling	2
3. Problemformulering	3
4. Afgrænsning	3
5. Metode.....	4
6. Kildekritik	5
7. Modelkritik.....	6
8. Virksomhedsbeskrivelse	8
9. Strategisk analyse	9
9.1 Ekstern analyse:	9
9.1.1 PESTEL-analyse:	10
9.1.2 Porters Five Forces	21
9.2 Intern analyse.....	29
9.2.1 Værdikædeanalyse	29
10. Regnskabsanalyse.....	36
10.1 Reformulering af årsrapporter	36
10.1.1 Reformulering af resultatopgørelsen:	37
10.1.2 Reformulering af egenkapitalopgørelsen:.....	37
10.1.3 Reformulering af balancen:.....	38
10.2 Rentabilitetsanalyse	39
10.2.2 Niveau 1: Dekomponering af egenkapitalens forrentning:	40
10.2.3 Niveau 2: Dekomponering af afkastningsgraden.....	41
10.2.4 Niveau 3: Analyse af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.....	42
10.2.5 Delkonklusion på regnskabs- og rentabilitetsanalyse	45
11. Budgettering	46
11.1 Budgettering fremgangsmåde:.....	46
11.2 Fastlæggelse af budgetperioden:	47
11.3 Fastlæggelse af salgsvækstraten:	47
11.4 Fastlæggelse af EBIT-margin/OG:	48
11.5 Fastlæggelse af skatterate:	49
11.6 Fastlæggelse afskrivninger og investeringer:	49
11.7 Delkonklusion budgettering	49
12. Grundlag for værdiansættelse.....	50

12.1 Fastlæggelse af entreprise value:	50
12.2 Fastlæggelse af det frie cash flow:	51
12.3 Fastlæggelse af kapitalstrukturen:	51
12.4 Fastlæggelse af ejerens afkastkrav:	52
12.5 Fastlæggelse af den risikofrie rente:	52
12.6 Fastlæggelse af beta værdi:.....	52
12.7 Fastlæggelse af markedets risikofrie præmie:	53
12.8 Fastlæggelse af den estimeret lånerente	53
12.9 Fastlæggelse af WACC og beregning heraf	54
13. Værdiansættelse.....	54
13.1 Følsomhedsanalyse:	55
13.2 WACC:	55
13.3 EBIT-margin:.....	56
13.4 Delkonklusion:.....	56
14. Konklusion	58
15. Litteraturliste	59
16. Bilagsoversigt.....	62

Abstract

This report concerns Royal Unibrew A/S with the specific objective of assessing whether their share price is overvalued or undervalued as of May 1, 2025. The report's conclusion is founded on comprehensive and in-depth strategic analyses.

Royal Unibrew is a leading multi-beverage company operating in several European markets. The company is the second largest brewery in Denmark and among the biggest breweries in Nordic countries. Royal Unibrew produces, markets, sells and distributes a broad range of beverages such as Royal Unibrew, Ceres, Faxe Kondi etc. Furthermore, the company is also licensed to produce and distribute PepsiCo products.

The analysis of the report is based on the observed volatility in the share price over a five-year period, which forms the basis for the assessment of the current valuation. Further to conclude the current assessment of the valuation a strategic analysis will be conducted, forming the basis for the final valuation. The following sections will outline the models to be used in this report.

To ensure that the reader has a fundamental understanding of Royal Unibrew's A/S and its business areas for the deeper analysis in the following sections, the report begins with a company description that includes Royal Unibrew's A/S history, strategy, and markets.

The strategic analysis will focus on both internal and external factors of Royal Unibrew. To examine the external factors, the PESTEL analysis will be used, contributing to the identification of potential future opportunities and/or challenges. Additionally, the report will include Porters' Five Forces to analyze the industry. These two analyses help establish where Royal Unibrew has its competitive advantages. To identify the internal drivers of Royal Unibrew, the internal analysis will consist of a value chain analysis of Royal Unibrew.

Following the internal and external factors of Royal Unibrew. The report will take a deeper look into Royal Unibrew's profitability through an analysis of the company's last five annual reports from 2019 to 2023. The analysis will form the basis for identifying Royal Unibrew's financial drivers, which will later be used in the budgeting section of the report.

The prior analysis will collectively form the foundation for preparing a budget for the company covering the next ten years. This budgeting will be used to carry out the final valuation, which aims to determine whether Royal Unibrew's share price is overvalued or undervalued as of May 1, 2025.

1. Indledning

Danskerne er et af de lykkeligste folkefærd i verden. Baggrunden herfor skyldes mange variabler, som f.eks. den danske velfærdsmodel, den lave forskel mellem rig og fattig samt muligheden for at have balance mellem arbejdsliv og frihed. Herudover er det danske folkefærd også kendt for sin kultur, som er rodfæstet i hygge og festlige sammenkomster. Om det er til familiefrokoster, cafébesøg med vennerne eller til koncerter, så er en central del af disse begivenheder drikkevarerne, der bliver serveret. Danskerne indtager store mængder af øl, cider og sodavand til sociale arrangementer, hvorfor Danmark har store bryggerier til at kunne dække efterspørgslen.

I de senere år er branchen blevet udfordret på måden at tænke traditionelle bryggerier på, hvor sundere alternativer stadig bliver mere populære. Dette medvirker derfor til en stigning i efterspørgslen på sukkerfrie- og lightprodukter, men samtidig også alkoholfrie alternativer. Branchen er ved at omstille sig til at kunne håndtere efterspørgslen og i takt med denne er branchen blevet dygtigere til at producere alkoholfrie alternativer, som kan måle sig med originalerne. (*Alkoholfri øl fortsætter sin sejrsgang | Bryggeriforeningen*, 05-04-2025)

Royal Unibrew er en af de største spillere på det danske marked og har derfor enorm betydning for, hvordan det danske marked er blevet formet. Royal Unibrew er det næststørste bryggeri i Danmark og bryggeriet har et bredt sortiment af produkter, som Royal, Albani og Ceres, men også Pepsi, Faxe Kondi og Egekilde. (Royal Unibrews hjemmeside). Det er med andre ord etablerede brands, som danskerne er bekendt med.

Royal Unibrew er et børsnoteret selskab og derfor har virksomheden mange interessenter som er følger i aktiekursen. Aktiekursen har været meget volatil de seneste år, hvor aktiekursen var på sit højeste i sommeren 2021, hvor samfundet atter åbnede op efter en lang vinter med COVID-19-restriktioner. Samfundet er ikke længere påvirket af pandemien, men det betyder ikke at samfundet kan se sig fri for udfordringer. Krig i Europa samt toldkrig mellem USA og resten af verden er blot nogle af udfordringerne i samfundet. Hvordan ser Royal Unibrews aktie ud med alle disse udfordringer?

2. Problemstilling

Royal Unibrew anses for at være en af de førende aktører på markedet for drikkevarer i Norden og er især et velkendt brand i Danmark. Aktien har haft store aktieudsving igennem de seneste år, som følge heraf vurderes det relevant at undersøge hvorvidt aktien er over- eller undervurderet.

Den faktiske værdiansættelse af aktiekursen vil blive holdt op imod den teoretiske værdi af aktien. Til undersøgelse af dette, vil der udarbejdes en strategisk- og regnskabsmæssig analyse, som vil danne grundlag for selve budgetteringen og til slut den endelige teoretiske værdiansættelse.

3. Problemformulering

Formålet med afhandlingen er at afdække hvorvidt Royal Unibrews aktiekurs pr. 01.05.2025 er realistisk værdiansat. Som følge heraf er problemformuleringen således.

Er Royal Unibrews aktiekurs pr. 01. maj 2025 over- eller undervurderet og anses den som værende en attraktiv investering?

Til brugen af besvarelsen på ovenstående problemformulering, er følgende underspørgsmål opstillet.

- Hvilke strategiske forhold virker Royal Unibrew, interne såvel som eksterne?
- Hvordan anses Royal Unibrews regnskabsmæssige udvikling gennem de seneste 5 år?
- Som følge af ovenstående, hvordan ser Royal Unibrews fremtidige budget ud?
- Hvilken teoretisk værdi beregnes Royal Unibrew til pr. 01.05.2025 samt hvor følsom anses den beregnede værdi af aktien at være?

4. Afgrænsning

Afgrænsningen har til hensigt at præcisere, hvilke elementer afhandlingen vil/ikke vil inkludere for læseren. Den har til formål at beskrive de elementer, som kunne have haft relevans, men som afhandlingen ikke inddrager. Afgrænsningen er således med til at sikre, at afhandlingen begrænses til at være indenfor emneområdet, der besvarer problemformulering såvel som underspørgsmålene. Yderligere vil der undervejs i opgaven forekomme nogle forhold, hvortil data vil være begrænset, hvoraf dataindsamlingen vil være for ressourcekrævende eller ikke tilgængelig.

I forhold til afhandlingens strategiske analyse, vil der tages udgangspunkt i et begrænset geografisk område samt produktsortiment. Hertil vil fokuset i afhandlingen omhandle det nordiske marked, med det primære fokus på det danske marked. Royal Unibrew eksporterer også produkter til andre lande. Baseret på videnen anses det at blive for ressourcekrævende og omfattende at medtage samtlige lande sammenholdt med afhandlingens størrelse. Ved at holde afhandlingens fokus på primært det danske marked samt inddrage de nordiske lande, vurderes

det at kunne opnå en retvisende vurdering af Royal Unibrews forretning. På baggrund af, at disse markeder repræsenterer størstedelen af Royal Unibrews omsætning, samt de ligeledes samfundsmæssigt har en stærk lighed mellem dem.

Afhandlingen vil yderligere tage afsæt på virksomhedens produktsortiment af øl og læskedrikke, som ligeledes er de to største produktgrupper. Heraf afgrænses der fra de øvrige produktgrupper, som Royal Unibrew tilbyder. Ved at holde sig til de største produktgrupper, vurderes det fortsat at danne baggrund for en retvisende vurdering af Royal Unibrews forretning.

I den interne analyse ved brugen af Porters værdikædeanalyse, vil der i afhandlingen afgrænses således, at den tilpasses indgående og udgående logistik fremkommer under et fælles punkt. Begrundelse for dette benævnes i selve indledning til analysemodellen.

I regnskabsanalysen vil afhandlingen udelukkende tage sit udgangspunkt i de offentliggjorte årsrapporter for perioden 2019 – 2024. Der vil derfor ikke inddrages halvårslige regnskaber, der afgrænses herfor, for at sikre kontinuerlige data til brug for sammenligneligheden samt minimere risikoen for eventuelle sæsonforskydninger. Yderligere vil tidligere regnskabsår fra 2018 eller tidligere år ikke blive berørt på baggrund af, at en 5-årig analyseperiode vurderes at være tilstrækkeligt for den retvisende vurdering.

I afhandlingen under budgettering, vil der afgrænses for potentielle stigninger eller fald i Royal Unibrews distributions- og administrationsomkostninger, i takt med at disse ændringer allerede indregnes i den samlede EBIT-margin.

Afhandlingen vil udelukkende tage sit udgangspunkt i analyser og modeller, som benævnes i nedenstående metodeafsnit.

Slutteligt vil der ikke benyttes kilder efter d. 01. maj 2025, på baggrund af at afhandling tager sit udgangspunkt i kursværdien fra denne dato.

5. Metode

Vi har gennem opgaven brugt forskellige metoder til brug for at besvarer problemformuleringen samt opstillede underliggende spørgsmål. Vi har til brug for besvarelse brugt den deduktive metode, hvor der er gjort brug af PESTEL-analysen og Portes Five Forces til analyse af de eksterne forhold i branchen, hvor Værdikæden er brugt til de interne forhold i Royal Unibrew. Herefter bruges analyse af Royal Unibrews nøgletal ved udarbejdelse af reformulering af resultatopgørelsen samt balancen, hvor der derefter er

udarbejdet nøgletal i rentabilitetsanalyse. Efter disse analyser bruges DCF-Modellen, ved hjælp af empirien fra analysen, til fastsættelse af kursværdien af aktien for Royal Unibrew.

Empirien til brug i de anvendte analysemodeller, er der gjort brug af data fra forskellige kilder. Dette har primært været sekundære datakilder, som er hentet fra diverse pålidelige kilder. Der er gjort brug af fagbøger, internettet, Royal Unibrews årsrapporter der er aflagt i CVR-registeret samt Royal Unibrews egen hjemmeside. Kilderne understøtter outputet fra analysemodellerne, hvor dette har påvirkningen på de endelige antagelser der bruges i værdiansættelsen, som bliver foretaget i DCF-modellen. Udover outputtet fra analysemodellerne er der blevet brugt historiske tal til fastsættelse af budget, som bruges i DCF-modellen ved værdiansættelsen.

Svagheden i ovenstående ligger i skønnene, der bliver foretaget i forhold til fastlæggelse af fremtidige pengestrømme til brug i DCF-modellen. Der bliver i DCF-modellen antaget en WACC, EBIT-margin mm. Ud fra empirien fra analysen, hvorfor den kan fravige en smule fra virkeligheden. Der er derfor udarbejdet en følsomhedsanalyse, der påviser, hvilken forskel en ændring i nøgletallene vil gøre ved værdien, hvis den svinger.

6. Kildekritik

Som grundlag for afhandlingen, er der blevet anvendt empiri, som er blevet analyseret på baggrund af teoretiske modeller. Tilgangen til indsamling af empiri, er sket ud fra desk research og tager udgangspunkt i primære og sekundære kilder. De primære datakilder omfatter Royal Unibrews årsrapporter for perioden 2019 til 2023 samt virksomhedens hjemmeside. De sekundære kilder består af teori, artikler samt officielle kvantitative data.

Fagbøger

Anvendte fagbøger i afhandlingen består primært af fagbøger benyttet i forbindelse med HDR-studiet på Aalborg Universitet. Det vurderes derfor som værende valide og pålidelige kilder. Der er ligeledes indhentet supplerende informationer i andre fagbøger som understøttende materiale. Der har været opmærksomhed på, at de enkelte forfattere kan have en grad af subjektivitet i forhold til deres synspunkter og de modeller, som de beskriver i deres fagbøger. På trods af dette vurderes det dog, at fagbøgerne i højere grad end andre elementer i indhentningen af empiri, vil kunne danne grundlag som pålidelige dkilder. Kritikken af de enkelte modeller vil blive omtalt i det selvstændige afsnit ”modelkritik”.

Internet

Der har i forbindelse med indhentning af empiri benyttet internettet hertil. I denne forbindelse er der blevet brugt en kritisk tilgang til publicerer. Det er efterstræbt alene at benytte troværdige medier, hvilket har resulteret i, at flere medier er fravalgt i forbindelse med indhentningen af empiri. Der er ligeledes blevet brugt en kritisk tilgang til forfatterne bag, da denne kan være subjektiv. Empirien er ligeledes forsøgt at indhentet på forskningsbaseret empiri, så det på denne måde vil øge troværdigheden på kilden.

Royal Unibrews årsrapporter

Årsrapporterne fra 2019 til 2023 samt 1. halvår 2024, som er anvendt i afhandlingen er aflagt af Royal Unibrew og den uafhængige revisors påtegning er uden forbehold eller modifikationer. Tallene anses derfor som værende pålidelige og regnskabet værende retvisende. Der har været en sund skepsis til ledelsesberetningen, da vi er opmærksomme på, at denne aflægges af ledelsen og dermed ikke nødvendigvis kan benyttes som et troværdigt grundlag. Dermed har vi været kritiske overfor ledelsens forventninger til fremtiden samt øvrige forhold der er relateret til ledelsesberetningen.

Royal Unibrews egen hjemmeside

Vi har benyttet Royal Unibrews hjemmeside som kilde. Vi har været opmærksomme på, at der ikke er tale om en uafhængig part, hvorfor vi har været opmærksomme på, at udtalelser og data herfra kan være tendentiøs. Vi har som udgangspunkt benyttet hjemmesiden som en underbyggende kilde, som ikke kan stå alene.

7. Modelkritik

Værdikæde-analysen

Vi har anvendt Porters Værdikæde til at analysere Royal Unibrews interne forhold. Modellen får kritik, da modellen tager afsæt i et industrielt mindset. Derfor bliver modellen ofte kritiseret for ikke at være moderne nok og i højere grad tage udgangspunkt i servicebranchen, som er en stadig voksende del af virksomhedsspektret. Herudover er modellen kritiseret for at være for kasseopdelt og ikke dynamisk nok. Kritikken går på, at man ikke blot kan analysere værdiskabelsen på baggrund af få primære aktiviteter og støtteaktiviteter, men i stedet bør værdiskabelsen ses i et mere nuanceret perspektiv.

PESTEL-analysen

Til brugen for at analysere nærmere på Royal Unibrews omverden, er PESTEL-analysen taget i brug. PESTEL-analyse bygger på at analysere på 6 omverdens forhold, hvori disse 6 forhold har en vis effekt på værdiskabelse hos Royal Unibrew. PESTEL-analysen bidrager til at skabe

et overblik over Royal Unibrews nuværende situation i branchen, såvel som fremlyser potentielle, fremtidige muligheder og/eller udfordringer, hvorfor modellen har sin relevans for Royal Unibrew og deres forrentning. Modellen har dog ligeledes sine svagheder i form af, at udførelsen af analyse er besværlig, da modellen er meget omfangsrig. Yderligere grundet dette, kan informationen som analysen bygges på, være besværlig at indhente i forhold til at afdække samtlige 6 omverdens forhold tilstrækkeligt til virksomheden. Som alternativer til den valgte PESTEL-analyse kunne nævnes analyser som PEEST, STEP eller STEEPLE. Disse er dog fravalgt på grundlag af at PESTEL-analysen 6 omverdens forhold vurderes at være bedst til at udarbejde Royal Unibrews eksterne faktorer, som virksomheden dagligt påvirkes af.

Porters Five Forces

Michael Porters's model, Porter's Five Forces, er en udbredt model, der ofte bruges til brug for analyse af konkurrencesituationen i branchen. Den har dog også nogle svagheder i forhold til at analysere de eksterne forhold.

Kritikken af modellen lyder ofte på, at modellen ikke tager højde for de udefra kommende reguleringer, der vil have påvirkning på markedet. Modellen tager for eksempel ikke de ændringer med, der måtte være i lovgivningen, i forhold til påvirkningen af konkurrencesituationen. Forskellige brancher kan blive væsentligt påvirket af de lovgivningsmæssige ændringer, der bliver foretaget i samfundet – lovgivningen kan ændres pludseligt i et samfund og kan have en stor indvirkning på markedets konkurrencesituation.

Udover kritikken af udefrakommende reguleringer, kritiseres modellen yderligere for, at modellen har svært ved at forklare, når markedet flyder sammen. Porter's Five Forces tager ikke højde for hybride markeder, hvor internettet har haft stor indvirkning på dette, hvor aktører opererer på flere markeder på samme tid. Dette tager Porter's Five Forces ikke højde for, hvor synet er direkte på et afgrænset marked.(Olsen, Staunstrup & Hermann, 2022, pp. 170–171)

DCF-modellen

Til selve beregningen af værdiansættelse af Royal Unibrew er DCF-modellen blevet benyttet, som estimerer virksomhedens værdi ud fra virksomhedens frie cash flow, som virksomheden forventer at generere. DCF-modellen anses derfor at være en metode, som er baseret på indkomst, hvor virksomhedens værdi opgøres som den tilbagediskonterede værdi af de fremtidige forventede cash flows. Derfor anses en af styrkerne ved brugen af DCF-modellen,

at den er uafhængig af regnskabsprincipper, som bidrager til at modellen er anvendelige på nærmest alle virksomheder sammenholdt med andre værdiansættelsesmodeller. Yderligere tager modellen højde for tidsværdien af penge ved at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme til nutidsværdi. DCF-modellen inkluderer både positive og negative cash flows, som nødvendigvis ikke gør sig gældende i andre værdiansættelsesmodeller. Dette bidrager til at skabe et mere nuanceret billede af virksomhedens fremtidige finansielle udvikling.

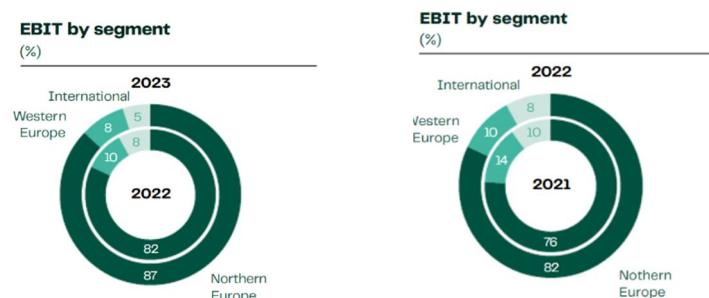
Ligesom modellen har fordele, har den også ligeledes sine begrænsninger. Heraf er en af de største usikkerheder, som er forbundet med at lave fremskrivninger over en så lang periode som 10 år, da det netop kan være besværligt at identificere alle de faktorer, der potentielt kan påvirke virksomheden i fremtiden. I rapportens analyse er der dog taget højde for dette, ved at identificerer og inddrage relevante forhold, som kan påvirke Royal Unibrew fremadrettet. Disse betragtninger er medtaget i budgettet og derigennem bidrager til at skabe en bedre baggrund og tilgang til modellens variable.

Alternativt kunne rapportens værdiansættelse være baseret på modeller såsom EBITDA-multipel og P/E-multipel. Disse er dog fravalgt i denne sammenhænge, som følge af, at det vurderes at disse to modeller ikke inddrager forudsætninger, der er indarbejdet i budgettet.

8. Virksomhedsbeskrivelse

Royal Unibrew er en virksomhed, der kommer gennem fusioner af flere mindre bryggerier, hvor flere indgik i aftalen og stiftede Royal Unibrew A/S. Der er gennem tiden opstået flere fusioner, hvor den sidste skete i 2005, hvorefter Royal Unibrew blev stiftet. Efter stiftelsen har Royal Unibrew været Danmark næststørste bryggeri efter Carlsberg Danmark A/S. ("Royal Unibrew A/S," 2021) Diverse fusioner gennem tiden er blevet grundlagt af nogle bryggerier, der har årelange historiske indtryk hos den brede danske befolkning, der forekommer flere forskellige Ceres, Fuglsang, Albani mm. ("Royal Unibrew," 2025) Disse brands under Royal Unibrew har gennem tiden skabt traditioner, hvor de forskellige brands er grundlagt hos grupper i Danmark. Ceres har gennem lang tid været Aarhus øllen, hvor denne bliver serveret på alle værtshuse rundt i Aarhus, mens Albani har samme forhold til Odense og Fuglsang i Sønderjylland. Der er også fokus herpå i Royal Unibrew, hvor dette bliver et referencepunkt for branding af Royal Unibrew. ("Royal Unibrew - om os," 2025)

Royal Unibrew har gennem tiden udviklet sig til også begyndt udvidelse udenfor Danmarks grænse, hvor opkøb af bryggerier også forekommer udenfor Danmark. Royal Unibrew har nu produkter i mange forskellige lande omkring i verden.



Figur 1 - (Årsrapport 2023 & 2022, side 10 & 7.)

Royal Unibrew bliver i årsrapporten delt op i segmenter Northern Europe, Western Europe og International. I figuren ses det tydeligt at deres markedsandel har stor overvægt i Northern Europe, hvor det fremgår yderligere, at der fortsat er stigning i Northern Europe fra 76 – 87% af EBIT-procenten. Royal Unibrew er stærke i norden, hvor der stadig er fremdrift i deres salg i dette segment.

Royal Unibrew er et stærkt brand, hvor der produceres en lang række forskellige drikkevarer til markedet. Der produceres øl, energidrikke og cider og har gennem opkøb fået flere og flere forskellige produkter i deres sortiment, således de kan tilpasse sig forbrugeren. Det er målet for Royal Unibrew, at de kan servicere forbrugeren med alle de forskellige forespørgsler, der forekommer fra forbrugeren på produkter indenfor markedet, de optræder i.

Det er blevet et varemærke for Royal Unibrew at få omstillet deres produktion til en grøn produktion. Der er gennem de seneste år blevet investeret væsentligt heri, hvilket er kommet for at blive. Der vil i fremtiden stadig være investeringer i denne omstilling, hvor fremtiden og brandet Royal Unibrew vil komme så tæt på en fuld grøn omstilling, som muligt.

(“Årsrapport 2023,” n.d.)

9. Strategisk analyse

Den strategiske analyse af Royal Unibrew vil tage udgangspunkt i en ekstern analyse, hvor selskabets omverden vil blive analyseret. Derudover vil den bestå af en intern analyse, som tager udgangspunkt i Royal Unibrews interne aktiviteter.

9.1 Ekstern analyse:

Til at analysere Royal Unibrews eksterne forhold, er der taget udgangspunkt i de to modeller PESTEL-analyse og Porter’s Five Forces.

9.1.1 PESTEL-analyse:

Grundlæggende er PESTEL-modellen et værktøj, som benyttes af virksomheder inden for strategiske planlægning for at analysere det eksterne miljø i omverdenen, som kan have en dybdegående indvirkning på en virksomheds præstationer i en given branche. PESTEL er således en forkortelse af de forhold, som anses for at være udefrakommende.

Analysemodellen tager sit udgangspunkt i nedenstående seks forhold som vil blive belyst i hver sit afsnit (Olsen, Staunstrup & Hermann, 2022, pp. 156–158)

Analysen vil have sit primære afsæt i det danske marked på baggrund af vurderingen foretaget i afgrænsningen, om at de geografiske områder nævnt heri deler mange ligheder og fællestræk. Hvis der i forbindelse med udarbejdelse af analysen forekommer væsentlige forskelle mellem markederne, vil disse medtages i det omfang, at det vurderes at have relevans for Royal Unibrews produktsortiment. I selve analysen vil alle seks forhold blive berørt på betragtning af, at disse vurderes at indeholde relevante forhold set i forhold til Royal Unibrew.

9.1.1.1 Politiske forhold:

Danskere har i flere år været anset som værende festglade, herunder har der generelt været et stort fokus på alkoholforbruget hos særligt de yngre segmenter, som sammenlignet med mange andre lande, har haft et stort alkoholforbrug. Betydningen heraf har været et stigende fokus på alkoholområdet for politikerne. Derfor ses det, at der i Danmark er indført en Øl- og vinafgiftslov, som i 2024 og 2025 ligger på 48,74 kr./l. ved 100% ren alkohol. Omregnes dette i forhold til salget af en almindelig Royal pilsner dåseøl på 33 cl., som indeholder 4,6. pct. Vol, får det betydningen af en afgift pr. solgte dåseøl i 2024 og 2025 på 73,99 øre, som skal betales. En større udvikling vil påvirke prisen og ultimativt omsætningen af alkoholiske drikkevarer. ("Øl- og vinafgiftsloven Skatteministeriet," 2025)

I Danmark er aldersgrænsen ved køb af alkohol forskellig, alt afhængig af hvilken alkoholprocent den pågældende drikkevare har. Ifølge dansk lovgivning skal du være 18 år gammel, for at kunne købe alkohol med en alkoholprocent på over 16,5 pct. Dog skal du blot være 16 år gammel, for at købe drikkevarer med en alkoholprocent på under 16,5 pct.

Yderligere kan det benævnes, at Danmark er blot ét ud af fem lande i EU, hvor det er tilladt at købe visse former for alkohol som 16-årige, hvor det er gældende i største delen af de europæiske lande, at aldersgrænsen er hævet til 18 år ved køb af alle former for alkohol. ("Aldersgrænse alkohol," 2022)

I takt med at dette område generelt er et meget diskuteret område, har det medført, at der fra d. 1. april 2025 træder nye regler i kræft, som sænker den tidligere alkoholgrænse for 16-17-årige fra maksimalt 16,5 procent til maksimalt 6 pct. Alkohol, hvor reglen er uændret for 18-årige og opefter. Yderligere er det vedtaget, at der i såkaldte nattelivszoner ikke må sælges drikkevarer med mere end 1,2 procent. til personer under 18 år mellem kl. 22.00 – 08.00. (“30 initiativer skal beskytte børn og unge mod nikotinprodukter og alkohol,” 2024)

Betydningen at det politiske initiativ medfører et formindsket antal af forbrugere i markedet i Danmark for Royal Unibrew. Dog skal det bemærkes. at det generelt stadig er muligt for de yngre segmenter fortsat at købe øl, dog ikke gældende i nattelivszonerne i tidsrummet 22.00 – 08.00.

Ved at nævne køb af øl, sodavand og andre læskedrikke. er det svært ikke at benævne grænsehandel i Tyskland. Dansk Erhverv undersøger årligt danskernes grænsehandel i Tyskland. Hertil kan det nævnes, at deres undersøgelse blandt andet viser, at næsten 1,1 mio. husstande grænsehandler mindst én gang årligt. Her er det særligt nydelsesmidlerne såsom øl, sodavand og slik, som driver danskerne over grænsen. Danskerne køber årligt ca. 59. mio. liter øl og 131 mio. liter sodavand. Årsagen hertil kan bl.a. findes gennem, at Danmark er 1 ud af 37 andre lande, som har indført et panttiltag, som følge af et stigende fokus på nedbringelse af CO2 niveauet globalt. Tiltaget har betydet en afgift pr. produkt alt efter størrelsen af produktet. Som følge af tiltaget har Royal Unibrew set sig nødsaget til, at de i 2020 definerede en ny strategi med fokus på bæredygtighed, hvortil de har sat målet om at blive den mest bæredygtige leverandør inden for drikkevarebranchen.

Gentagende gange har Dansk Erhverv forsøgt at sætte fokus på bæredygtighed ved at igangsætte sag hos EU-kommissionen. Sagen medførte, at de delstater som grænser op til Danmark fortsat er fritaget fra at indføre pant på engangsemballage. (“Pantfrie tyske dåser under pres - sender chokbølger gennem grænselandet, siger analytiker - TV 2,” 2021)

Selv om der ikke kom medhold i sagen, er det løbende et emne, som er blevet debatteret. Hertil kan det nævnes, at EU-parlamentet har vedtaget en ny emballageforordning, som betyder, at der fra 2029 skal opkræves pant på tyske dåser og flasker i grænsehandlen. Der er fortsat nogle år, til vi når 2029, og der er fortsat uklarheder i forhold til den praktiske løsning af reglen. Som et øjebliksbillede har indførslen af reglen ikke en betydning lige nu, men taget reglen i betragtning, vil der ske store ændringer af indkøb af især dåseøl og sodavand. Det kan komme til at påvirke Royal Unibrew negativt i forhold til, at Royal Unibrew har haft opkøbt

et hollandsk producent Vrumona og et Italiensk bryggeri San Giorgio med henblik på at få en målrettet produktion til grænsehandlen ved den dansk-tyske grænse. (“Royal Unibrew stiger kraftigt på børsen efter opjustering,” 2024)

Opkøbende og udtagelsen af administrerende direktør Lars Jensen understøtter, hvor vigtig en rolle grænsehandlen har for Royal Unibrew samlede salg.

Herunder er det svært at komme udenom, at nævne Ruslands invadering af Ukraine, som har medført sanktioner mod Rusland. Betydningen heraf er et forbud mod eksport og import af produkter fra Rusland. Sanktionerne og betydningen af disse berøres yderligere under de økonomiske forhold i analysen. (“Sanktioner mod Rusland,” n.d.)

Samlet set vurderes de belyste politiske forhold at have stor betydning for Royal Unibrews fremtid, hvor det anses at afgifter og skatter vil kunne påvirke deres indtjening direkte.

Yderligere vil EU-parlamentets vedtag vedrørende ny emballageforordning i 2029 have en stor påvirkning og vil kræve Royal Unibrew at gennemtænke fremtiden. De nævnte politiske forhold vil ikke blive medtaget i budgetteringen på baggrund af forecast perioden, hvortil det vurderes, at de nye tiltag ikke vil komme på plads indenfor et par år, hvorfor de forbliver udholdt.

9.1.1.2 Økonomiske forhold:

Helt overordnet set gælder det for langt størstedelen af alle markeder, at de påvirkes af den samfundsøkonomiske udvikling, på betragtning af, at en forbrugers købelyst styres af forbrugerens rådighedsbeløb. Yderligere anses øl og læskedrikke for at være en nødvendighedsvare, som medfører at salget påvirkes yderligere af høj- og lavkonjunktur på markederne som Royal Unibrew opererer på. Der kan dog argumenteres for, at øl og sodavand kan blive vanedannende produkter og derigennem blive en nødvendighedsvare for bestemte forbrugere. Udover påvirkningen af evt. høj- og lavkonjunktur, vil der også forekomme risici forbundet med valutaudsving. Royal Unibrew sælger og handler deres produkter i et stort antal lande, som benytter sig af forskellige valutaer – de primære valutaer, der benyttes af samhandelspartnere, er EUR, USD, GBP, CAD, NOK og SEK.

mDKK	Change	Earnings impact before tax 2023	Earnings impact before tax 2022	Equity impact 2023	Equity impact 2022
EUR	0.1%	-11	-0.3	-11	-0.3
USD	10%	5.4	5.5	5.4	5.5
GBP	10%	-0.2	-2.1	-0.2	-2.1
CAD	10%	20.7	21.2	20.7	21.2
NOK	10%	51.6	132.9	51.6	132.9
SEK	10%	7.3	-0.6	7.3	-0.6

Figur 2 – (Årsrapport 2023 s. 125)

Som følge af samhandlen med lande, som benytter andet kurs, medfølger også en risiko på at kurssvingende på de givne valutaer vil kunne påvirke på Royal Unibrew resultat. Betydningen af handlen med andre valutaer for f.eks. Royal Unibrew fremgår af ovenstående. Yderligere ses det, at grundet en fastkurspolitik overfor euroen, er følsomheden for Royal Unibrew overfor denne ikke særlig stor.

Renteudsving er endnu en faktor, der kan påvirke Royal Unibrew væsentligt, især i en tid hvor det ikke med sikkerhed kan vides, hvordan renteniveauet foreligger måneder frem. Hertil oplyses det i deres årsrapport for 2023, at blot en stigning på 1% vil påføre en yderligere omkostning på +/- 30 mio. kr., hvorfor det også må antages at være en væsentlig faktor for Royal Unibrew.

Inflationen er endnu en faktor som spiller ind, især i de seneste år som følge af Covid-19 og som følge af Ruslands invadering af Ukraine. Begge har bidraget til et stort tryk på økonomien verden over. Set på Danmark og nærmere på nettoprisindekset fremgår det også tydeligt, hvilke betydninger hhv. epidemien og krigen har haft. Hvis man blot ser på nettoprisindekset, er det siden januar 2020 steget fra hhv. 103,6 til 119,2 i december 2024, svarende til en stigning på 15,6% på blot 4 år. Denne relativ store stigning har medført et lavere rådighedsbeløb for forbrugerne, som i sidste ende kan have en negativ påvirkning på salget for Royal Unibrew. ("Nettoprisindeks," n.d.)

Yderligere har inflation medført, at prisen på råvarer ligeledes er steget, som i sidste ende er med til at bestemme den endelig pris af et givet produkt. Især som følge af Ruslands invadering af Ukraine har det kunnet ses, hvordan ølmarkedet kan blive påvirket, som følge af at begge lande står for ca. 30% af den samlede hvedeproduktion i verden. Idet hvede må anses som værende en nødvendighedsvarer for Royal Unibrew og generelt øl producenter, kunne det ses hvordan uvisheden om nedgang i kornforsyningerne på verdensmarkedet påvirkede råvareprisen til at stige. ("Situationen i Ukraine har stor betydning for kornpriserne overalt i verden | LandbrugsAvisen," 2022)

De økonomiske forhold må vurderes at kunne have en betydelig påvirkning for Royal Unibrew – i budgetteringen vil der ikke tages medtages rentestigninger og valutakursudsving på baggrund af, at disse vurderes at være uforudsigelige. Yderligere forventes inflationen at være på et gennemsnitligt niveau efter et par turbulente år som følge af Covid-19 og krigen mellem Rusland og Ukraine. Hvorfor der heller ikke er medtaget betydningen af disse to i

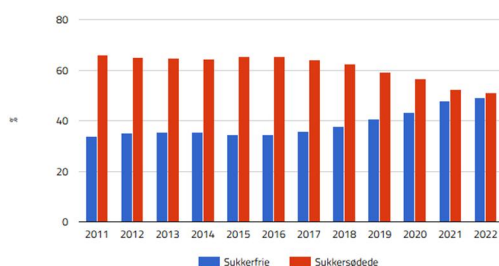
budgetteringen, da det vurderes, at disse forhold allerede er blevet forløst internt af virksomheden og deraf ikke vil indgå i fremtidige omkostningerne.

9.1.1.3 Sociokulturelle forhold:

Under sociokulturelle forhold vil det ikke være muligt at undgå, at benævne den generelle sundhedstrend, som blot bliver større og større. Befolkningen har det seneste årti haft et øget fokus på en sundere livsstil – som følge heraf, har der ligeledes været et øget fokus på at formindske indtaget af alkohol og læskedrikke. Derfor er det vigtigt at Royal Unibrew følger tendenserne hos forbrugerne og ser disse tendenser som muligheder for et potentielt nyt marked og ikke som begrænsninger for de nuværende markeder. Yderligere til underdækning af sundhedstrenden foretog sundhedsstyrelsen tilbage i 2022 en ændring i anbefalingen om alkohol, som også er blevet kaldt 10-4. 10 genstande om ugen og højst 4 genstande på samme dag, hvor den førhen gående anbefaling hed 14-7. (“Anbefalinger om alkohol,” 2025)

Sundhedsstyrelsen udarbejder årligt den nationale sundhedsprofil, hvortil det i rapporten fremgår, at andelen der ugentligt drikker fem eller flere genstande ved samme lejlighed for både mænd og kvinder i forskellige aldersgrupper generelt er faldene igennem det seneste årti. (“Danskernes sundhed,” 2024)

Sundhedstrenden berører ikke kun markedet for alkoholiske drikkevarer, men påvirker også markedet for læskedrikke med sukker, som ligeledes berøres. Dette understøtter blot den igangværende sundhedstrend, som har haft en opadgående kurve i det seneste årti. Det fremgår af nedenstående plot, at hvis der tages et kig tilbage 2011, lå fordelingen af sukkersødede og sukkerfrie sodavand med hhv. ca. 70% og 30%. Igennem de seneste år er denne blot blevet tættere på 50/50%, hvortil det i 2022 næsten ligger på dette niveau.



Figur 3 - (“Bryggeriforeningen 1,” 2020)

Dette bidrager blot til understøttelsen af den opadgående sundhedstrend og ikke mindst vigtigheden for Royal Unibrew i, at være opmærksomme på udviklingen af især det sukkerfrie segment. Det benævnes yderligere i artiklen, at årsagen til denne tendens skyldtes

en kombinationen af befolkningens stigende fokus på en sundere livsstil samt et øget fokus på markedsføring fra udbyderne af disse sukkerfrie alternativer. Fødevarepartnerskabet står bag en stor del af dette, hvor omtrent 150 virksomheder, brancheforeninger samt sundhedsorganisationer gik sammen om at fremme udviklingen af sunde og velsmagende alternativer til de ellers kendte sukkerholdige drikkevarer tilbage i 2019. Igennem de seneste år har alternativer kun vokset sig større og efterhånden blevet mere attraktive, på baggrund af udviklingen og fokuset på at skabe sukkerfrie alternativer, som smagsmæssigt er i stor lighed sukkerholdige, samtidig med at det skal anses som et sundt alternativ.

I takt med sundhedstrenden har forbrugerne ligeledes i højere grad fået et selvrealiseringsbehov, hvilket afføder forskellige tendenser indenfor forbrugernes købsadfærd. Forbrugerne vil ikke længere nøjes og gå på kompromis med deres overbevisninger, hvilket medfører en stigende efterspørgsel efter f.eks. special- og økologiske øl. Herunder er der generelt et stigende fokus på bæredygtighed, som vil blive yderligere afdækket under miljømæssige forhold. De mange nye tendenser, man ser hos forbrugerne, er med til at understrege vigtigheden for Royal Unibrew i, at opfange disse forbrugeradfærd og tendenser, for at undgå at havne i en situation, hvor de ikke udbyder det markedet efterspørger.

Ovenstående forhold er med til at Royal Unibrew investerer betydeligt for at kunne styrke markedsposition, herunder fremme bæredygtigheden. Herunder dette kan også nævnes, at Royal Unibrew i de seneste par år har gennemført mange opkøb, bl.a. opkøbet af Vrumona som er en læskedrikproducent samt San Giorgio, et italiensk bryggeri, som ligeledes tidligere blevet nævnt. Disse to opkøb har medført til en større stigning i omsætningen. ("Royal Unibrew stiger kraftigt på børsen efter opjustering," 2024)

Som følge af de tidligere nævnte forhold forventes det at Royal Unibrew fortsat vil investere efter 2024 for at fortsætte den konstante vækst og samtidig være på forkant på eventuelle trends. Heraf forudsætter det, at Royal Unibrew vil foretage investeringer for omtrent 100 millioner kroner fra 2025 og frem. ("Årsrapport 2023," n.d., p. 22) Som følge af, at det vurderes på baggrund af nævnte oplysninger, at Royal Unibrew i forvejen har en solid markedsposition på markedet for sukker- og alkoholfrie sortiment, hvorfor investeringen ikke vurderes at have en påvirkning på budgettet.

9.1.1.4 Teknologiske forhold:

Et af de forhold som er i konstant udvikling, er teknologien. For hvert et år, der går, sker der større og større teknologiske udvikling, heriblandt digitaliseringen, som har medført en

tilgængelighed og mere forenklet proces til en direkte kommunikation til forbrugeren. Internettet er blevet en del af forbrugers dagligdag og er såvel gået hen til at blive uundværlig. De to nævnte faktorer har skabt en ny tilgangsvinkel for effektiv markedsføring henvendt direkte til forbrugeren.

Herunder har der været en stigende udvikling i at automatisere så meget af processen fra start til slut for at effektivisere produktionen – betydningen heraf har været, at mange processer som tidligere har været manuelt foretaget af en medarbejder i stedet er blevet automatiseret ved f.eks. at en maskine foretager processen, som i sidste ende medfører besparelser.

Den teknologiske udvikling har påvirket globaliseringen i høj grad, som har resulteret i en udvidelse af internationale økonomiske, politiske og kulturelle aktiviteter verden over. Ændringen heri har ligeledes påvirket adfærden i sociale og kulturelle forhold hos de enkelte lande. ("globalisering - Om dens virkninger og konsekvenser - Lex," n.d.)

Historisk set er det kun gået en vej for den teknologiske udvikling, og det er fremad – dette formodes fortsat at være gældende og derimod anses det for at være en stor del af fremtiden. Udviklingen har medført en stor mulighed for at analysere yderligere på kapacitetsudnyttelse og omkostningsminimering end førhen, hvorfor det som aldrig før har været vigtigere for virksomhedens at tilpasse sig og adoptere de muligheder, den teknologiske udvikling medgiver sig. Heraf er dette også et nøgleområde for Royal Unibrew A/S, som har haft et stort fokus og fortsat har, ved konstant at analysere deres forretning og eventuelle optimeringer af processerne i virksomheden. Royal Unibrew har selv vurderet dette som et nøgleområde for fremtidige succes – hertil har de som tiltag inkorporeret et koncerndækkende ERP-system, som er fælles på tværs af grupper. ERP-systemet medfører en mere automatiseret tilgang til hele processen for virksomheden, altså helt fra økonomi, produktion og forsyningskæder til service og human resources. Implementeringen skal være med til at underbygge en ensartet proces for hele koncernen og derigennem en mere effektiv forretning. Yderligere bliver ERP-systemet ligeledes indført for nyopkøbte bryggerier. ("Årsrapport 2023," n.d., pp. 19 & 55)

Yderligere i takt med den teknologiske udvikling, har der igennem de seneste år været en stigende interesse og opvakt for brugen af AI. Dette gør sig ligeledes gældende for Royal Unibrew, som ved hjælp af AI, har gjort brug af at "oprette" to AI agenter, som fungerer som virtuelle medarbejdere og som skal bidrage til en mere effektiv og øget go-to-Market hastighed, som bidrager til, at de reelle medarbejdere har mere tid til at fokusere på de

områder, som i højere grad kræver menneskelige ressourcer, såsom strategiske opgaver. ("Hos Royal Unibrew skaber virtuelle AI-medarbejdere nye forretningsmuligheder - DI," n.d.)

I takt med at digitaliseringen i verden bliver større og større, medfører dette også risici. Den øgede digitalisering medfører større trusler for cyberangreb, eftersom flere og flere virksomheder bliver mere IT-afhængige, og derfor kan nedbrud og angreb have katastrofebetydning for produktionen. Derfor er der fra virksomhedernes side også et større fokus på at forsikre sig imod evt. cyberangreb. Royal Unibrew har derfor set sig nødsaget til at oparbejde interne kontroller, som skal medvirke til at kunne håndtere eventuelle cyberangreb. De har opbygget kontroller for deres nøgleprocesser, som skal sikre, at disse processer kan fortsætte i tilfælde af angreb. Yderligere foretages der daglig backup af data. De har helt generelt opbygget en række protokoller, som skal gøre dem mindre følsomme overfor cyberangreb. ("Årsrapport 2023," n.d., p. 55)

Det er benævnt i hhv. Sociokulturelle forhold samt miljømæssige forhold, at der i stigende grad er et øget fokus på bæredygtighed. Her har virksomhederne haft mulighed for at udnytte den teknologiske udvikling til produktionsmaskiner, som kan bidrage til at skabe mere bæredygtige produkter samt nedbringe energiforbruget og CO₂ udledningen og derigennem gøre sig mere attraktive overfor forbrugeren. De nævnte forhold bliver belyst i nedenstående afsnit.

De teknologiske forhold må siges at påvirke Royal Unibrew, hvortil det kræver en konstant opmærksomhed på udviklingen for at miste/tabe konkurrencemæssige fordele. I forhold til budgetteringen vurderes det, at belyste punkter ikke påvirker Royal Unibrews budget og derfor medtages der ikke ekstra omkostningerne hertil.

9.1.1.5 Miljømæssige forhold:

Et af de mest omdiskuterede og aktuelle emner i nutiden, er miljømæssige forhold for virksomheder. Som tidligere nævnt, har forbrugerne i en højere grad end tidligere en holdning til virksomheders miljøprofil. Derfor er det også et forhold, som kan påvirke ens omdømme mere, end det tidligere har gjort. Det øgede fokus er sket i takt med et øget fokus på den globale opvarmning, som følge af de klimaforandringer, som er sket igennem det seneste århundrede og fortsat påvirker dagligdagen. På baggrund af det øgede fokus, samt de katastrofale følger klimaændringer kan have, har flere virksomheder i alle brancher set sig nødsagede til at deltage aktivt i kampen. En af de mere nævnte årsager til klimaforandringerne er CO₂-udslippet, som er omtalt som værende stigende på baggrund af et stigende forbrug

samt den drastiske udvikling af ulande. For at bekæmpe dette problem, har politikere verden over set sig nødsaget til at vedtage forskellige løsninger til at mindske CO2-niveauet. Heriblandt kan der nævnes pantafgiften. Hele ideen bag pantafgiften er, at sikre en måde på at flasker, dåser og emballage genbruges på bedst mulig vis. Dansk Retursystem er en nonprofitorganisation, som står for Danmarks pantsystem. Formålet med Dansk Retursystem er netop at løse problemet med pant og sørge for, at flasker, dåser og emballage genbruges så vidt muligt. Hertil kan det nævnes, at Dansk Retursystem i forbindelse med årsrapporten afslørede, at 99,7% af de pantede flasker og dåser blev genanvendt til nye og med en returprocent på 93%, som er blandt de allerede bedste lande i verden. ("Pantsystemet i Danmark slår rekorder," 2025)

Yderligere tiltag på verdensfronten indgik EU Parisaftalen tilbage i 2015, hvor samlet 196 lande underskrev aftalen. Parisaftalen er kort fortalt en aftale om, at CO2 skal formindskes med 55% i 2030 sammenholdt med CO2 udslippet i 1990. Hvortil medlemslandene skal have aftale og målet indarbejdet i deres lovgivning inden juli 2024. Det betyder, at de større børsnoterede selskaber med over 500 ansatte, er underlagt disse regler fra 2024. ("Generelt om bæredygtighedsrapportering efter § 99 a (CSRD) | erhvervsstyrelsen.dk," n.d.)

Danmarks tiltag til at implementere Parisaftalen er gjort, ved at indarbejde en lovpligtig miljøpolitik. Hertil skal regnskabsklasse C virksomheder jf. ÅRL § 99a rapportere om virksomhedens arbejde med bæredygtighed, hertil et afsnit omkring, hvad virksomhed gør af indsats for at reducere deres påvirkning på klimaet.

De lovmæssige krav tvinger således virksomhederne til i større grad at tage stilling til deres påvirkning på klimaet og derigennem også virksomhedernes profil, som ligeledes er et ønske fra forbrugerholdningerne.

Derfor er dette også et område hvorpå Royal Unibrew bestræber sig på at være blandt de bedste. Hertil kan det nævnes, at de grundet pantsystemet har formålet at omstille det øgede krav hertil til en økonomisk fordel igennem en reduktion af ressourceforbruget. Reduktionen sker ved, at de i større grad benytter sig af et mere miljøvenligt og genanvendeligt materiale, som i sidste ender ryger retur efter produktet, er brugt, hvorigennem ressourcer så kan genanvendes, hvilket medfører en billigere kostpris for Royal Unibrew. F.eks. eksempel formåede de i 2020 at producere Egekilde vandflasker ud af 100% genanvendeligt plast, som medførte en samlet reduktion af deres forbrug med 2.000 tons om året. Yderligere har de haft fokus på at udvikle letvægtsdåser fremfor de almindelige kendte dåser, som har bidraget til en

reducering af forbruget med 800 tons om året. ("Royal Unibrew – Bæredygtige drikkevarer i genanvendt emballage - DI," n.d.) Tiltag som disse bidrager til, at Royal Unibrew får skabt en præference hos forbrugerne, igennem en mere miljøvenlig profil.

Som nævnt bestræber Royal Unibrew på at være blandt de bedste – de har derfor også en klar klimapolitisk og arbejder sig hen imod et ønske om, at være CO2 neutrale. En udmelding om dette forpligter dermed også virksomheden i, konstant at have fokus på reducere forbruget og deres udledning af drivhusgasser. Som nævnt, kan disse tiltag allerede ses på deres konstante udvikling på emballage. Yderligere nævner de, at de har fokus på at optimere deres energi- og vandforbrug, hvilket har medført, at Royal Unibrew har haft et stort fokus på grøn energi. Som følge heraf, har de foretaget store investeringer i solceller og vindmølleparker, såsom deres investering i Faxe, som dækker 40 procent af anlæggets energibehov. Ligeledes har Royal Unibrew installeret en varmepumpe, hvis formål er at kunne udnytte overskudsvarme fra deres køleanlæg og har derigennem opnået en reduktion i varmeforbruget på 30%. ("Vedvarende energi er vejen frem for Royal Unibrew - DI Fødevarer," n.d.)

Som følge af Royal Unibrews enorme fokus, har de ligeledes en KPI opsat om, at de forventer at blive den fortrukne leverandør af bæredygtige drikkevarer i 2030. Til bl.a. at opnå dette ønske oplyses det, at de vil allokere 40% af deres markedsføringsbudget til brugen af kampagner og brand, hvis fokus er på bæredygtighed. Yderligere har de et mål om at være 100% CO2 neutrale i 2025, hvortil det af årsrapporten fremgår, at de er 92% CO2 neutrale. Ligeledes har de fokus på at reducere udslippet fra deres forsyningskæde, hvortil de vil reducere dette med 50% i 2030. Indtil videre har de formået at reducere dette med 10-12%. Slutteligt vil de i 2025 genanvende 100% af deres emballage, hvortil de i 2023 genanvendte 92% af deres emballage. ("Årsrapport," n.d., p. 70)

Som følge af ovenstående, er Royal Unibrew på vej i den rigtige retning sammenholdt med deres klimapolitik og mål, som i sidste ende skal bidrage til at skabe en præference blandt forbrugerne.

Slutvis er det vigtigt at nævne, at det ikke kun er blandt bryggerier, der er sket en enorm opmærksomhed på de miljømæssige forhold, men på samtlige markeder. Det blevet et fokus, hvortil det er vigtigt at være opmærksom på potentielle muligheder/initiativer, som kan medføre en mere bæredygtig virksomhed. Det øgede fokus er sket i takt med, at en større del af forbrugerne er påbegyndt at have fokus på miljøet i forbindelse med beslutningsprocessen,

når de udvælger deres produkter. I lighed med at Royal Unibrew har et enormt fokus på bæredygtighed, forventes det ligeledes, at deres konkurrenter i lighed med Royal Unibrew investerer gevaldigt på dette område. Som følge heraf medtages potentielle fremtidige investeringerne ikke i budgettet.

9.1.1.6 Lovgivningsmæssige forhold:

I takt med, at afhandlingen allerede har berørt de politiske forhold, hvoraf de lovgivningsmæssige forhold er meget i lighed med, vil forholdene være relevante under begge forhold. Heriblandt kan alderspolitikken nævnes, som blev berørt i politiske forhold.

Udover tidligere nævnte forhold, er der bestemte lovgivninger, som virksomheder er underlagt, som ligeledes gælder for Royal Unibrew i forbindelse med markedsføring af deres sortiment. I lighed med andre virksomheder, er de underlagt markedsføringsloven, som indebærer, at virksomheder skal opretholde en god markedsføringskik – dette indebærer, at de ikke må udarbejde vildledende eller sammenlignelige reklamer mv. I takt med at en stor del af Royal Unibrews sortiment består af alkoholiske drikkevarer, skal de ligeledes følge specifikke love i forhold til markedsføring af disse produkter overfor børn og unge. I forhold til markedsføringen indebærer dette, at der ikke må opfordres, omtales eller indeholde billeder som henviser til rusmidler jf. § 11 stk. 2., (Erhvervsministeriet, 2024) Herudover indebærer loven at virksomheder ikke må indikere, at eventuel indtagelse af alkohol kan bidrage til succes eller opfordre til at indtagelse af større mængder af alkohol. Yderligere skal virksomhederne ligeledes vise hensyn til de skadelige aspekter, som er forbundet med indtagelse af alkohol. (“Markedsføring af alkoholdige drikkevarer,” n.d.)

I takt med at reglerne for markedsføring ændres løbende og oftest med følge af at begrænse yderligere for markedsføring af alkohol, kan dette bidrage med et negativt signal til forbrugerne og derigennem skade omsætningen.

I lighed med at det blev benævnt, at politiske forhold kan have en stor betydning, gælder det samme for lovgivningsmæssige forhold. Ændringer heri vil for virksomhederne påvirke aktiviteten, driften samt i sidste ende resultatet. F.eks. vil den nye ændring af aldersgrænsen og tiderne hvor alkohol med over 1,2 promille indtages, skabe en nedsat indtjening. På baggrund af en usikkerhed omkring potentielle nye lovgivninger, vil der ikke tages højde for disse i budgettet.

9.1.2 Porters Five Forces

Michael Porters's model Porter's Five Forces er en udbredt model, der ofte bruges til brug for analyse af konkurrencesituationen i branchen. Den har dog også nogle svagheder i forhold til at analysere de eksterne forhold. Dette er omtalt i afsnittet omkring "7. modelkritik"

9.1.2.1 Forklaring af modellen:

Michael Porter har udviklet en model til brug for at danne et overblik over hvilke barrierer, der forekommer på et marked. Modellen beskriver de fem, ifølge Michael Porter, væsentlige parametre for konkurrencen i en given branche. (Olsen, Staunstrup & Hermann, 2022, pp. 164–165)

Modellen bruger fem parametre til forklaring af konkurrencesituationen i branchen som belyses i nedenstående afsnit, hertil bruges denne til at forstå virksomheders beslutningstagen i et givet marked. Den bruges af virksomheder til at bestemme omkring indtrængningsbarrierer i et marked, og hvordan virksomheder der allerede opererer i markedet agerer. Der vil herunder blive analyseret de ovenstående punkter, der er med til en brancheanalyse af markedet, som Royal Unibrew opererer i.

9.1.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke:

Royal Unibrew begiver sig på et B2B marked, hvor deres kunder derved er andre virksomheder, som videresælger Royal Unibrews produkter. Dette kan f.eks. være festivaler, hoteller, dagligvarebutikker mv. I B2B-markedet foregår salget i to forskellige segmenter, hvor differencen mellem de to segmenter er hvor produktet bliver forbrugt. Segmenterne bliver kaldt off- eller on-trading. Dette benævnes flere gange i årsrapporten for Royal Unibrew. (Årsrapport Royal Unibrew 2023)

Off-trading relaterer sig til salg, hvor produktet bliver brugt hjemme hos forbrugeren, mens produktet ved on-trading bliver brugt på stedet, hvor kunden har købt produktet. Derved vil de primære steder, hvor on-trading finder sted, være på et hotel, festivaler eller lignende. Derimod er et sted for off-trading en dagligvarebutik, hvor forbrugeren tager produktet med og bruger produktet hjemme.

I On-trading markedet er kunden hos Royal Unibrew derved den pågældende restaurant, festival eller andet, hvor forbrugeren benytter stedet til at nyde deres produkt. Stedet, der i denne sammenhæng er kunden i markedet, vælger selv hvilken producent, de vælger at lancere. Der er ofte en specifik leverandør til disse steder, hvor der vælges fra forbrugeren, hvad der passer bedst ind i deres sortiment til deres kunder. Diverse on-site trading steder

brander sig på forskellige måder og har ofte præferencer i forhold til produkter, der skal indtages på stedet. På diverse on-trading steder vil sortimentet derfor ikke være så stort, som ved off-trading, hvorfor forbrugeren på on-trading stedet ikke har så stor forhandlingsstyrke overfor restauranten/caféen i forhold til valg af deres øl eller læskedrik. Royal vil qua deres brede kendskab i Danmark og deres plads i markedet kunne bruge deres markedsposition til at højne deres forhandlingsstyrke overfor leverandøren. Dette er grundet, hvis udvalget er lavt, vil restauranten i højere grad vælge Royal Unibrew, da danskerne ofte kender mærket. De mindre bryggerier vil ikke have den samme mulighed for dette, da deres brand ofte ikke er af samme størrelse samt kendskabet ofte ikke er så høj, som ved Royal Unibrews.

De mindre bryggerier, der leverer i on-side markedet, vil yderligere ofte have et begrænset antal produkter til forbrugeren, hvor Royal gennem deres sortiment ofte kan stille alle forbrugernes lyster på caféen eller andre on-trading steder. Køberen har derfor overfor Royal i on-site segmentet en god forhandlingsstyrke, dog kan Royal Unibrew bruge deres store sortiment samt deres kendskab hos den brede befolkning til deres fordel i forhandling med kunden. Royal Unibrew har, udover deres sortiment, så store produktionsanlæg, således det ikke er et problem for Royal at producere den mængde, der skal til for at kunne levere til en hel festival, hoteller mm. Dette kan være et problem for mindre konkurrenter på markedet i on-trading markedet, da de ofte ikke har produktionsanlægget til at producere til større arrangementer såsom festivaler.

Off-trade segmentet er kendetegnet ved, at der er mange substituerende produkter, grundet dette foregår i diverse butikker, hvor udvalget er stort. Dagligvarebutikker har ofte mange forskellige varer på hylderne, hvor der kan vælges eller fravælges. Her vil forbrugeren ofte have en større forhandlingsstyrke, da forbrugeren i dette tilfælde selv kan fra- eller tilvælge hvilket produkt, de vil have i forhold til deres præferencer. Her kan forbrugeren ofte finde substituerende produkter ved andre forhandlere. Præferencegraden er derfor vigtig i dette segment, hvor det er vigtigt for aktører, der sælger meget i off-trade segmentet. Derved kan man med fordel skabe en lang række forskellige produkter, der rammer forskellige præferencer ved forbrugeren, hvilket vil skabe en større chance for, at forbrugeren tager produktet fra virksomheden. Hertil har Royal et stort og bredt udvalg, hvor de er repræsenteret i næsten alle former for læskedrikke, øl mm. ("Royal Unibrew - Brands," n.d.).

På markedet for øl, er der en andel af off-trading på omkring 75% ("Ølsalget i Danmark fordelt på salgsstede," 2023) mens læskedrik ligger på omkring 85% ("Salg af læskedrik

fordelt på salgssteder,” 2020). Der er derfor stor overvægt af off-trading i branchen, hvor størstedelen af salget foregår således.

Royal Unibrew sælger størstedelen af deres sortiment i off-trading segmentet, hvorfor Royal Unibrew også prøver at ramme de forskellige præferencer forbrugeren måtte have. Royal Unibrew udbyder mange forskellige læskedrikke samt øl, hvor de prøver at ramme alle de forskellige præferencer, kunden har. (“Royal Unibrew - Alle brands,” n.d.)

Eftersom Royal Unibrew sælger så meget i off-trading segmentet er forhandlingsstyrken hos køberen høj, da mængden af substituerende produkter er stor og kan erstatte Royal Unibrews produkt og blive sat på hylderne hos køberen. Dog er Royal Unibrew ofte ”on-top of mind” ved kunderne, der har haft et langvarigt kendskab til Royal Unibrew, hvilket giver Royal Unibrew lidt bedre forhandlingsstyrke, da Royal Unibrew derfor vil være noget kunderne, har tillid til og føler sig komfortable med at vælge.

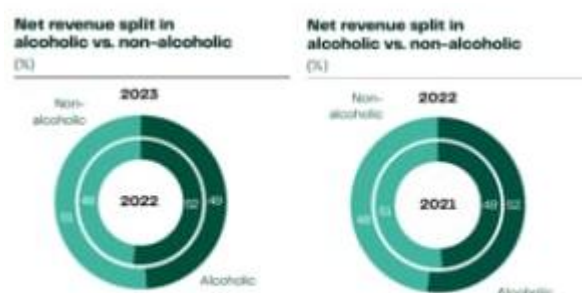
9.1.2.3 Substituerende produkter

De substituerende produkter bliver vurderet efter, hvordan forbrugeren handler på markedet. Køberens tilbøjelighed til at afsøge andre produkter for at få tilfredsstillet sine behov samt tilgængeligheden for forbrugeren til at kunne skifte produkt uden nogle former for ydelse fra forbrugeren. Sammenligneligheden spiller derfor en stor rolle, hvis man skal finde ud af, hvor mange substituerende produkter, der findes på markedet og truslen herfra. (Olsen, Staunstrup & Hermann, 2022, p. 170)

Substitutionen omkring Royal Unibrews produkter er forskellige efter, hvad forbrugeren ønsker. Der kommer flere og flere ølvarianter, hvor det toppede i 2024, hvor de forskellige øltyper stryger frem (“Igen i år er der lanceret flere dansk ølvarianter,” 2024) Udover substitutionen til andre øltyper, vil konkurrencen i aspektet for alkoholiske drikke være store, da øl kan substitueres med drinks, vin eller andet med alkoholisk indhold. Derudover er Royal Unibrew ligget i den middel prisklasse indenfor retail salg, altså off-trading, som nævnt i afsnittet omkring kundens forhandlingsstyrke. I den form forekommer 75% af salget for Royal Unibrew, hvor der står mange forskellige produkter fra andre leverandør side om side. Chansen for substitution i off-trading markedet indenfor Royal Unibrew’s marked er derfor høj.

Udover substitution til andre alkoholiske drikke er trenden i det danske marked omkring ikke-alkoholiske drikke steget markant. Dette sætter også sine tydelige spor i ølmarkedet, hvor man prøver at ramme alle forbrugere og derved sætter flere produkter på hylderne.

Ølmarkedet er i den grad blevet et marked, hvor forbrugeren også efterspørger en øl uden alkohol – salget er alkoholfrie øl er stigende, og det har det været siden 2014, hvorfor det er meget sandsynligt, at dette vil fortsætte. (Mundt, 2025a) Hvis man kigger på Royal Unibrews tal, er dette også tydeligt, hvor der forekommer i årsrapporten fra 2023 samt 2022 ses fremgang i ”net revenue split in alcoholic vs non-alcoholic”.



Figur 4 - (Årsrapport 2023, 2022, side 10, side 7)

Omkring on-trading markedet vurderes substitutionen ikke at være af samme størrelse, dette er med henblik på, at ikke alle bryggerier har kapaciteten til at levere så store mængder, der bruges i dette marked, som der også omtales i kundernes forhandlingsstyrke. Der vil i dette marked derfor ikke være samme mulighed for substitution, dette er også grundet, at on-site stedet helst skal have et udvalg, der gør, at kunden kan stilles tilfreds. Dog er det ikke muligt for on-site stedet at have så mange produkter, som det er ved off-trading blandt andet på grund af pladsmangel.

Vurderingen af graden af substitution er, grundet ovenstående argumenter, høj i markedet. Selvom der ikke forekommer samme grad af substitution i on-site- som i off-trading markedet, er der så stort et udvalg mellem produkter i markedet og dette er stadigvæk stigende, dette er ikke kun på alkoholiske varer, men også produkter, der ikke indeholder alkohol. Forespørgslen efter disse varer er stigende, og der produceres flere og flere varianter heraf.

9.1.2.4 Trusler for nye udbydere

Konkurrencen på markedet bliver defineret ved forskellige parametre, truslen omkring nye udbydere bliver vurderet ved at kigge på forskellige ting i markedet herunder kapitalbehovet for indtræden, profitten ved indtræden og stordriftsfordele i markedet (Olsen, Staunstrup & Hermann, 2022, p. 169)

Markedet hvor Royal Unibrew befinder sig i bryggeribranchen er defineret ved mange aktører, hvor der findes både mikrobryggerier, hvor der findes en lille produktion. Disse mikrobryggerier har i mange år været stigende, hvor der i 2024 var 220 bryggerier rundt omkring i Danmark, hvor derimod var 237 i 2023. Dette er altså et fald på 17 i hele 2023. Phillip Hulgaard der er direktør, og stifter af bryggeriet ÅBEN udtaler, at faldet er grundet den øgede konkurrence på markedet, hvilket er sammenhængende med, at antallet af bryggerier har været stigende siden 2000. (Mundt, 2025b) Udover dette tyder det også på, at profitten på markedet ikke er så stor, som der er virksomheder til. Det betyder, at der er mindre risici for, at flere indtrænger på markedet, da profitten i markedet ikke er så stor. Dette er med henblik på, at der i forvejen ikke er profit nok til de allerede etablerede aktører på markedet. Udover det mindre antal af bryggerier i 2024 sammenlignet med 2023, har bryggeriforeningen forespurgt deres medlemmer i marts 2025, omkring deres risici for lukning i nærmeste fremtid. Undersøgelsen viser, at der er 22%, der mener, at der er middel risiko for lukning, sammenlignet med juni 2022, hvor der var 6% af medlemmerne, der mente, at der var middel risiko for lukning. (Mundt, 2025c)

Der er generelt ikke de store omkostninger til opstart af bryggeri, hvor det er lidt tilgængeligt at finde opskrifter på internettet samt hvordan, det skal gøres. Dog er Royal Unibrew af den kaliber på markedet, hvor opstartsvirksomhederne ikke konkurrer direkte med dem.

Mikrobryggerierne er ofte meget niche præget, hvor de har et marked i markedet, hvor der kæmpes for markedsandele. Royal Unibrew er sammen med Carlsberg på det danske marked for bryggerier markedsledere, hvor Royal Unibrew i 2023 har en markedsandel i alkoholiske drikke på 16,6% og 23% af markedsandelen i soft drinks i 2024. ("Analysis - Euromonitor: Passport Soft drinks," n.d.). For at vækste på markedet er det vigtigt for Royal Unibrew, som værende stor aktør på markedet, at opkøbe mindre/mellemstore bryggerier, som skaber vækst i omsætning og derved generel vækst i koncernen. Royal Unibrews adm. direktør har på kort tid opkøbt virksomheder, som har været en succes, hvilket præger deres indtjening i markedet, som ellers er under pres. (Askjær, 2024).

Grundet ovenstående argumenter er vurderingen af truslen for nye udbydere som værende meget lav, hvis man kigger på Royal Unibrew. Dette er med hovedpunkterne hvor Royal Unibrew er markedsledere og gør brug af deres stordriftsfordele og opkøber de små bryggerier for fortsat vækst. Derudover er profitten ved indtræden blevet mindsket, hvor det er påset, at der er færre bryggerier i Danmark, selvom efterspørgslen omkring øl aldrig har været større. Der er kommet flere varianter og interessen er voksende.

9.1.2.5 Leverandørens forhandlingsstyrke

Leverandørerne i markedet, hvor Royal Unibrew befinder sig, er til deres produktion af øl samt deres emballage hertil. Leverandørerne i markedet er derfor primært de producenter, der producerer de basale råvarer, der bruges til ølproduktion samt diverse andre varer, der produceres. De ting, der vurderes efter, når man kigger på leverandørens forhandlingsstyrke, er antallet af leverandører samt leverandørens relative forhandlingsstyrke, her menes om leverandøren har et specielt produkt, som enten har et patent eller lignende.

Som nævnt før i PESTEL analysen, under økonomiske forhold, har Ruslands invadering af Ukraine gjort at råvarerne til øllet er blevet presset. Dette skyldes, at der før invasionen kom 30 % af produktionen af den samlede hvedeproduktion fra disse to lande, for markedet gør det at antallet af leverandører sænkes betydeligt, hvorfor forhandlingsstyrken hos leverandøren stiger. Vi har siden invasionen set en større udgift til råvarer i Royal Unibrews regnskaber, hvor overskudsgraden for Royal Unibrew er faldet markant. En af årsagerne hertil kan være, at antallet af leverandører er faldet, hvorfor der derved vil komme en prisstigning på markedet. Dette ses også nedenunder, hvor tallene er samlet fra Royal Unibrews årsrapport.

Omsætning		7,692	7,557	8,746	11,487	12,957
Nettoomsætning		7,692	7,557	8,746	11,487	12,957
Produktionsomkostninger		-3,435	-3,428	-4,309	-6,395	-7,250
Bruttoresultat		4,257	4,129	4,437	5,092	5,707

Figur 5 - egen tilvirkning

Det giver leverandørerne mere magt, hvor det også ses, at der er kommet en prisstigning i markedet.

9.1.2.6 Konkurrencesituationen i branchen

Den generelle konkurrencesituation i en branche bliver vurderet efter kriterier omkring branchens aktører, hvordan markedets andelene fordeler sig mellem dem, samt omkring markedet struktur. Efter dette er fastlagt, forekommer der udbuddet af varerne i markedet samt produktionsapparatet, der skal til at producere den pågældende vare i branchen. (Olsen, Staunstrup & Hermann, 2022, p. 166)

Markedsandelene i Danmark for alkoholiske drikke er 16,6 % til Royal Unibrew samt 37 % til Carlsberg Denmark, der bemærkes at dette er et udpluk af alle alkoholiske drikke, hvorfor markedsandelene er endnu større i markedet omkring øl. ("Analysis - Euromonitor: Passport Alcoholic drinks," n.d.) Det er derfor et marked, hvor der er to store aktører samt en masse mindre bryggerier, som nævnt tidligere i analysen. Markedet har derfor en konkurrencesituation, der kendt som Duopol – denne konkurrencesituation er kendetegnet ved

disse to aktører, der er markedsledere på et bestemt marked. Det ses også på markedet, at de få aktører, der ellers opererer på markedet, prøver at differentiere sig i forhold til markedslederen på pris eller udbud. Der er en stor fordel for Royal Unibrew i markedet i form af deres stordriftsfordele, der tilfalder dem. De kan herved få, grundet deres produktionsanlæg er større sammenlignet med mange af aktørerne på markedet, produceret deres varer til en lavere omkostning, da mængden kan skrues væsentligt op i forhold til de små aktører. Carlsberg Danmark har dog til hensigt at presse markedet i form af pris, da Carlsberg Danmark har samme store produktionsapparat. De kan på samme måde som Royal Unibrew udnytte disse stordriftsfordele. Udover dette, er der mange mindre aktører på markedet, der hele tiden presser konkurrencen på markedet i form af, at udbuddet er stort. De små aktører giver mange forskellige smagsvarianter til markedet, hvor Royal Unibrew skal følge markedets udbud og respons på trenden, der kommer på markedet.

Udover deres differencering i pris, i form af stordriftsfordele, har Royal Unibrew, som skrevet i virksomhedsbeskrivelsen, fået oprettet en kvalitetsstempling i markedet, som de mindre bryggerier, der vil prøve at etablere sig på markedet eller allerede er aktører, ofte vil brande sig på. Udviklingen i markedet er stor, hvor salget af alkoholiske drikke i form af øl er faldende, i 2023 er salget af øl med alkohol faldet med 0,8 procentpoint ("Analysis - Euromonitor: Passport Alcoholic drinks," n.d.) Faldet er et udtryk på markedet, som nævnt tidligere, hvor der har været en stigning i salget af alkoholfrie øl. Produktionsapparatet hertil er ens i form af kedler mm., hvorfor markedet for dette ligger inden for det, som Royal Unibrew kan bruge deres produktionsapparater til. Dette betyder, at Royal Unibrew ikke skal ud og investere i nye ting til at følge markedets udvikling. Udviklingen af produktet har dog en stor indflydelse, da den alkoholfrie øl er på et tidligt stadie og ikke alle har fundet den helt optimale måde at brygge dette på.

Truslen for konkurrencen i branchen er derfor, grundet ovenstående betragtninger, vurderet til middel - høj. Dette er med henblik på, at de små aktører på markedet får udbuddet af varer til at stige i markedet, hvor konkurrencesituationen herfor intensiveres. Udbuddet er stort og prisen bliver presset betydeligt af de to store aktører på markedet. De har produktionsanlægget, der til stordriftsfordelene kan udnyttes og presse priserne på markedet.

9.1.2.7 Delkonklusion af Porter's Five Forces:

Opsummeringen af analysen af konkurrencesituationen i branchen, ved hjælp af Porter's Five Forces, er for overskuelighedens skyld blevet rangeret fra 1-5 i de fem områder, der bliver

analyseret i modellen. Under områderne bliver de væsentlige punkter listet op for de enkelte områder, hvorpå konklusionen kommer fra.

- Kundernes forhandlingsstyrke – 4 – høj
 - Mest salg i off-trading, hvor kundens forhandlingsstyrke er stor, grundet den store mængde af substitutter.
 - Royal Unibrews kendskabsgrad mindsker kundens forhandlingsstyrke lidt.
- Substituerende produkter – 5 - høj
 - Substitutterne er høje – ikke kun for øl, men også læskedrik. Det er også med henblik på off-trading, hvor 75% af salget bliver udført.
- Trusler for nye udbydere – 1 - lav
 - Ikke stor indtjening på markedet.
 - Omkostning til stordriftsfordele er stor, her ligger indtjeningen.
- Leverandørens forhandlingsstyrke 3 - middel
 - Stordriftsfordele – højner forhandlingsstyrken
 - Muligheden for at skifte leverandør, der forekommer ingen patenter eller lignende. – højner forhandlingsstyrken
 - Færre leverandører – mindsker forhandlingsstyrken
 - Royal Unibrew er afhængig af lige præcis de råvarer, grundet forespørgsel efter specifikke produkter. – mindsker forhandlingsstyrken
- Konkurrencesituationen i branchen (Rivalisering) – 5 - høj
 - Udbuddet af varer er højt – højner konkurrencen i branchen
 - Prisen presses grundet duopol status – højner konkurrencen i branchen

Som set i opsamlingen ovenfor, er det et presset marked, hvis ikke du har en god plads i markedet. Det ses tydeligt, at branchen/markedet ikke er så attraktivt for nye aktører at komme ind, mens de aktører, der allerede er på markedet, har svært ved at finde profit. De to store aktører på markedet skaber dog profit, hvilket skyldes deres brug af stordriftsfordelene i markedet, hvilket analysen har vist er store. Royal Unibrew står generelt stærkt, da de er en af de to markedsledere i markedet.

I deres kendte mærkevarer, er det ikke nemt for Royal Unibrew at udskifte råvarerne, da forbrugeren heraf er meget bevidst om den vante smag samt kvaliteten, der forventes af Royal Unibrews produkter.

Det er dog ikke kun hvede, der kan bruges til ølproduktion, da øl kan produceres af mange forskellige kornsorter. ("Hjemmeriet - Info om Øl," n.d.) Dette er dog svært, da det vil give en anden smag til øllet og derved vil fravige fra vanlige smage, som forbrugeren foretrækker. Det giver en fordel for leverandørens forhandlingsstyrke, at der skal bruges de ingredienser, og at det ikke kan fravige, da smagen i deres primære produkter er så vanlige for forbrugeren. På den anden side bestiller Royal Unibrew så store mængder/partier af deres råmateriale til diverse øl mm., dette giver Royal Unibrew noget forhandlingsstyrke i forhold til prisen på varen, der vil kunne skaffe en bedre pris end andre på markedet, grundet den store mængde, der er påkrævet for Royal Unibrew.

Der forekommer ingen aktører på markedet, hvor der forekommer "relativ forhandlingsstyrke", der er ingen patenter eller lignende for leverandørerne, hvorfor alle kan indtræde på markedet og blive leverandører. Dette forringer leverandørernes forhandlingsstyrke, da det er nemt at skifte rundt imellem forskellige leverandører for Royal Unibrew uden de skal bekymre sig omkring patenter eller lignende.

Den generelle forhandlingsstyrke fra Royal Unibrew overfor producenter, ud fra ovenstående betragtninger er omkring middel. Tingene, der taler for en høj forhandlingsstyrke fra Royal Unibrew overfor forhandlingerne, er stordriftsfordele samt muligheden for at skifte leverandør, der forekommer ingen patenter eller lignende.

Tingene der taler for Royal Unibrew, har en lav forhandlingsstyrke overfor leverandørerne er færre leverandører samt at Royal Unibrew er afhængig af lige præcis de råvarer, grundet forespørgsel efter specifikke produkter.

Der argumenteres for lav og høj forhandlingsstyrke hos leverandøren, hvorfor denne vurderes middel.

9.2 Intern analyse

Som værktøj til at analysere Royal Unibrews interne forhold, har vi valgt at tage udgangspunkt i Porter's Værdikæde.

9.2.1 Værdikædeanalyse

Porter's værdikæde har til formål at belyse hvilke interne forhold og tiltag i virksomheden, som er medvirkende til at skabe værdi og dermed i sidste ende genererer fortjeneste for virksomheden. Porter's værdikæde tager udgangspunkt i de primære aktiviteter samt støtteaktiviteter, hvoraf de primære aktiviteter afføder virksomhedens kernekompetence.

9.2.1.1 Primære aktiviteter

De primære aktiviteter er grundstammen i Royal Unibrew og er de primære grunde til at skabe værdi i selskabet. Disse består af den ind- og udgående logistik, produktion, markedsføring og salg samt service.

9.2.1.2 Ind- og udgående logistik

Den ind- og udgående logistik i Royal Unibrew omfatter selskabets indkøb- og lagerstyring. Det vil sige, at alt fra indkøb af råvarer til produktion af øl, læskedrikke og emballage, men ligeledes også ordrestyring samt distribution af varer til forbrugeren. Royal Unibrews ind- og udgående logistik omfatter et ERP-system, som er automatiseret via robotter. Når en ordre modtages, bliver den automatisk registreret i systemet, hvorefter selskabets ordrestyring selv registrerer hvilke varer, der har kortest holdbarhedsdato og derfor skal sendes ud først. Implementeringen af ERP-systemet har medvirket til at selskabet er i stand til opnå en leveringssikkerhed på 99,8% ("Royal Unibrew," n.d.) Den høje leveringssikkerhed skyldes, at ordrer ikke håndteres manuelt, hvilket mindsker utilsigtede fejl forbundet hermed ("Robotter og øl - en cocktail der sikre arbejdsplader i Faxe - DI," n.d.) Implementeringen af automatisk lagerstyring har ligeledes effektiviseret ordreprocessen. Royal Unibrew har dog ikke afskediget medarbejdere som følge af automatisk lagerstyring. I stedet består disses arbejdsopgaver af kontrol af lagersystemet, hvorfor selskabet har investeret i sine medarbejdere via uddannelse i systemerne.

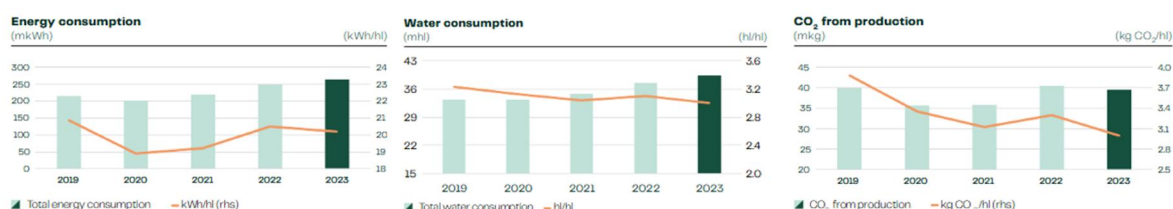
9.2.1.3 Produktion

Royal Unibrews kerneydelse består af produktion af øl og læskedrikke. Selskabets kerneydelse består af to komponenter; brygning og emballering af produkterne. Til at kunne producere øl og drikkevarer, har Royal Unibrew 20 fabrikker fordelt primært i Nordeuropa og Baltikum, hvor 15 af disse fabrikker er beliggende. De 15 fabrikker er placeret i lande, som står for 78% af omsætningen, hvorfor det er en klar strategi at have fabrikker placeret tæt på hovedmarkedet. Herudover har selskabet placeret 5 fabrikker i Holland, Frankrig, Italien og Canada.



Figur 6 - ("Årsrapport 2023," n.d., p. 10)

Royal Unibrew har en strategi, hvor man aspirerer for at blive en ledestjerne inden for bæredygtig produktion af øl og læskedrikke ved at selskabet bl.a. formindsker sit forbrug af vand, energi og CO₂. Derfor udfordrer det den gængse måde at tænke produktion på, hvor man i højere grad vil have fokus på at optimere produktionen fra et bæredygtigt synspunkt. Dette omfatter både produktionen af øl og læskedrikke samt emballagen, som selskabet benytter i produktionen.



Figur 7 - Årsrapport 2023 – Side 78 og 80

I den forbindelse har Royal Unibrew fokus på at nedbringe forbruget af vand og energi samt udledningen af CO₂. Man har ikke lykkedes med dette, hvor alle disse er på niveau eller steget i perioden 2019 til 2023 jf. ovenstående figur. Dette skal dog ses i lyset af, at man genererer mere omsætning. Royal Unibrews kWh-forbrug pr. hektoliter har været faldende indtil 2022, hvor kurven igen stiger, hvilket sandsynligvis skyldes, at man har opkøbt bryggerier, som ikke har været up to date og dermed sat udviklingen tilbage. Dette medvirker til at kWh pr. hektoliter ligger på omkring 20,5 efter at have været nede på 19 i 2020. Til gengæld har selskabet været dygtige i forhold til at nedbringe CO₂-niveauet pr. hektoliter, hvor man er gået fra et niveau på ca. 3,9 i 2019 til et niveau på ca. 3,0 i 2023. Royal Unibrew har et mål om, at selskabets produktion skal drives af vedvarende energikilder, og man vil ligeledes gradvist lægge pres på sine samarbejdspartnere til at gøre det samme. Selskabet har dog ikke været lige så dygtige til at nedbringe sit vandforbrug, men der er dog en flot tendens. Vandforbruget er gået fra ca. 3,2 hektoliter i 2019 til et niveau på ca. 3,0 hektoliter i 2023. Værd at bemærke er, at vand er den absolut vigtigste ingrediens i Royal Unibrews produkter, hvorfor det er et element, som er svært at nedbringe. Selskabet har dog et stort fokus på at nedbringe vandforbruget, hvor man hele tiden undersøger muligheden for at genanvende vandspild i forbindelse med produktionen.

9.2.1.4 Markedsføring og salg

Den primære aktivitet vedr. markedsføring og salg har til dels til hensigt at øge kendskabsgraden, men ligeledes at skabe præferencer hos forbrugeren. Dette kan gøres via flere platforme, hvor de gængse er reklamer, kampagner og lignende.

Royal Unibrew har en strategi, hvor de stræber efter at blive ”The preferred choice” (”Årsrapport 2023,” n.d., p. 17) Selskabet har til hensigt at være den foretrukne øl- og læskedriksudbyder i lokalsamfundet. Dette gør man via opkøb af lokale bryggerier, hvor Ceres, Faxe og Albani kan nævnes. Strategien tager afsæt i at man komplementerer de lokale bryggerier med samarbejdsaftaler med globale brands som Pepsi og Heineken, hvor kendskabsgraden er utroligt stor.

Royal Unibrew har tidligere benyttet sig af tv- og radioreklamer, hvor man bl.a. har haft kampagner som ”Tak rock”, hvor man støtter forskellige rockbands. I forbindelse med COVID-19-pandemien, hvor underholdningsbranchen blev sat på pause, nytænkte man konceptet og udvalgte i stedet 15 bands og artister der var på vej op (Odde, 2021). Tanken bag dette var at støtte artister og bands på vej op, for at sikre fremtidens rockbands og -artister. Derudover har Royal Unibrew et samarbejde med Smukfest, hvor man er leverandør til festivalen og ligeledes er synlig til hele festivalen (”Royal Unibrew - Salg & partnerskaber,” n.d.). Denne synlighed benytter Royal Unibrew til at gøre sig bemærket inden for bæredygtighed, hvor man i samarbejde med Smukfest udviklede engangskrus, som skulle være mere bæredygtige end før set. Parterne målsatte, at man skulle indsamle 75% af krusene efter festivalgæsterne havde brugt disse (Larsen, 2025). Man gav festivalgæsterne incitament til at aflevere krusene med bl.a. gratis byt af glas i modsætning til en 5 kr.’s afgift, hvis man ikke indleverede krusene. Samtidig gjorde man kampagnen synlig med storskærme, skilte, forklæder til medarbejdere, informationer med guidelines på sorteringsspandene samt budskaber på sociale medier. Dette resulterede i at 95% af krusene blev indleveret og dermed oversteg kampagnen målet på de 75%.

I et samfund, hvor vi bliver mere og mere bevidste om effekten på verden, benytter Royal Unibrew sig af markedsføringstiltag med baggrund i patos, som skal få forbrugerne til at ville købe virksomhedens produkter, fordi Royal Unibrew tager et socialt ansvar.

Hvis man kigger på udviklingen i selskabets distributions- og markedsføringsomkostninger, er disse steget fra 2.119 mio. kr. i 2019 til 2.900 mio. kr. i 2023, hvilket er en stigning på 36,86% i perioden. Dette bevidner om, at Royal Unibrew er bevidste om behovet for en tilstedeværelse på markedet, og om at man forsat ønsker at ekspandere.

9.1.2.5 Service

Det er en prioritering for Royal Unibrew at sørge for, at selskabets samarbejdspartnere og slutforbrugeren får den bedste oplevelse med produkterne. Royal Unibrew sælger sine

produkter til forbrugeren via samarbejdspartnere, hvorfor service primært relaterer sig til disse og ikke slutforbrugeren. Til servicering af samarbejdspartnere har Royal Unibrew bl.a. en portal, hvor det er muligt at bestille varer døgnet rundt og 365 dage om året ("Nem B2B bestilling af snacks og drikkevarer | Royal4you," n.d.). Service efter salget omfatter som udgangspunkt kundeservice via virksomhedens callcenter, hvor det er muligt at reklamere eller søge efter teknisk support.

9.1.2.6 Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteterne har til formål at danne et grundlag for de primære aktiviteter og dermed skabe værdi for disse.

9.1.2.7 Virksomhedens infrastruktur

Royal Unibrews øverste officielle organ er den ordinære generalforsamling, hvor selskabets aktionærer godkender årsrapporten. Det øverste udførende organ er reelt set bestyrelsen, som træffer de strategiske beslutninger i selskabet. Royal Unibrews organisationsstruktur er decentraliseret, hvilket man lægger vægt på i sin strategi "The preferred choice" Tankegangen er, at man skal være beslutningsdygtig og omstillingsparat ("Årsrapport 2023," n.d., pp. 2 & 17) Som det ses i nedenstående figur, så er beslutningsvejen fra Executive Management Team til bestyrelsen kort, hvorfor dette underbygger strategien "The preferred choice".



Figur 8 - ("Årsrapport 2023," n.d., p. 47)

Herefter er der to teams, som er underlagt Executive Management Teamet. Disse teams er en integreret del af værdiskabelsen i organisationen, hvor Senior Leadership Teamet har til formål at være den forlængede arm for bestyrelsen og Executive Management Teamet ved at have medansvaret for de daglige som såvel langsigtede pligter. I forlængelse heraf er Growth Leadership Teamet, hvilket består af specialister og erfarne medarbejdere, som resten af organisationen kan læne sig opad ("Årsrapport 2023," n.d., p. 49)

9.2.1.8 Menneskelige ressourcer

Royal Unibrews holdning, er, at mennesker skaber værdi for virksomheden. Royal Unibrew understøtter denne holdning ved have en strategi om at 80% virksomhedens medarbejdere i 2030 bliver ambassadører for virksomheden ("Årsrapport 2023," n.d., p. 70). Denne strategi tager udgangspunkt i 5 områder, hvor virksomheden har fokus på sine medarbejdere. Disse fokusområder består af "zooming out", "zooming in", "teamplay", "role modeling" og "bravery" jf. nedenstående figur.



Figur 9 - ("Årsrapport 2022," n.d., p. 88)

Det er således Royal Unibrews fokus at rekruttere og uddanne sine medarbejdere ud fra disse perspektiver. Det er vigtigt for selskabet at dets medarbejdere først og fremmest sætter holdet over sig selv og ligeledes inddrager og bruger hinandens kompetencer som et aktiv. Royal Unibrew lægger vægt på at dette bliver gjort med integritet og med et hjælpsomt mindset, hvor man er omsorgsfuld og hjælpsom. Herudover er det vigtigt at man tør tænke anderledes samt prøve nye tiltag af. Det er ligeledes vigtigt at medarbejderne tænker langsigtet, men samtidig er fleksible for andre måder at tænke på.

9.2.1.9 Produkt- og teknologiudvikling

Royal Unibrew har meget fokus på produkt- og teknologiudvikling, hvor man hele tiden søger nye muligheder at optimere sit produktionssystem samt tænker nye måder at producere på. Dette fokus kommer dels af en interesse fra ledelsen, men samtidig er der i dag en samfundsmæssig interesse for at virksomhederne optimerer sine processer, så man benytter færre ressourcer og udleder mindre CO₂. Som det tidligere er nævnt i afsnittet vedr. den primære aktivitet ind- og udgående logistik, så benytter Royal Unibrew sig af robotter til selskabets lagerstyring (Dansk Industri.dk: Robotter og øl - en cocktail der sikrer arbejdspladser i Faxe). Man forsøger således konstant at nytænke tiltag, som kan effektivisere

produktionen og distributionen, hvilket i dette tilfælde ligeledes frigøre kapacitet. Det samme er tilfældet i Royal Unibrews måde at tænke udvikling af produkter og emballage, som tidligere er beskrevet i den primære aktivitet markedsføring og salg, hvor Royal Unibrew har innoveret måden at tænke traditionelle festivalkrus på. Man følger nøje trends i markedet, for at have fingeren på pulsen og bl.a. pga. den lave beslutningsvej, som er benævnt i støttefunktionen menneskelige ressourcer, så er virksomheden gearret til at handle på nye trends.

9.2.1.10 Indkøb- og forsyningsfunktionen

Denne funktion er essentiel for Royal Unibrew, da selskabet er en produktionsvirksomhed. Derfor er indkøb- og forsyningskæden alfa og omega for selskabets drift. Som det er nævnt i den eksterne analyse, så er Royal Unibrew presset på forsyningskæden som følge af bl.a. krigen i Ukraine. På trods af Royal Unibrews størrelse og stordriftsfordele, betyder det at selskabets forsyningskæde er presset som følge af stigende råvarepriser. Som det senere vil blive nævnt i regnskabs- og rentabilitetsanalysen, er råvarepriserne steget i sådan en grad at selskabets resultat ikke stiger, på trods af en stigende nettoomsætning de seneste år. Dette skyldes de stigende råvarepriser, samt generelle inflation de seneste år.

Udover indgående råvarer, er indkøb af maskinel til håndtering af produktionen ligeledes vital for Royal Unibrew. Det er via råvarerne og selskabets maskiner at Royal Unibrew skaber kerneydelsen til sine forbrugere. Kvaliteten af produktionsanlæg er derfor af essentiel karakter.

9.2.1.11 Delkonklusion på værdikædeanalysen

Royal Unibrews strategi "The preferred choice" er en hjørnesten i måden selskabet tænker værdiskabelse. Royal Unibrew stræber efter at blive den foretrukne øl- og læskedriksfabrikant i lokalsamfundet, hvilket man effektuerer via opkøb af lokale bryggerier. De lokale bryghuse bliver suppleret af samarbejdsaftaler med store globale brands.

Den ind- og udgående logistik i Royal Unibrew er kendetegnet ved at den mere eller mindre er automatiseret, hvorfor dette betyder større leveringssikkerhed samt frigørelse af kapacitet, som i stedet kan benyttes til bl.a. at føre kontrol med disse systemer i stedet. Når selskabets varer er produceret og klar til afsendelse, bliver disse primært distribueret til hovedmarkedet, som består af Skandinavien og Baltikum. Hovedmarkedet står for 78% af omsætningen, mens de resterende 22% er karakteriseret som multi-niche af Royal Unibrew. Multi-niche består bl.a. af store øl-nationer som Tyskland, Storbritannien, Holland m.fl.

Det er dog ikke alene selskabets produkter som skaber værdi for Royal Unibrew. Royal Unibrew tænker i anderledes baner, når der snakkes markedsføring, hvor man fokuserer meget på patos. Royal Unibrews markedsføringskampagner og -tiltag har tidligere bestået i at støtte rockbands gennem reklamekampagner og ligeledes være markant tilstedeværende på Smukfest, hvor man forsøger at præge festivalgængerne til at være mere miljøbevidste.

Støttefunktionerne er ligeledes vigtige for værdiskabelsen i Royal Unibrew, hvoraf de vigtigste består af menneskelige ressourcer, produkt- og teknologiudvikling samt indkøbs- og forsyningsfunktionen. Royal Unibrew har opgjort 5 fokusområder, som de søger hos deres medarbejdere samt forsøger at fremme. Man er bevidst om at den menneskelige ressource er en af de mest vækstskabende for virksomheden, hvorfor man ønsker at medarbejderne er stolte af at arbejde i virksomheden og på sigt blive ambassadørmedarbejdere for selskabet. I forhold til produkt- og teknologiudvikling, har Royal Unibrew fokus på at forny sig løbende så selskabets aktivitet ikke stagnerer. Dette gør man både i forbindelse med produktionen af varer og emballage, men samtidig også i forbindelse med de interne produktionssystemer. Afslutningsvist er støttefunktionen indkøbs- og forsyningsfunktionen en vital funktion i Royal Unibrew, da det er via denne at kerneydelsen bliver formet. Det er alfa og omega for selskabet at de råvarer og maskinel, som Royal Unibrew indkøber skaber aktivitet og vækst for virksomheden. Råvarepriserne er steget som følge af Ukraine-krigen samt stigende inflation, hvilket medvirker til at bundlinjen forbedrer sig, på trods af en stor stigning i nettoomsætningen i de seneste år.

10. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysens grundlag er baseret på Royal Unibrew aflagte årsregnskaber for perioden 2019-2023. Formålet med udarbejdelsen af regnskabsanalyse er, at opnå et kendskab til Royal Unibrew nøgledrivere. Regnskabsanalysen vil indeholde en rentabilitetsanalyse, som bidrager til at opnå indsigt i den økonomiske situation for Royal Unibrew, herunder vil relevante nøgletal blive beregnet til at understøtte rapportens analyse og vurdering af Royal Unibrew nuværende, såvel som fremtidige situation. Før regnskabsanalysen forekommer en reformulering af årsrapporter, som benyttes som udgangspunkt for selve rentabilitetsanalysen.

10.1 Reformulering af årsrapporter

For at tilpasse Royal Unibrews balance og resultatopgørelsen til analyseformålet, som skal danne baggrund for værdiansættelsen, skal årsrapporterne reformuleres for at måle rentabiliteten for finansieringsaktiviteten og driftsaktiviteten. Selve reformuleringen foregår i tre steps – reformulering af egenkapitalopgørelsen, balance og resultatopgørelsen.

Reformuleringerne vil tage udgangspunkt i regnskabsperioden 2019-2023.

10.1.1 Reformulering af resultatopgørelsen:

Ved at reformulere resultatopgørelsen opdeler man resultatopgørelsen i henholdsvis drifts- og finansiell delen. Årsagen til opdelingen er at kunne henhøre, hvordan hhv. drifts- og finansiell delen skaber overskud for Royal Unibrew. Formålet er at få defineret totalindkomsten og fordele overskuddet på de to dele, som skal benyttes i forbindelse med rentabilitetsanalysen.

For at definere totalindkomst er resultatopgørelsen blevet opdelt i hhv. driftsoverskud og netto finansielle omkostninger. Herunder efter dirty-surplus, som benævnes i nedenstående afsnit omkring egenkapitalopgørelsen. Totalindkomst har for Royal Unibrew i analyseperioden fra 2019 på 1.033 mio. kr. til 2023 på 1.021 mio. kr. med opsving til højeste niveau i 2021 på 1.298 mio. kr. Heraf anses deres totalindkomst som værende relativt stabil.

For at få opgjort den korrekte EBITA, er af- og nedskrivninger trukket ud i den reformulerede resultatopgørelse. På baggrund af at Royal Unibrew årsrapport benytter sig af en funktionsopdelt resultatopgørelse, som medfører at af- og nedskrivninger er fordelt på produktionsomkostninger, salgs- og distributionsomkostninger og administrationsomkostninger. De opgjorte af- og nedskrivninger for Royal Unibrew fremgår af notater i årsrapporterne under noterne for de nævnte omkostningsgrupper.

10.1.2 Reformulering af egenkapitalopgørelsen:

Selve formålet med at foretage en reformulering af egenkapitalopgørelsen er for at eliminere alle poster, som ikke vedrører virksomhedens ejere. Heriblandt kan der i virksomhedens egenkapitals opgørelse være bogførte indtægter og omkostninger direkte på egenkapitalen såsom valutakursgevinster/tab samt andre værdireguleringer, som også omtales som dirty-surplus accounting, og som beskriver disse reguleringer, som bogføres direkte på egenkapitalen og altså uden om resultatopgørelsen.

For at eliminere disse reformuleres egenkapitalopgørelsen således, at der opdeles hhv. samlede transaktioner med Royal Unibrew og deres ejere samt opgøres den samlede totalindkomst. Den opgjorte totalindkomst bliver fremadrettet anvendt i forbindelse med analysen i takt med, at det er denne indtægt, som indregnes som en del af resultatet.

Der henvises til bilag 3, hvori reformuleringen af egenkapitalopgørelsen fremgår. Over regnskabsperiode 2019-2023 formår Royal Unibrew en relativ fornuftig stigning hvert år, på baggrund af et marked, som ikke har været påvirket af betydelige udsving. Betydningen heraf

er en stigende totalindkomst for Royal Unibrew, som medfører et forøget udbytte, som udbetales. I 2021 afspejler effekten af Covid-19 sig dog, hvortil Royal Unibrew valgte af købe en større andel af egne aktier, dog formår virksomheden fortsat at udlodde udbytte og bibeholde en mindre stigning i egenkapitalen og dermed fortsat fastholde niveauet. På baggrund af en kapitalforhøjelse samt overførsel af egne aktier fra moderselskabet forøges egenkapital gevaldigt fra 2021 – 2022. Samlet over regnskabsperioden ses, at Royal Unibrews reformulerede egenkapital går fra 3.098 mio. kr. i 2019 til i 2023 at nå op til 5.758 mio. kr. I figur 9, fremgår ligeledes, hvordan der er sket en stigning i totalindkomst igennem hele den analyserede regnskabsperiode fra 2019 til 2023.

År	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapital ultimo	3.098	3.308	3.330	5.158	5.748

Figur 10 – Kilde: Egen tilvirkning

10.1.3 Reformulering af balancen:

I selve årsrapporterne opdeles balance i henholdsvis aktiver og passiver, herunder i kort- og langfristede aktiver og passiver. Formålet med en reformulering af balancen er, at kunne opdele balanceposterne til i stedet de aktiviteter, der vedrører henholdsvis driften og finansiering for derigennem at muliggøre, at analysere rentabiliteten for henholdsvis finansieringsaktiviteten og driftsaktiviteten. Der henvises til bilag 2, hvori reformuleringen af balance fremgår. I forbindelse med opgørelse af driftsaktiver, har vi som følge af Ole Sørensens tommelfingerregel, som forlyder, at man som hovedregel kan benytte 0,5% - 2% af nettoomsætningen og henvises til driftslikviditet, hvoraf vi har benyttet 1% af Royal Unibrews omsætning som driftslikviditet. Yderligere medtages Royal Unibrews kapitalandele i ass. virksomheder ikke på baggrund af, at dette ikke vedrører deres kerneaktivitet i lighed med, at andre tilgodehavender ej medtages som følge af, at det ikke af stammer fra deres kerneaktivitet.

Set overordnet på Royal Unibrew nettodriftsaktivitet fra 2019 til 2023 er der sket en stigning fra 5.889 mio. kr. til 12.303 mio. kr. Stigning må antages at være relativ stor, men stigningen kan henvises til Royal Unibrews stigning i goodwill og varemærker. Som følge af Royal Unibrew valg af strategi hænger denne stigningen ligeledes sammen med at de i de sidste år har haft stort fokus på opkøb af varemærker samt virksomhederne. Yderligere ses en stigning i materielle anlægsaktiver samt tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser som afspejler sig igennem en stigning i omsætningen for Royal Unibrew. Stigningen heraf i omsætning kan

henføres til generelle prisstigninger samt øget aktivitet, begge faktorer medføre til øget råvarepriser som ligeledes fremgår af Royal Unibrew stigning i leverandørgæld.

10.2 Rentabilitetsanalyse

Resultatopgørelsen, balancen og egenkapitalen er nu reformuleret, så disse kan danne grundlag for rentabilitetsanalysen for Royal Unibrew. Analysen vil tage udgangspunkt i nøgletallene, som er beregnet ud fra perioden 2019 til 2023. Rentabilitetsanalysens udformning sker via Den Udvidede Dupont Model, som tager udgangspunkt i tre niveauer. De tre niveauer indeholder følgende: 1. Dekomponering af egenkapitalens forrentning (ROE), 2. Dekomponering af afkastningsgraden (ROIC), 3. Analyse af de underliggende drivere. I takt med at nøgletallene bliver præsenteret vil en forkortelse fremgå i parentes, som efterfølgende vil benyttes fremadrettet.

10.2.1 ROE: Egenkapitalens forrentning

Egenkapitalens forrentning (ROE) er et udtryk for det afkast, som aktionærerne kan forvente af den indskudte kapital. ROE er beregnet på baggrund af totalindkomsten og egenkapitalen, hvoraf minoritetsinteressernes andel er fratrasket. Det er muligt at beregne ROE efter to forskellige fremgangsmåder (Sørensen, 2012, p. 216) (Hawawini & Viallet, 2022, p. 205):

$$\text{Metode 1: ROE} = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Ordinær egenkapital}}$$

$$\text{Metode 2: ROE} = \text{ROIC} + (\text{FGEAR} \times (\text{ROIC} - r)) \times \text{MIA}$$

Vi har anvendt metode 1 til beregning af egenkapitalens forrentning i perioden 2019 til 2023.

Se figuren nedenfor.

Egenkapitalens forrentning					
År	2019	2020	2021	2022	2023
Totalindkomst	1.153	1.155	1.298	1.134	1.021
Egenkapital	3.098	3.308	3.330	5.158	5.748
ROE: Egenkapitalens forrentning	37,22%	34,92%	38,98%	21,99%	17,76%

Figur 11 – Kilde: Egen tilvirkning

ROE er over perioden 2019 til 2023 faldet med 19,46 procentpoint, hvor ROE i 2019 lå på 37,22%, men således faldet til 17,76% i 2023. Udviklingen i ROE sker som følge af at totalindkomsten er faldet og egenkapitalen er steget. Totalindkomsten er faldet fra 1.153 mio. kr. i 2019 til 1.021 mio. kr. i 2023, hvilket svarer til et fald på 11,45%. Egenkapitalen er derimod steget fra 3.098 mio. kr. i 2019 til 5.748 mio. kr. i 2023, hvilket svarer til en stigning på 85,54%. Baggrunden for den store stigning i perioden skyldes primært, at Royal Unibrew fik en kapitalforhøjelse i 2022 på 822 mio. kr. efter justeringer til markedsvilkår. Dermed

bliver selskabets egenkapital forhøjet, mens totalindkomsten falder, hvilket medfører, at ROE forværres, da selskabet nu skal realisere en højere totalindkomst, hvis egenkapitalens forrentning skal holde niveau i forhold til de seneste år. Udviklingen viser således, at Royal Unibrews evne til at generere afkast til de ordinære aktionærer er forværret over perioden 2019 til 2023, da aktionærmassen er blevet større i perioden.

10.2.2 Niveau 1: Dekomponering af egenkapitalens forrentning:

Det første niveau i Duponts udvidede model har til formål at dekomponere ROE. Dette udføres i nøgletallets drivere over følgende tre subniveauer: 1. Analyse af den finansielle gearing (FGEAR), 2. Analyse af afkastningsgraden (ROIC) og 3. Analyse af SPREAD, som viser forskellen mellem ROIC og netto finansielle omkostninger i procent.

I ovenstående er der et fjerde punkt, hvor man tager hensyn til minoritetsinteresser. I 2023 er der dog ikke længere minoritetsinteresser i Royal Unibrew, hvorfor der er set bort fra dette punkt. De tre subniveauer tager udgangspunkt i nedenstående figur, der viser hvordan udviklingen i ROE påvirker de ovenstående faktorer.

Dekomponering af egenkapitalens forrentning					
År	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsoverskud fra salg (DO)	1.184	1.212	1.343	1.231	1.240
Netto driftsaktiver (NDA)	5.889	5.601	6.965	9.733	12.303
Afkastningsgrad (ROIC)	20,11%	21,65%	19,28%	12,65%	10,08%
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	2.782	2.269	3.623	4.575	6.555
Egenkapital (EK)	3.107	3.332	3.342	5.158	5.748
Finansiel gearing (FGEAR)	0,895	0,681	1,084	0,887	1,140
netto finansielle omkostninger (NFO)	33	42	46	98	219
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	2.782	2.269	3.623	4.575	6.555
Netto låneomkostninger i procent (r)	1,20%	1,87%	1,26%	2,14%	3,34%
Afkastningsgrad (ROIC)	20,11%	21,65%	19,28%	12,65%	10,08%
Netto låneomkostninger i procent (r)	-1,20%	-1,87%	-1,26%	-2,14%	-3,34%
SPREAD	18,91%	19,78%	18,01%	10,51%	6,74%
Minoritetsinteressernes andel (MIA)	1,005	0,994	1,004	1,001	1,000
Egenkapitalens forrentning (ROE)	37,22%	34,92%	38,98%	21,99%	17,76%

Figur 12 – Kilde: Egen tilvirkning

Dekomponeringen af ROE gør det muligt at belyse baggrundene for udviklingen i nøgletallet på et dybere plan. FGEAR er et udtryk for om selskabets driftsaktiver er finansieret via fremmedkapital eller via egenkapitalen. FGEAR er steget fra 0,895 til 1,140 i perioden 2019 til 2023, hvilket viser at Royal Unibrew i 2023 i højere grad finansierer sine driftsaktiver via fremmedkapital end tilfældet var i de tidligere år i perioden. Baggrunden herfor skal findes i at Royal Unibrew har en strategi, der fokuserer på opkøb af andre bryggerier for at tilegne sig markedsandele og ligeledes opnå et bredere produktsortiment. Grundet denne strategi har selskabet optaget lån, og dermed er selskabets netto finansielle forpligtelser steget forholdsmæssigt mere end egenkapitalen. Stigningen i FGEAR påvirker egenkapitalens forrentning positivt. Da ROE er faldet, skyldes det derfor, at de andre drivere i nøgletallet påvirker nøgletallet negativt. ROIC er ligeledes en driver for ROE. ROIC er et udtryk for

hvad Royal Unibrew opnår i afkast af de investerede driftsaktiver og dermed hvor dygtige selskabet er til at forvalte sine investeringer. ROIC er i perioden faldet fra 20,11% i 2019 til 10,08% i 2023. Udviklingen skyldes, at Royal Unibrews netto driftsaktiver er steget fra 5.889 mio. kr. til 12.303 mio. kr. i perioden, hvor selskabets driftsoverskud fra salg ikke er steget i samme grad. I perioden 2019 til 2023 er driftsoverskuddet fra salg steget fra 1.184 mio. kr. til 1.240 mio. kr., hvorfor faldet i ROIC skyldes, at selskabets netto driftsaktiver er steget forholdsmeæssigt mere end driftsoverskuddet fra salg. Stigningen i driftsaktiverne skyldes primært investeringer via opkøb, hvorfor dette har medvirket til, at de immaterielle anlægsaktiver som bl.a. goodwill og varemærker er steget med 4.953 mio. kr. fra 2019 til 2023. Baggrundene for faldet i ROIC vil blive analyseret yderligere, når vi dekomponerer afkastgraden senere i rentabilitetsanalysen.

Udover ROIC er SPREAD ligeledes en driver for ROE. SPREAD giver et udtryk for det selskabs evne til at tjene på sin gearing. Hvis SPREAD er positiv, er dette et udtryk for, at selskabet tjener penge på gearingen, mens et negativt SPREAD viser, at man ikke er i stand til at tjene penge på gearingen. Royal Unibrews SPREAD er faldet fra 18,91 i 2019 til 6,74% i 2023. Den negative udvikling skyldes, at afkastningsgraden er faldet, mens selskabets netto låneomkostninger i procent er steget i samme periode. SPREAD er dog positiv i hele perioden, hvorfor selskabet tjener penge på gearingen, men dog i en nedadgående kurve.

10.2.3 Niveau 2: Dekomponering af afkastningsgraden

Vi har konstateret, at Royal Unibrews ROIC er faldet i perioden 2019 til 2023, hvilket skyldes en forholdsmeæssig højere stigning i selskabets netto driftsaktiver end driftsoverskuddet fra salg. Analysen går dog et lag dybere nu, hvor vi skal dekomponere ROIC. ROIC bliver dekomponeret i de to nøgletal, overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). ROIC kan dekomponeres via nedenstående metode:

$$\text{ROIC} = \text{Overskudsgraden} \times \text{Aktivernes omsætningshastighed}$$

Dekomponering af afkastningsgraden					
År	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsoverskud fra salg (DO)	1.184	1.212	1.343	1.231	1.240
Netto driftsaktiver (NDA)	5.889	5.601	6.965	9.733	12.304
Afkastningsgrad (ROIC)	20,11%	21,65%	19,28%	12,65%	10,08%
Driftsoverskud fra salg (DO)	1.184	1.212	1.343	1.231	1.240
Nettoomsætning (NO)	7.692	7.557	8.746	11.487	12.957
Overskudsgrad (OG)	15,40%	16,04%	15,35%	10,72%	9,57%
Nettoomsætning (NO)	7.692	7.557	8.746	11.487	12.957
Netto driftsaktiver (NDA)	5.889	5.601	6.965	9.733	12.304
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	1,31	1,35	1,26	1,18	1,05

Figur 13 – Kilde: Egen tilvirkning

OG er et udtryk for hvor stor en del af omsætningen, som selskabet er i stand til at genererer et overskud af, efter at alle driftsomkostninger er fratrasket. OG i Royal Unibrew er faldet fra 15,40% i 2019 til 9,57% i 2023. Faldet skyldes, at nettoomsætningen er steget med 68,45% i perioden, mens driftsoverskuddet fra salg i tilsvarende periode kun er steget med 4,71%. Selskabet er derfor blevet dårligere til at genererer et overskud af nettoomsætningen.

Det andet led i dekomponeringen af ROIC er AOH. Dette nøgletal viser, hvor i hvor høj grad at selskabet er i stand til at skabe omsætning på baggrund af selskabets netto driftsaktiver. Det vil sige, at hvis AOH er 2,00, så viser dette, at selskabet er i stand til at generere en omsætning på dobbelt så meget, som selskabet har bundet i driftsaktiver. Royal Unibrew har haft en nedadgående udvikling i AOH, som i 2019 var på 1,31 og i 2023 er faldet til 1,05. Dette viser, at selskabet i stand til at generere en omsætning på 105% af driftsaktiverne. Udviklingen er ikke positiv, men ikke nødvendigvis et udtryk for at Royal Unibrews AOH ikke er på et tilfredsstillende niveau. Royal Unibrew har i perioden investeret markant via opkøb, hvilket vil have en negativ effekt på aktivernes omsætningshastighed.

10.2.4 Niveau 3: Analyse af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed

For at få et bedre indblik i de to underliggende drivere, OG og AOH, vil niveau 3 bestå af en analyse af disse nøgletal.

Vi vil først tage udgangspunkt i dekomponering af OG, som vil tage udgangspunkt i følgende tre nøgletal:

$$\text{EBITDA-margin} = \frac{\text{Nettoomsætning} - \text{driftsomkostninger (EBITDA)}}{\text{Nettoomsætning}}$$

EBITDA-marginen er et udtryk for, hvor stor en procentdel af nettoomsætningen, som bliver genereret til selskabets resultat før afskrivninger.

$$\text{EBIT-margin} = \frac{\text{Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)}}{\text{Nettoomsætning}}$$

EBIT-marginen er et udtryk for, hvor stor en procentdel af nettoomsætningen, som bliver genereret til selskabets driftsoverskud før skat.

$$\text{NOPAT-margin} = \frac{\text{Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)}}{\text{Nettoomsætning}}$$

NOPAT-marginen er et udtryk for, hvor for stor en procentdel af nettoomsætningen, som bliver genereret til selskabets driftsoverskud efter skat. NOPAT-marginen tager kun hensyn til

kerneaktiviteten, hvorfor denne viser det samlede billede af selskabets lønsomhed fra kerneaktiviteten.

Udviklingen i de ovenstående nøgletal er beregnet i nedenstående figur på baggrund af den reformulerede resultatopgørelse.

Dekomponering af overskudsgraden					
År	2019	2020	2021	2022	2023
Bruttoavanceprocent	55,34%	54,64%	50,73%	44,33%	44,05%
Distributionsomkostninger	-27,55%	-25,67%	-23,12%	-23,33%	-22,38%
Administrationsomkostninger	-4,21%	-4,34%	-4,52%	-3,61%	-4,62%
EBITDA-margin	23,58%	24,63%	23,10%	17,38%	17,04%
Af- og nedskrivninger	-4,49%	-4,58%	-4,21%	-4,19%	-4,40%
EBIT-margin	19,10%	20,05%	18,89%	13,20%	12,64%
Skat	-4,32%	-4,29%	-4,19%	-2,75%	-2,87%
NOPAT-margin	14,78%	15,76%	14,70%	10,45%	9,77%
OG andet driftsoverskud (efter skat)	0,40%	0,53%	0,52%	0,02%	0,17%
OG usædvanlige driftsposter (efter skat)	0,22%	-0,25%	0,14%	0,24%	-0,37%
OG	15,40%	16,04%	15,35%	10,72%	9,57%

Figur 14 – Kilde: Egen tilvirkning

Udviklingen i samtlige af de tre ovenstående nøgletal er faldet i perioden 2019 til 2023.

Mellemregningerne, som benyttes til at beregne nøgletallene, er alle holdt op mod nettoomsætningen. Det vil sige, at hvis en omkostning er faldet i procent, er dette et udtryk for at denne omkostning udgør en mindre andel af nettoomsætningen, end det tidligere har været tilfældet.

EBITDA-marginen er faldet med 6,54 procentpoint. EBITDA-marginen består af de tre elementer bruttoavanceprocent, driftsomkostninger i procent og administrationsomkostninger i procent. Bruttoavanceprocenten er faldet med 11,30 procentpoint, mens distributionsomkostninger i procent er faldet med 5,17 procentpoint og administrationsomkostninger i procent er steget med 0,41% i perioden. Den primære årsag til faldet i EBITDA-marginen er således faldet i bruttoavanceprocenten. Udviklingen i driftsomkostninger i procent har en positiv effekt på EBITDA-marginen, da nettoomsætningen er steget forholdsvis mere end distributionsomkostningerne i perioden. Samtidig er forholdet mellem udviklingen i nettoomsætningen og administrationsomkostningerne forholdsvis stabile i perioden.

EBIT-marginen er faldet med 6,46 procentpoint og er faldet 0,08 procentpoint mindre end i EBITDA-marginen. Dette skyldes, at ned- og afskrivningernes udgør en mindre andel af nettoomsætningen i 2023 end tilfældet var i 2019. Dermed er EBIT-marginen faldet forholdsvis mindre end tilfældet var for EBITDA-marginen. Baggrunden for udviklingen i af- og nedskrivningerne, er selskabets investering i materielle anlægsaktiver såvel som investering i immaterielle anlægsaktiver.

NOPAT-marginen er faldet med 5,01 procentpoint og nøgletallet er derfor faldet forholdsvis mindre end både EBITDA- og EBIT-marginen. Dette skyldes, at selskabets skattepligtige indkomst er faldet og dermed er årets skat faldet med 1,45 procentpoint i perioden 2019 til 2023.

Ovenstående tre nøgletal viser et billede af udviklingen i OG i perioden 2019 til 2023. Vi kan konkludere at udviklingen i Royal Unibrews OG har været negativ, som primært skyldes at selskabets bruttoavance er faldet i perioden. Selskabets nettoomsætning er steget med 68,45% i perioden 2019 til 2023, men produktionsomkostningerne er i samme periode steget med 111,06%. Royal Unibrew er således offer for stigende priser i forbindelse med produktionen af sine produkter. I de seneste år har samfundet været præget af inflation, hvor især 2022 og 2023 har været ramt. Nettoprisindekset ligger i december 2019 på 103,4 og i december 2023 er nettoprisindekset steget til 117,2. Stigningen i nettoprisindekset sker primært i 2022, hvor der er en stigning på 9,5 mellem december 2021 og december 2022. Dette betyder, at Royal Unibrews produktionsomkostninger stiger. På trods af at nettoomsætningen stiger 68,45% fra 2019 til 2023, kan selskabets nettoomsætning ikke følge med produktionsomkostningerne, som er steget med 111,06% i samme periode. Dette betyder, at OG lider af disse følger, som man kan se at OG falder markant i 2022 og yderligere i 2023. Der er dog ikke tale om, at OG er faldet til et niveau, som vurderes værende en decideret problematisk for Royal Unibrew. Niveauet for OG har været flot i perioden 2019 til 2021, hvor niveauet toppede ved 16,04%. Niveauet på 9,57% i 2023 er et forsat et udmærket niveau for selskabet. ("Nettoprisindeks," n.d.)

Næste skridt i niveau 3 består i at dekomponere AOH. Dette vil være det afsluttende skridt i rentabilitetsanalysen. Dekomponeringen og analysen af AOH muliggør en vurdering af Royal Unibrews evne til at opnå omsætning på baggrund af selskabets netto driftsaktiver.

Dekomponering af aktivernes omsætningshastighed					
År	2019	2020	2021	2022	2023
Immaterielle aktiver	0,587	0,583	0,670	0,658	0,731
Materielle aktiver	0,325	0,325	0,313	0,320	0,360
Varebeholdning	0,060	0,068	0,089	0,106	0,108
Tilgodehavende fra salg	0,096	0,085	0,136	0,131	0,147
Andre kernedriftsaktiver	0,018	0,017	0,020	0,021	0,023
	1,086	1,078	1,228	1,236	1,368
Udskudt skat	-0,075	-0,075	-0,087	-0,089	-0,102
Leverandørgæld	-0,132	-0,139	-0,197	-0,168	-0,187
Andre driftsforpligtelser	-0,132	-0,144	-0,167	-0,147	-0,139
1/AOH (Kerne NDA)	0,747	0,721	0,776	0,832	0,940
1/AOH (Ikke-kerne DA)	0,019	0,020	0,020	0,015	0,009
1/AOH	0,766	0,741	0,796	0,847	0,950

Figur 15 - Egen tilvirkning

I ovenstående figur er AOH dekomponeret i de underliggende drivere, som Royal Unibrews kapital er bundet i. I hele analyseperioden er kapitalen primært bundet op i de immaterielle anlægsaktiver, som består af goodwill, varemærker og andre immaterielle anlægsaktiver.

Udviklingen i immaterielle anlægsaktiver er ligeledes de aktiver, som er steget mest i perioden 2019 til 2023 med 0,144 i perioden. For hver en krone som selskabet omsætter for, ville 0,59 kr. i 2019 være bundet i immaterielle anlægsaktiver, og dette tal er steget til 0,73 kr. i 2023. Det er ikke tilfældigt, at de immaterielle anlægsaktiver både er den aktivgruppe, som er bundet mest kapital i samt stiger mest i perioden. Dette skyldes, at Royal Unibrews vækststrategi er bygget op omkring opkøb af andre bryggerier, hvilket medvirker til en høj goodwill og varemærker.

Efter de immaterielle anlægsaktiver, er det de materielle anlægsaktiver, som er den andenstørste driver. De materielle anlægsaktiver består af produktionsanlæg, andre anlæg samt grunde og bygninger. Stigningen i de materielle anlægsaktivers omsætningshastighed er steget 0,035 i perioden 2019 til 2023 og når i 2023 op på et niveau på 0,360. Det vil sige, at for hver en krone Royal Unibrew omsætter for, vil 0,36 kr. af disse være bundet i materielle anlægsaktiver i 2023. Udviklingen er forholdsvis lav, hvilket skyldes, at nok er selskabets nettoomsætning steget markant i perioden, men det er selskabets materielle anlægsaktiver ligeledes.

Værd at bemærke er, at Royal Unibrews omsætningshastighed relateret til tilgodehavender fra salg er steget fra 0,096 i 2019 til 0,147 i 2023, hvilket svarer til 53,33%. Dette viser at selskabet binder større dele af omsætningen på sine debitorer. Dette betyder derfor at Royal Unibrew er blevet i højere grad ikke har held med at få pengene i kassen. Den samme tendens ses i varelageret, hvor stigningen i perioden er på 0,108 hvilket svarer til 79,64%. Selskabet er således nødsaget til at binde en større andel af kapitalen i varelageret, så man kan levere sine varer til kunderne.

Udviklingen i AOH viser et billede af, at der er store adgangsbarrierer i branchen, hvor Royal Unibrews omsætning er steget markant i perioden 2019 til 2023, men på trods af dette stiger AOH ikke bemærkelsesværdigt. Dette betyder derfor, at det er utrolig svært for nystartede virksomheder at komme ind på markedet.

10.2.5 Delkonklusion på regnskabs- og rentabilitetsanalyse

Regnskabs- og rentabilitetsanalysen giver et indblik i udviklingen i Royal Unibrews nøgletal i perioden 2019 til 2023. Første skridt i rentabilitetsanalysen bestod af analyse af ROE, hvoraf det kan konkluderes, at denne er faldet med 19,46 procentpoint i perioden. Faldet i nøgletallet sker primært i 2022, som følge af en kapitalforhøjelse på 822 mio. kr., hvilket medvirker til, at

egenkapitalen stiger i forhold til totalindkomsten. ROE falder derudover yderligere i 2023, som følge af at egenkapitalen stiger yderligere og totalindkomsten falder yderligere.

Hvis der dykker yderligere ned i baggrunden for faldet i ROE, så er nøgletallet påvirket af ROIC, FGEAR samt SPREAD. ROE er faldet som følge af at ROIC og SPREAD er faldet med henholdsvis 10,03 procentpoint og 12,18 procentpoint. Modsat påvirkede FGEAR ROE, da denne steg 0,245 i perioden. Udviklingen i ROIC og SPREAD var dog for negativ, så FGEAR kunne ikke holde ROE oppe alene.

Vi undersøger efterfølgende baggrunden for faldet i ROIC via dekomponering. ROIC's to drivere består af OG og AOH. Disse er begge faldet, hvor OG er faldet med 5,83 procentpoint, hvilket skyldes at nettoomsætningen er faldet med 68,45% i perioden, mens driftsoverskuddet kun er steget med 4,71%. Derfor er andelen af omsætningen, som ender ud i driftsoverskud blevet forringet i perioden. AOH er ligeledes faldet, hvor niveauet er faldet med 0,26 i perioden. Udviklingen i dette nøgletal skyldes at nettoomsætningen er steget forholdsmæssigt mere i perioden end selskabets netto driftsaktiver, og dermed genererer selskabets aktiver ikke omsætning i samme grad som tidligere. De stigende aktiver skyldes Royal Unibrews vækststrategi, hvor man har investeret via opkøb af bryggerier de seneste år. Dermed består den stigende omsætning derfor ikke udelukkende via organisk vækst. Omsætningen stiger som følge af opkøb, men samtidig har Royal Unibrew været nødsaget til at sætte sine priser op, grundet stigende råvarepriser som følge af inflation, samt usikkerhed i samfundet i disse år.

Royal Unibrews rentabilitet er blevet forringet i de seneste år. Dette skyldes flere faktorer, hvor selskabets vækststrategi via opkøb af andre bryggerier skal sikre den langsigtede vækst i selskabet. Dog er rentabiliteten ligeledes påvirket af udefrakommende forhold, hvor krig i Europa og stigende inflation blot er nogle af disse, som har forringet selskabets nøgletal de seneste år. Udviklingen er ikke tilfredsstillende, men selskabets generelle rentabilitet giver ikke et indtryk af, at niveauet er utilfredsstillende, hvorfor der ikke på nuværende tidspunkt er faresignaler.

11. Budgettering

11.1 Budgettering fremgangsmåde:

Ved brug af DCF-modellen er det en nødvendighed at få en budgettering af fremtidige pengestrømme, således modellen kan bruges til at finde nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Budgettet baseres på de interne samt eksterne analyser der er foretaget, samt

de historiske tal, til at ligge et pålideligt budget for kommende periode for Royal Unibrew. (Lessambo, n.d., p. 448) De historiske finansielle data giver os et præj omkring, hvordan væksten samt Royal Unibrews fremtidige indtjening vil udarte sig.

Der er flere måder hvorpå man kan udarbejde et budget på, budgettet der er udarbejdet til brug for værdiansættelsen, er der brugt den ”The adjusted net income method (ANI)”, hvor der tages udgangspunkt i EBIT og derefter fratrækker eller tillægger balance poster, der har effekt på det fremtidige cash flow. (Lessambo, n.d., p. 448). Normaliteten er det er ledelsen, der aflægger budget, hvor de har alle forudsætninger for at kunne give et kvalificeret bud på fremtidig indtjening. Det er ikke muligt at få dette materiale, hvorfor budgettet nedenfor bliver lavet ved fastsættelse af EBIT-procenten, hvor der er estimeret salgsvæksten i Royal Unibrew i fremtiden.

11.2 Fastlæggelse af budgetperioden:

Der er i budgetperioden valgt at lave et budget, der strækker sig over 10 år, der gennem analysen af markedet i analysens Porter’s Five Forces har belyst, at dette marked Royal Unibrew befinder sig i har lav salgsvækst. Dette betyder, at Royal Unibrew generelt får deres omsætning til at stige ved hjælp af opkøb af mindre virksomheder, som derved får salget til at vokste udover deres generelle stigning heri i form af inflation. Det er derfor vurderingen af markedet Royal Unibrew befinder sig i som et modent marked, hvor investeringen i markedet ofte vil være en langsigtet investering for investorerne, der foretager opkøb af andele i Royal Unibrew eller andre aktører i markedet.

Det vil derfor, grundet ovenstående, give den mest korrekte værdiansættelse af virksomheden og tage en længere budgetperiode, da investorerne i markedet også tænker langsigtet ved opkøb i markedet.

11.3 Fastlæggelse af salgsvækstraten:

Den reformuleret resultatopgørelse fra 2019 – 2023 viser, at der forekommer en salgsvækst på 59%. Det er dog med henblik på springet fra 2021-2022, hvor salgsvæksten er steget markant i forhold til de år forinden. Det er som nævnt tidligere grundet den store inflationsstigning, der forekom i dette år. Det er værd at bemærke, at salgsvæksten derved næsten følger den generelle inflationsstigning i samfundet. Der er derfor i budgettet blevet rettesnoveren for, hvad salgsvæksten-procenten fremad vil være.

Der er grundet ovenstående blevet fastsat en konstant salgsvækst-procent på 2 og derved også brugt i terminalåret, som er buddet på de fremadliggende år efter budgettet. Dette er med

afsæt i Nationalbankens udsigt og forventning til inflationen i den kommende årrække. (“Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider,” 2025) Dette er også med henblik af brancheanalysen, som Porter’s Five Forces i tidligere afsnit viste. Konkurrencen i branchen er intens og derved er forventning omkring markedet og fremtiden også at væksten er lille.

Dog er året 2024 blevet fastlagt efter den aflagte 1. halvårs rapport, hvor 1. halvårs tal er taget, samt multipliceret med to, som set nedenfor i tabellen (1. halvårsrapport). Det er set i historisk perspektiv, at salget er størst i 1. halvår af Royal Unibrews regnskabsår. Grundet dette er der fratrullet et halvt projekt point.

2019	2020	2021	2022	2023	2024 1. halvår omregnet
7,692	7,557	8,746	11,487	12,957	14,758
7,692	7,557	8,746	11,487	12,957	14,758
-3,435	-3,428	-4,309	-6,395	-7,250	-8,502
4,257	4,129	4,437	5,092	5,707	6,256

Figur 16 - Egen tilvirkning

11.4 Fastlæggelse af EBIT-margin/OG:

Fastsættelse af EBIT-marginen er selvfølgelig vigtig, grundet som skrevet indledningsvis i budgetterings fremgangsmåde er dette grundlaget for at finde frem til det frie cash flow i budgetperioden. EBIT.margin/OG er historisk, som set i bilag 11 i den udarbejdede rentabilitetsanalyse er mellem 9,5 – 16 %. Derudover er der i årsrapporten i 2023 fra ledelsen udtalt “We expect organic EBIT growth of 5-15% in 2024 (equivalent to a reported EBIT in the range of DKK 1.8-1.95 billion, including acquisitions)” (“Årsrapport 2023,” n.d., p. 31) hvor organic EBIT menes fra den allerede førende drift. Det betyder, at dette er uden opkøb, som der i PESTEL analysen bliver belyst, at opkøbene vil fortsætte i Royal Unibrew i de kommende år. Opkøb har været mange historisk set, som også nævnt i PESTEL, hvor der i Porter’s Five Forces også bliver benævnt, Royal Unibrew har markedsleder rollen, hvorfor opkøbene må antages fortsættes. Dette gøres for at sikre fremtidig vækst.

Udover ovenstående er det som i PESTEL-analysen nævnt den globale usikkerhed, hvor krigen i Ukraine især har sat pres på omkostningerne i markedet. Det er også indtrykket fra Royal Unibrew, der skriver ”Prospects for 2025 look more challenging from a global trade perspective with increasing geopolitical uncertainty. hvor usikkerheden i den globale handel er presset. (“International,” n.d.)

Ud fra ovenstående er det spændet i ledelsen vurdering mellem 5-15%, den historiske rentabilitetsanalyse samt udtalelsen omkring situationen i verden, der ligger til grund for

fastsættelsen af den fremtidige EBIT-margin/OG. Der er derfor fastsat en EBIT-margin/OG på 12,5% til budgetperioden, den ligger indenfor spændet i ledelsens vurdering i forhold til organic EBIT growth, men i den høje ende, da denne som skrevet tidligere ikke tager højde for opkøbene der fortsat er målet at udfører.

11.5 Fastlæggelse af skatterate:

Historisk har skatteraten for Royal Unibrew ikke ændret i hele analyse af tidligere periode, den effektive skatterate har været omkring 22%, hvilket er denne skatteprocent der effektueres i Danmark. ("Selskabsskat for ApS og A/S | Virksomhedsguiden," n.d.) Det er derfor ikke forventningen, at den vil ændres, hvorfor denne skatteprocent bliver brugt i budgettet for Royal Unibrew.

11.6 Fastlæggelse af afskrivninger og investeringer:

Som Porter's Five Forces også beskrev, er opkøb en stor del af markedslederne i markedets strategi, hvor Royal Unibrew er en af de to markedsledere. Opkøbene i Royal Unibrew har historisk sket hvert år, hvor der i 2023 også blev opkøbt virksomheder, som beskrevet i PESTEL analysen. Det er I PESTEL analysen også beskrevet, at strategien forventes fortsat at være opkøb af mindre bryggerier, der vil sikre en stigning i overskuddet i Royal Unibrew.

Historisk set er det derfor også præget af investeringer, hvilket fremadrettet stadig vil fortsætte. Det er forventningen, at afskrivningerne derved vil fortsætte i uændret grad, grundet der i historisk har været investeringer, som forventes fortsætte. Det bliver yderligere beskrevet i PESTEL analysen at investeringer vil ligge omkring de 100 millioner i fremtidige år, hvorfor dette er blevet afsat i budgettet. Udover dette er det forventningen at afskrivningerne er et gennemsnit mellem de seneste to år (se bilag 1). Derfor er der blevet afsat 500 millioner pr år i budgettet.

11.7 Delkonklusion budgettering

Budgettet tager udgangspunkt i den viden, der er fremkommet gennem analysen af markedet samt den interne analyse af Royal Unibrew. Budgettet kigger, sammen med analysen, på historisk beregnet tal i deres virksomhed, som er taget til efterretning og derved fastsætter EBIT-margin/OG, salgsvækst mm. på den baggrund. Derudover er ledelsens udtalelser gennem årsrapporten, samt på hjemmesiden taget til efterretning og blevet behandlet, således de påvirker budgettet hen mod det mest retvisende for fremtiden i Royal Unibrew.

De fastsatte nøgletal der er blevet brugt i budgettet, er salgsvækstraten 2%, EBIT-margin/OG 12,5%, skattesatsen 22% samt Investeringer på 100 millioner samt afskrivninger for 500 pr. år. Det er efter udarbejdelsen af analysen samt tillagt de informationer der er kommet gennem

historiske tal, de nøgletal der er blevet brugt og vurderes korrekt til brug for budgettet i de 10 års budgettering.

12. Grundlag for værdiansættelse

På baggrund af ovenstående budgettering kan værdiansættelsen udarbejdes. Hertil benyttes DCF-modellen. Når man taler om værdiansættelse, nævnes der ofte de relative og de absolutte former. De absolutte former indebærer netop DCF-modellen, hvor modellen har sit afsæt i det udarbejdede budget i ovenstående afsnit. Ved at fravælge de absolutte former, bliver værdiansættelsen forsimplet i form og derigennem vil risikoen også forøges i takt med at risikoen for at overse relevante elementer forøges. Dette sker blandt andet igennem, at de relative former ikke tager sit afsæt i budgetteringen.

Ovenstående er yderligere en af årsagerne til, at de absolutte former benyttes for at minimere risiciene forbundet med en værdiansættelse og derigennem opnå den mest sandsynlige værdiansættelse. (Sørensen, 2012, p. 25)

Selve DCF-modellens metode består i at opgøre den tilbagediskonterede værdi af Royal Unibrews fremtidige forventede frie cash flow. Hertil kan der til brug for udarbejdelse af DCF-modellen opstilles følgende formel, som danner belæg for værdiansættelsen:

Equity value = Enterprise Value + Cash and Equivalents – debt (Hawawini & Viallet, 2022, p. 513):

12.1 Fastlæggelse af enterprise value:

Ud fra ovenstående afsnit, skal Enterprise value beregnes ud fra formlen:

$$DCF \text{ Value of business assets} = Enterprise \text{ Value (EV)} = \frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

(Hawawini & Viallet, 2022, p. 514)

For at finde Royal Unibrews enterprise value ud fra ovenstående, er første step at beregne nutidsværdien af deres forventede frie cash flow.

Dette gøres ved at beregne nutidsværdien af forecast perioden samt nutidsværdien af terminalværdien. Nutidsværdien af de to lagt sammen giver virksomhedens EV. Se bilag 10, som illustrerer beregningen for Royal Unibrew med udgangspunkt i det udarbejdede budget. Herudaf giver det Royal Unibrew et beregnet EV på 44.570,3 mio. kr.

12.2 Fastlæggelse af det frie cash flow:

Det frie cash flow handler om at eliminere alle poster, som relaterer sig til virksomhedens finansierings aktiviteter. Herved ses der kun på det, som skabes af virksomhedens drifts- og investeringsaktiviteter.

Som tidligere nævnt, benyttes det frie cash flow som en faktor til beregningen af EV. Det frie cash flow beregnes igennem den tidligere foretagne budgettering, hvori budgettallene for perioden skal benyttes. Til brugen af selve beregning kan følgende formel opstilles:

$$FCF = EBIT(1 - T_c) + \text{Drepreciation expensen} - \Delta WCR - \text{Net capital expenditure},$$

(Hawawini & Viallet, 2022, p. 514)

Hertil er den beregnede arbejdskapital opgjort til 1.278 mio.kr. for 2023, og det er ændringen af denne, som beregningen tager udgangspunkt i, ud fra budgetårene. I bilag 9 fremgår beregningerne for Royal Unibrews beregnede fremtidige forventede cash flow.

12.3 Fastlæggelse af kapitalstrukturen:

Yderligere i forbindelse med værdiansættelse skal man fastlægge virksomhedens kapitalstrukturen, som i Royal Unibrews tilfælde består af sammensætning af hhv. egenkapital og gæld. Når der er tale om kapitalstrukturen er det vigtigt at forstå, at virksomhedens aktuelle kapitalstruktur ikke nødvendigvis er lig med deres ønskede target kapitalstruktur. Target kapitalstruktur kan opgøres på 2 måder, enten ved en konstant kapitalstruktur eller en løbende tilpasning af ændringer i kapitalstrukturen.

Den konstante kapitalstruktur beregnes ved at tage sammenlignelige børsnoterede virksomheders kapitalstruktur, hvoraf der beregnes et gennemsnit af. Hvoraf den løbende tilpasning består af, at der benyttes et gennemsnit ud fra virksomhedens løbende ændringer i deres kapitalstruktur. ("C.J.3.1.2.1 Kapitalstruktur (gælds- og egenkapitalandel) - info.skat.dk," n.d.)

Kapitalstrukturen skal benyttes i forbindelse med beregningen af WACC. Hertil er der taget afsæt i et gennemsnit af kapitalstrukturen for Royal Unibrew for årene 2019 – 2023 som den givne target kapitalstruktur. Til brugen for estimatet af hhv. gælds- og egenkapitalandele benyttes markedsværdien fremfor den regnskabsmæssige værdi. Til brugen for at opgøre markedsværdien, er der anvendt antallet af aktier ganget med aktiekursen, hvortil de finansielle netto forpligtelser er tillagt.

Ud fra ovenstående giver det Royal Unibrew en gennemsnitlig kapitalstruktur på hhv. 12% gælds- og 88% egenkapitalandele over analyseperioden for årene 2019 – 2023. Det førhen nævnte gælds- og egenkapitalandele vil derfor blive anvendt som Royal Unibrews target kapitalstruktur til brugen af beregningen af WACC og anses for værende konstant for hele analyseperioden. Selve udarbejdelsen af beregningen fremgår af bilag 5.

12.4 Fastlæggelse af ejerens afkastkrav:

Som titlen antyder, er ejerens afkastkrav det afkast, som de forventer ved en given investering. Til brugen af selve beregning kan følgende formel opstilles: $K_{E,I} = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_{equity,i}$, (Hawawini & Viallet, 2022, p. 437)

Ejerens afkastkrav svarende til cost of equity på engelsk, baseres på forskellige renter og risiko, som er gennemgået i ovenstående afsnit. Hertil skal den risikofrie rente anvendes som i afsnit 12.5 blev fastlagt til 2,37%. Herudover skal den fastlagte markedsrisikopræmie anvendes, som i afsnit 12.7 blev fastlagt til 6,5%. Slutteligt skal den oplyste betaværdi, som blev gennemgået i afsnit 12.6 og fastlagt til 0,55 benyttes.

Ud fra ovenstående data kan ejernes afkastkrav beregnes. Ejerens afkastkrav er således beregnet til 5,95%, hvortil beregning af denne fremgår af bilag 4.

12.5 Fastlæggelse af den risikofrie rente:

Når der er snak om den risikofrie rente, taler man om afkastet på det sikreste værdipapir som anses for at være statsobligationer. Det er det på baggrund af, at der hverken er risiko for tab eller at investeringen er garanteret tilbagebetalt og derigennem ingen usikkerhed om pengestrømme. Den risikofrie rente fastlægges ofte ud fra en 10 eller 30-årige statsobligation. (Sørensen, 2012, p. 44) En 10-årig statsobligation fra nationalbanken har en rente på 2,37%. Til brugen for Royal Unibrew vil denne blevet anvendt fremadrettet som grundlaget for den risikofrie rente. ("Danmark - 10-årig statsobligationsrente | 1983-2025 Data | 2026-2027 Prognose," n.d.)

12.6 Fastlæggelse af beta værdi:

Beta værdi er en værdi, som benyttes til at beskrive risikoen på en aktie sammenholdt med markedsporteføljen. Herunder er betaværdien spillerum fra 0 og mere end 1. Hvis den givne betaværdi er nul, fortæller det os at investeringen er risikofri. Er betaværdien mellem 0 og 1 fortæller det os, at investeringen er mindre risikofyldt. Er betaværdien 1 fortæller det os, at investeringen er tilsvarende markedsporteføljen og hvis betaværdien derimod er højere end 1 er investeringen mere risikofyldt. (Sørensen, 2012, p. 45)

For Royal Unibrew er den beregnede betaværdi taget med udgangspunkt i Yahoo Finance som oplyser en betaværdi på 0,49 ("Royal Unibrew A/S (RBREW.CO) Stock Price, News, Quote & History - Yahoo Finance," n.d.) Yderligere er dette sammenholdt det opgivne betaværdi fra Yahoo Finance med branchen ud fra Damodaran ("Betas," n.d.) hvorfor det vurderes, at den opgivne betaværdi fra Yahoo Finance bør været højere, derfor opjusteres betaværdi således at der fremadrettet benytter en betaværdi på 0,55.

Som nævnt tidligere, er den opgivne betaværdi et tegn på at Royal Unibrew aktie sammenholdt med markedsporteføljen anses for at være mindre risikofyldt. Ligeledes igennem de tidligere gennemgået analyser er det konkluderet, at Royal Unibrews har et etableret og velkendt brand samt at deres indtjening er stabil igennem analyseperioden.

På betragtning af dette vurderes Royal Unibrews oplyste betaværdi at være retvisende.

12.7 Fastlæggelse af markedets risikofrie præmie:

Markedet risikofrie præmie skal forstås som en præmie en given investor forventer at få, for at tage risikoen ved at investere i aktien fremfor at vælge at en risikofri investering såsom statsobligationer. Selve opgørelse af denne præmie kan udarbejdes ved forskellige metoder. Til selve værdiansættelse tages der udgangspunkt i den implicit markedsrisikopræmie, den implicit markedsrisikopræmie beregnes på baggrund af, hvor meget afkast investorer forventer at få ud over den risikofrie rente, som er baseret på aktuelle markedspriser samt det forventede fremtidige pengestrømme fra aktier.

Skattestyrelsen har på baggrund af analyser af ikke finansielle børsnoterede selskaber valgt at anbefale at en markedsrisikopræmie på 6,5% for 2023. Heraf vil der til værdiansættelse blive benyttet dette som markedets risikofrie præmie. ("C.J.3.1.2.2 Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav - info.skat.dk," n.d.)

12.8 Fastlæggelse af den estimeret lånerente

Lånerente er den sidste variabel, der skal findes til brugen for at udregne WACC. Lånerenten skal afspejle, hvad det koster for virksomheden at låne penge og deraf er dette ofte svarende til gældsrenten. Til brugen af selve beregningen kan følgende formel opstilles: *Cost of debt = Marked yield on government bonds + Estimated credit – risk spread* (Hawawini & Viallet, 2022, p. 426)

I ovenstående formel er market yield on government bonds svarende til den risikofrie rente, hvori der i afsnit 12.5 blev fastlagt en rente på 2,37% på baggrund af en 10-årig statsobligation. Yderligere skal den estimated credit-risk spread forstås som det tillæg, en

investor kræver for risikoen ved at låne penge til en virksomhed. For at beregne dette tillæg for Royal Unibrew, divideres virksomhedens renteudgifter med deres rentebærende gæld. Ud fra dette beregnes et risikotillæg på 4,0%. Disse to tillagt hinanden efterlader en gældsrente før skat på 6,37%. Fratrullet skatteprocenten på 22%, er den beregnede gældsrente efter skat på 4,98%, som benyttes i brugen af beregningen af WACC. Beregningerne for dette fremgår af bilag 6.

12.9 Fastlæggelse af WACC og beregning heraf

Ud fra foregående afsnit kan WACC nu fastlægges. Til brugen af selve beregningen kan følgende formel opstilles: $WACC = K_D \frac{E}{E+D} + K_D(1 - T_C) \frac{D}{E+D}$ (Hawawini & Viallet, 2022, p. 439)

Første step i beregningen er, at beregne cost of equity som i tidligere afsnit 12.4 blev beregnet ved brugen af den risikofrie rente, betaværdien samt markedsrisikopræmien. Den risikofrie rente blev beregnet ud fra en 10-årig statsobligation, som anses for værende det sikreste værdipapir, betaværdien blev fastlagt ud fra Yahoo Finance, beregnede betaværdi sammenholdt med Damodaran brancheopdelt betaværdier. Markedsrisikopræmien blev fastlagt på baggrund af skattestyrelsens anbefaling ud fra deres analyser af ikke finansielle børsnoterede selskaber. Disse 3 værdier giver os cost of equity. Næste step er at beregne Royal Unibrews cost of debt after tax, årsagen til, at det er efter skat skyldtes at i beregningen af cost of debt er fratrullet skatten. Hertil benyttes den risikofrie rente samt et risikotillæg til beregningen. Disse to lagt sammen giver os Royal Unibrews cost of debt after tax.

Ud fra de to foregående beregninger, kan WACC fastlægges. Dette gøres ved at cost of equity ganges med equity financing samt cost of debt after tax ganges med debt financing. Hernæst blev der i afsnit 12.3 omkring kapitalstruktur fastlagt at Royal Unibrews target capital structure var på hhv. 12% gælds- og 88% egenkapitalandele på baggrund af antal aktier og aktiekursen pr. 31. december 2023.

For at beregne WACC lægges de to ovenstående beregninger sammen. Dette regnestykke giver en beregnet WACC på 5,83% for Royal Unibrew. Beregningerne for dette fremgår af bilag 6.

13. Værdiansættelse

På baggrund af de tidligere analyser foretaget i rapporten, som tilsammen har dannet grundlæg for selve udarbejdelsen af budgettet, kan den endelige beregningen af værdiansættelsen foretages ved brugen af DCF-modellen. Som slutteligt skal bidrage til at fastlægge om Royal Unibrews aktiekurs pr. 1 maj 2025 er over- eller undervurderet.

Hele grundlaget og beregningen af værdiansættelse fremgår bilag 4-9. Her fremgår det, at egenkapitalens værdi udgør 38.144.300 t.kr. som tilsvarende svarer til en værdi pr. aktie på 759,85 kr. Se figur 17, hvori beregningen foretages ved brugen af DCF-modellen.

Sammenholdes til den beregnede værdi med Royal Unibrews aktiekurs pr. 1 maj 2025, udviser den beregnede værdi, at aktiekursen for Royal Unibrew er undervurderet. Yderligere kan det vurderes, at den beregnede værdi er 34% højere end den faktiske aktiekursværdi. Ud fra dette må det fastslås, at Royal Unibrew er en yderst attraktiv investering for potentielle investorer.

Beregning af aktieværdi pr. 01.05.25	
Nutidsværdi - explicit forecast periode (2024-2033)	14,042,22
Nutidsværdi af terminalværdi	30,528,13
Enterprise value	44,570,35
+cash	57,00
-gæld	6,483,00
Equity value	38.144,35
Shares	50,20
Share price jf. beregning	759,85
Aktieværdi pr. 01.05.25 jf. markedet	568,00
Procentvis forskel	133,78%

Figur 17 – Kilde: egen tilvirkning

13.1 Følsomhedsanalyse:

På baggrund af den beregnede værdi af aktiekursen fremgår 34% og ligeledes på baggrund af at værdiansættelsen grundlag er baseret estimer, foretages en følsomhedsanalyse.

Følsomhedsanalyse skal bidrage til at udvise, hvordan en given effektiv fald eller stigning vil påvirke beregningen af selve værdiansættelsen. Følsomhedsanalyse vil tage sit afsæt i, hvad en given ændring i henholdsvis WACC og EBIT-margin vil medføre i forhold til budgettet.

13.2 WACC:

Af figur 18 fremgår en følsomhedsanalyse af WACC, som illustrerer hvilken konsekvens en ændring af WACC på +/- 1 procentpoint vil have på værdien pr. aktie. Tabellen udgangspunkt er taget med udsving på +/- 0,25 procentpoint ad gangen. Heraf kan det således ses, at en stigning på et procentpoint i WACC medfører et fald på 18% i værdiansættelsen, dette medfører således at værdien pr. aktie falder til 577 kr. Derimod vil et fald på et procentpoint i WACC medfører en stigning på 41% i værdiansættelse. Betydningen heraf vil være, at værdien pr. aktie steg til 1.071 kr.

Yderligere kan det aflæses, selvom en stigning i WACC på et procentpoint højere, vil værdien pr. aktie fortsat være højere end den faktiske kursværdi pr. 1. maj 2025.

Tabellen udviser derfor, at aktien er relativ følsom overfor især eventuelle fald i WACC, eftersom fald vil medføre en relativ stor stigning. Dog kan det argumenteres, at WACC skulle

være fastsat til et procentpoint højere, idet værdien pr. aktie således vil ligge tættere på den faktiske kurs pr. 1. maj 2025.

Følsomhedsanalyse af WACC			
Ændring i WACC	Ændring	Værdi pr. aktie	+/- i%
-1,00%	311	1.071	41%
-0,75%	214	974	28%
-0,50%	132	892	17%
-0,25%	61	821	8%
0,00%	-	760	0%
0,25%	-54	706	-7%
0,50%	-102	658	-13%
0,75%	-145	615	-19%
1,00%	-183	577	-24%

Figur 18 – Kilde: egen tilvirkning

13.3 EBIT-margin:

Af figur 19 fremgår en følsomhedsanalyse af EBIT-margin, som illustrerer, hvilken konsekvens en ændring i EBIT på +/- 1 procentpoint vil have på værdien pr. aktie. Tabellen udgangspunkt er taget med udsving på +/- 1 procentpoint ad gangen.

I foregående følsomhedsanalyse for WACC fremgik det, at man gerne vil opnå en så lav værdi for WACC, for derigennem at opnå en højere værdi. For EBIT-margin er det omvendt, her vil en høj margin ligeledes medføre en højere værdi. Dette udspringer ligeledes af tabellen, hvor det illustrerer, hvordan en ændring på +/- 1 procentpoint påvirker værdien pr. aktie. Yderligere kan det ses, at ved en ændring af EBIT på +/-3 procentpoint vil værdien af aktie henholdsvis stige/falde med 23% tilsvarende en værdi på 174 kr. Helt overordnet set svinger værdien med 7-8% for hvert procentpoint, som EBIT-margin henholdsvis stiger eller falder.

Yderligere kan det aflæses, selvom der sker et fald EBIT på 3 procentpoint, vil værdien pr. aktie fortsat være højere end den faktiske kursværdi pr. 1. maj 2025.

Dette bidrager til, at det kan konkluderes, at EBIT-margin har en mindre betydning for selve værdiansættelsen i betragtning af den teoretiske beregnede værdi.

Følsomhedsanalyse af EBIT			
Ændring i EBIT	Ændring	Værdi pr. aktie	+/- i%
-3,00%	-174	586	-23%
-2,00%	-116	644	-15%
-1,00%	-58	702	-8%
0,00%	-	760	0%
1,00%	58	818	8%
2,00%	116	876	15%
3,00%	174	934	23%

Figur 19 – Kilde: egen tilvirkning

13.4 Delkonklusion:

Beregnings af værdiansættelsen af Royal Unibrew er gjort ved brugen af DCF-modellen.

Modellen gør brug af en række variabler, som først skal fastlægges før selve beregningen kan

færdiggøres. Heriblandt skal WACC beregnes, som gøres gennem det beregnede ejerens kapitalafkastkrav samt den fastsatte estimerede lånerente.

Hernæst tilbagediskonteres det forventede fremtidige cash flow ud fra budgetperioden, som medførte en værdi af egenkapital som muliggør beregningen af værdien pr. aktie. Den beregnede aktiekurs blev beregnet til 759,88 kr., som sammenholdt med den faktiske kursværdi pr. 1. maj 2025, er højere, idet denne lå på 568 kr. Idet aktiekursen blev beregnet til en højere værdi, indikerer dette, at aktien for Royal Unibrew er undervurderet og deraf også må anses at være attraktiv for nuværende, såvel som potentielle investorer. I takt med værdiansættelse blev der også udarbejdet en følsomhedsanalyse med udgangspunkt i henholdsvis WACC og EBIT-margin. Selve følsomhedsanalyserne bidrog til, at det kunne ses, at en ændring i WACC helt generelt set har en større påvirkning af værdiansættelsen end en ændring af EBIT-margin. Herunder er det vigtigt at belyse, at ved følsomhedsanalysen for WACC viste det yderligere, at selv ved en høj stigning af WACC, vil den teoretiske aktiekursværdi fortsat være attraktiv. Som kan henlede til om WACC reelt set burde have været 1 procentpoint højere, end den benyttede WACC i beregningen af aktieværdien. Hertil vurderes det, at de bagved benyttede variabler til beregningen af WACC vurderes til at være korrekt fastsat og derfor er denne ikke blevet ændret.

14. Konklusion

Denne afhandlings formål var at give et indblik om Royal Unibrews aktie var over- eller undervurderet pr. 1. maj 2025. For at få et indblik i dette, dannede afhandlingen grundlag i en række analyser, herunder strategisk analyse af selskabets interne og eksterne forhold, regnskabs- og rentabilitetsanalyse samt værdiansættelse af Royal Unibrews aktieværdi.

Royal Unibrew sælger 78% af sine produkter til hovedmarkedet, der omfatter Skandinavien og Baltikum. På trods af selskabets størrelse, befinder vi os som samfund i en tid, hvor det bliver stadig mere og mere populært at fravælge øl og læskedrikke til fordel for sundere alternativer uden sukker og alkohol i. Derfor har kunderne i off-trading-segmentet fået en større forhandlingsstyrke, da der er flere substituerende produkter på markedet. Det er dog værd at nævne, at hvis man hovedsageligt kigger på traditionel bryggerivirksomhed, så står Royal Unibrew utroligt stærkt, da adgangsbarriererne er store på markedet, hvor der er lav indtjening på markedet, og de store nyder godt af stordriftsfordele. Derfor er der en bekymrende tendens i selskabets omverden, men katastrofeklokkerne ringer ikke endnu.

For at kunne analysere Royal Unibrews regnskab og rentabilitet, er resultatopgørelsen, balancen samt egenkapitalen reformuleret. Der er taget udgangspunkt i en 5-årig periode, hvor 2019 er det første år og 2023 er det seneste år. Royal Unibrews nøgletal er blevet forringet i perioden, hvilket skyldes en række faktorer. Nettoomsætningen er steget markant i perioden, men råvarepriserne er steget forholdsmæssig mere som følge af krigen i Ukraine og inflation. Samtidig har der i perioden har Royal Unibrew investeret massivt via opkøb og derudover fik selskabet i 2022 en kapitalforhøjelse på 822 mio. kr. Disse faktorer har medvirket til at udvande forholdet mellem nettoomsætningen, aktiverne og egenkapitalen, hvorfor nøgletallene er blevet forringet. Der er dog ikke tale et fald til et utilfredsstillende niveau, men blot en utilfredsstillende tendens som kræver opmærksomhed.

Royal Unibrews faktiske aktiekurs pr. 1. maj 2025 lå på 568 kr. På baggrund af budgettet, som tager afsæt i de foretagne analyser, er den beregnet en aktiekurs på 759,88 kr., hvilket svarer til en højere aktiekurs på 191,88 kr. tilsvarende til 33,78%. Der er usikkerhed forbundet med beregningen som følge af identificerede variable. Der er udarbejdet en følsomhedsanalyse af WACC samt EBIT. Heraf fremgår det, at aktien forsat er undervurderet hvis WACC stiger med 1% eller EBIT falder med 3%. Det konkluderes derfor, at Royal Unibrews aktiekurs pr. 1. maj 2025 er undervurderet. Dette ligeledes på trods af følsomhedsanalysen. Derfor er det anbefalingen, at man overvejer Royal Unibrews aktie som en reel investeringsmulighed.

15. Litteraturliste

30 initiativer skal beskytte børn og unge mod nikotinprodukter og alkohol [WWW Document], 2024. URL <https://www.ism.dk/nyheder/2024/december/30-initiativer-skal-beskytte-boern-og-unge-mod-nikotinprodukter-og-alkohol> (accessed 5.8.25).

Aldersgrænse alkohol [WWW Document], 2022. URL <https://www.legaldesk.dk/privat/strafferet/aldersgraense-alkohol> (accessed 5.8.25).

Alkoholfri øl fortsætter sin sejrsgang | Bryggeriforeningen [WWW Document], n.d. URL <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13772790/alkoholfri-ol-fortsaetter-sin-sejrsgang?publisherId=13559943&lang=da> (accessed 5.8.25).

Analysis - Euromonitor: Passport Alcoholic drinks [WWW Document], n.d. URL <https://www-portal-euromonitor-com.ez.statsbiblioteket.dk/Analysis/Tab> (accessed 5.8.25).

Analysis - Euromonitor: Passport Soft drinks [WWW Document], n.d. URL <https://www-portal-euromonitor-com.ez.statsbiblioteket.dk/Analysis/Tab> (accessed 5.8.25).

Anbefalinger om alkohol [WWW Document], 2025. URL <http://www.sst.dk/da/Borger/En-sund-hverdag/Alkohol/Anbefalinger-om-alkohol> (accessed 5.8.25).

Årsrapport 2023, n.d.

Askjær, T.H., 2024. Royal Unibrew-topchef efter opjustering: Opkøb leverer snorlige [WWW Document]. borsen.dk. URL <http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/royal-unibrew-topchef-opkob-leverer-snorlige> (accessed 5.8.25).

Betas [WWW Document], n.d. URL https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (accessed 5.8.25).

Bryggeriforeningen 1, 2020. . Bryggeriforeningen. URL <https://bryggeriforeningen.dk/tal/laeskedrikke/sukkerfrie-sodavands-andel/> (accessed 5.8.25).

C.J.3.1.2.1 Kapitalstruktur (gælds- og egenkapitalandel) - info.skat.dk [WWW Document], n.d. URL <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386881> (accessed 5.8.25).

C.J.3.1.2.2 Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav - info.skat.dk [WWW Document], n.d. URL <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882> (accessed 5.8.25).

Danmark - 10-årig statsobligationsrente | 1983-2025 Data | 2026-2027 Prognose [WWW Document], n.d. URL <https://da.tradingeconomics.com/denmark/government-bond-yield> (accessed 5.8.25).

Danskernes sundhed, 2024.

Erhvervsministeriet, 2024. Bekendtgørelse af lov om markedsføring.

Generelt om bæredygtighedsrapportering efter § 99 a (CSRD) | erhvervsstyrelsen.dk [WWW Document], n.d. URL <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-virksomheder-omfattet-af-CSRD> (accessed 5.8.25).

globalisering - Om dens virkninger og konsekvenser - Lex [WWW Document], n.d. URL <https://lex.dk/globalisering> (accessed 5.8.25).

Hawawini & Viallet, G.& C., 2022. Finance for executives Managing for value Creation, 7th Edition. ed. Cengage.

Hjemmeriet - Info om Øl [WWW Document], n.d. URL https://hjemmeriet.com/da/info/da/Produktgrupper/15-Oel/-infoproductgroup_da.htm (accessed 5.8.25).

Hos Royal Unibrew skaber virtuelle AI-medarbejdere nye forretningsmuligheder - DI [WWW Document], n.d. URL <https://www.danskindustri.dk/vi-radgiver-dig/virksomhedsregler-og-varktøjer/ai/cases-og-eksempler/casearkiv-ai-for-alle/Royalunibrew/> (accessed 5.8.25).

Igen i år er der lanceret flere dansk ølvarianter [WWW Document], 2024. URL <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article17751354.ece> (accessed 5.8.25).

International, n.d. . R. Unibrew. URL <https://www.royalunibrew.com/markets/international/> (accessed 5.8.25).

Larsen, L., 2025. NOMINERING TIL SUSTAINABILITY-PRISEN: Royal Unibrew & Smukfests Cirkulære Krus med "Sammen om Bæredygtighed" [WWW Document]. MLDK - Mærkevareleverandørerne. URL <https://mldk.org/nyheder/nominering-til-sustainability-prisen-royal-unibrew/> (accessed 5.8.25).

Lessambo, F. I., n.d. Financial Statements Analysis, Reporting and Valuation, Second edition. ed. Palgrave macmillan.

Markedsføring af alkoholholdige drikkevarer, n.d. . Bryggeriforeningen. URL <https://bryggeriforeningen.dk/drikkevarer/oel/lovgivning/markedsfoering/> (accessed 5.8.25).

Mundt, C., 2025a. Hvid Januar giver tørst efter alkoholfri øl. Bryggeriforeningen. URL <https://bryggeriforeningen.dk/hvid-januar-giver-toerst-efter-alkoholfri-oel/> (accessed 5.8.25).

Mundt, C., 2025b. Antallet af danske bryggerier falder. Bryggeriforeningen. URL <https://bryggeriforeningen.dk/antallet-af-danske-bryggerier-falder/> (accessed 5.8.25).

Mundt, C., 2025c. Frygt for lukning af bryggerier stiger. Bryggeriforeningen. URL <https://bryggeriforeningen.dk/frygt-for-lukning-af-bryggerier-stiger/> (accessed 5.8.25).

Nem B2B bestilling af snacks og drikkevarer | Royal4you [WWW Document], n.d. URL <https://royal4you.com/> (accessed 5.8.25).

Nettoprisindeks [WWW Document], n.d. URL <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/prisindeks/nettoprisindeks> (accessed 5.8.25).

Odde, U.J., 2021. Tak Rock-kampagne i nye klæder. Dan. Markedsfør. URL <https://markedsforing.dk/artikler/nyheder/tak-rock-kampagne-i-nye-klader/> (accessed 5.8.25).

Øl- og vinafgiftsloven Skatteministeriet [WWW Document], 2025. . Skatteministeriet Skmdk. URL <https://skm.dk/tal-og-metode/satser/satser-og-beloebsgraenser-i-lovgivningen/ol-og-vinafgiftsloven> (accessed 5.8.25).

Ølsalget i Danmark fordelt på salgsstede, 2023. . Bryggeriforeningen. URL <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/salgetidkfordeltpaalsgssteder/> (accessed 5.8.25).

Olsen, Staunstrup & Hermann, N.V., Erik & Lone, 2022. Strategi - det strategiske lederskab, 1. udgave. ed. Trojka.

Pantfrie tyske dåser under pres - sender chokbølger gennem grænselandet, siger analytiker - TV 2 [WWW Document], 2021. . nyheder.tv2.dk. URL <https://nyheder.tv2.dk/lokalt/2021-06-09-pantfrie-tyske-daaser-under-pres-sender-chokboelger-gennem-graenselandet-siger-analytiker> (accessed 5.8.25).

Pantsystemet i Danmark slår rekorder: 99,7 procent genanvendes i et lukket kredsløb - Djursland I dag, 2025. URL <https://djurslandidag.dk/2025/03/12/pantsystemet-i-danmark-slaar-rekorder-997-procent-genanvendes-i-et-lukket-kredsloeb/> (accessed 5.8.25).

Robotter og øl - en cocktail der sikre arbejdsplader i Faxe - DI [WWW Document], n.d. URL <https://www.danskindustri.dk/vi-radgiver-dig/forretningsudvikling/digitalisering-og-innovation/digitale-cases-til-inspiration/royal-unibrew/> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew - Alle brands [WWW Document], n.d. URL <https://royalunibrew.dk/brands/alle-brands> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew – Bæredygtige drikkevarer i genanvendt emballage - DI [WWW Document], n.d. URL <https://www.danskindustri.dk/politik-og-analyser/di-mener/miljoenergi/cirkular-okonomi/cirkularitetcases/bla/> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew - Brands [WWW Document], n.d. URL <https://royalunibrew.dk/brands> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew - om os [WWW Document], 2025. URL <https://royalunibrew.dk/om-os> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew - Salg & partnerskaber [WWW Document], n.d. URL <https://royalunibrew.dk/salg-partnerskaber> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew A/S (RBREW.CO) Stock Price, News, Quote & History - Yahoo Finance [WWW Document], n.d. URL <https://finance.yahoo.com/quote/RBREW.CO/> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew A/S [WWW Document], 2021. . Trap Dan. Lex. URL https://trap.lex.dk/Royal_Unibrew_A/S (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew: Lager med 99,8 % leveringssikkerhed [WWW Document], n.d. URL <https://www.codeex.dk/nyheder/case-royal-unibrew-hoej-sikkerhed-for-levering-og-medarbejdere> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew stiger kraftigt på børsen efter opjustering, 2024. URL <https://erhvervsfronten.dk/finans/royal-unibrew-stiger-kraftigt-paa-boersen-efter-opjustering/> (accessed 5.8.25).

Royal Unibrew [WWW Document], 2025. URL <https://royalunibrew.dk/brands/oel> (accessed 5.8.25).

Salg af læskedrik fordelt på salgssteder, 2020. . Bryggeriforeningen. URL <https://bryggeriforeningen.dk/tal/laeskedrikke/sukkerfrie-sodavands-andel/> (accessed 5.8.25).

Sanktioner mod Rusland [WWW Document], n.d. URL <https://eksportkontrol.erhvervsstyrelsen.dk/sanktioner-mod-rusland> (accessed 5.8.25).

Selskabsskat for ApS og A/S | Virksomhedsguiden [WWW Document], n.d. URL <https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-4f54-80b0-40078551ccb7/> (accessed 5.8.25).

Situationen i Ukraine har stor betydning for kornpriserne overalt i verden | LandbrugsAvisen [WWW Document], 2022. URL <https://landbrugsavisen.dk/avis/situationen-i-ukraine-har-stor-betydning-kornpriserne-overalt-i-verden> (accessed 5.8.25).

Sørensen, O., 2012. Regnskabsanalyse og værdiansættelse i en praktisk tilgang, 4. udgave. ed. Gjellerup forlag.

Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider [WWW Document], 2025. . Nationalbanken.dk. URL <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2025/udsigt-til-lavere-loenstigninger-og-stabil-inflation-trods-usikre-tider> (accessed 5.8.25).

Vedvarende energi er vejen frem for Royal Unibrew - DI Fødevarer [WWW Document], n.d. URL <https://www.danskindustri.dk/brancher/di-foedevarer/nyhedsarkiv/nyheder/2023/vedvarende-energi-er-vejen-frem-for-royal-unibrew/> (accessed 5.8.25).

16. Bilagsoversigt

Bilag 1: Resultatopgørelse reformuleret	Side 1
Bilag 2: Balance reformuleret	Side 2
Bilag 3: Egenkapital reformuleret	Side 3
Bilag 4: Afkastkrav på gæld	Side 4
Bilag 5: Beregning af forhold mellem egenkapital og gæld	Side 4
Bilag 6: Beregning af WACC	Side 4
Bilag 7: Grundlag for beregning af frit cash flow	Side 4
Bilag 8: Forudsætninger for værdiansættelse	Side 5
Bilag 9: Beregning af frit cash flow	Side 5
Bilag 10: Beregning af aktieværdi pr. 01.05.25	Side 5
Bilag 11: OG/EBIT% - historisk	Side 5

Bilag 1: Resultatopgørelse reformuleret

1	Resultatopgørelse reformuleret (mio. kr.)					
2	År	2019	2020	2021	2022	2023
3	<u>Driftsoverskud fra salg</u>					
4	Omsætning	7,692	7,557	8,746	11,487	12,957
5	Nettoomsætning	7,692	7,557	8,746	11,487	12,957
6	Produktionsomkostninger	-3,435	-3,428	-4,309	-6,395	-7,250
7	Bruttoresultat	4,257	4,129	4,437	5,092	5,707
8	Distributionsomkostninger	-2,119	-1,940	-2,022	-2,680	-2,900
9	Administrationsomkostninger	-324	-328	-395	-415	-599
10	EBITA	1,814	1,861	2,020	1,997	2,208
11	Af- og nedskrivninger	-345	-346	-368	-481	-570
12	Andre driftsindtægter	-	-	-	-	-
13	EBIT	1,469	1,515	1,652	1,516	1,638
14						
15	<u>Skat på driftsoverskud fra salg</u>					
16	Rapporteret skatteomkostning	-318	-307	-349	-294	-311
17	Skattefordel på nettofinansielle omkostninger	-9	-10	-9	-21	-57
18	Skat på andet driftsoverskud	-6	-7	-8	-0	-4
19	Driftsoverskud fra salg (efter skat)	1,137	1,191	1,286	1,200	1,266
20						
21	<u>Andet driftsoverskud</u>					
22	Resultat af associerede virksomheder efter skat	25	33	37	2	18
23	Skat på andet driftsoverskud	6	7	8	0	4
24	Andet driftsoverskud på efter skat basis	31	40	45	2	22
25						
26	Usædvanlige driftsposter	-	-	-	-	-
27	Kursdifferencer ved omregning af udenlandske enheder	4	-29	6	6	-29
28	Værdiregulering af sikringsinstrumenter	14	11	5	22	-28
29	Pensionsforpligtelser	2	1	3	3	-
30	Selskabsskat	-3	-2	-2	-3	9
31	Usædvanlige driftsposter på efter skat basis	17	-19	12	28	-48
32						
33	Samlet driftsoverskud (efter skat og dirty surplus)	1,184	1,212	1,343	1,231	1,240
34						
35						
36	<u>Netto finansielle omkostninger</u>					
37	Finansielle udgifter	-41	-46	-49	-103	-260
38	Finansielle indtægter	2	2	7	7	2
39	Netto finansielle omkostninger (før skat)	-39	-44	-42	-96	-258
40	Skattefordel på nettofinansielle omkostninger	9	10	9	21	57
41	Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-30	-34	-33	-75	-201
42	Dirty surplus finansielle poster	-3	-8	-13	-23	-18
43						
44	Netto finansielle omkostninger (efter skat og dirty surplus)	-33	-42	-46	-98	-219
45						
46	<u>Totalindkomst</u>					
47	Totalindkomst for koncernen	1,151	1,170	1,297	1,133	1,021
48	Minoritetsinteressernes andel af resultatet	-2	15	-1	-1	-
49	Totalindkomst til moderselskabets aktionærer	1,153	1,155	1,298	1,134	1,021

Bilag 2: Balance reformuleret

Balance reformuleret, (mio kr.)						
År		2019	2020	2021	2022	2023
Driftsaktiver						
Goodwill		2,335	2,283	3,031	3,985	5,216
Varemærker		1,956	1,934	2,480	3,273	3,925
Andre immaterielle aktiver		225	191	350	300	328
Materielle anlægsaktiver		2,501	2,455	2,734	3,680	4,662
Udskudt skatteaktiv		0	0	0	0	0
Varebeholdninger		463	517	780	1,213	1,401
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser		736	639	1,188	1,500	1,901
Forudbetalinger		59	54	89	131	165
Tilgodehavende skat		0	0	0	0	0
Aktiver bestemt for salg		0	0	0	0	0
Driftslikviditet		77	76	87	115	130
Total driftsaktiver		8,352	8,149	10,739	14,197	17,728
Driftsforpligtelser						
Hensatte forpligtelser		0	0	0	0	0
Udskudt skatteforpligtelse		546	554	747	1,011	1,281
Skyldig pension		0	0	0	0	0
Andre langfristede forpligtelser		105	52	26	9	1
Forpligtelser til returemballage		0	0	0	0	0
Leverandørgæld		1,018	1,047	1,721	1,934	2,425
Skyldig selskabsskat		29	9	18	8	44
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt til salg		17	10	11	11	11
Anden gæld*		894	1,028	1,427	1,669	1,785
Total driftsforpligtelser		2,609	2,700	3,950	4,642	5,547
Ikke-kerne driftsaktiver						
Kapitalandele i ass. virksomheder		126	131	153	99	34
Andre tilgodehavender		20	21	23	79	89
Ikke-kerne driftsaktiver i alt		146	152	176	178	123
Netto driftsaktiver		5,889	5,601	6,965	9,733	12,304
Finansielle forpligtelser						
Rentebærende gældsforpligtelser		2,777	2,274	3,622	4,674	6,483
Finansielle forpligtelser i alt		2,777	2,274	3,622	4,674	6,483
Finansielle aktiver						
Rentebærende indestående		-5	5	-1	99	-73
Finansielle aktiver i alt		-5	5	-1	99	-73
Netto finansielle forpligtelser		2,782	2,269	3,623	4,575	6,556
Minoritetsinteresser		10	24	12	0	0
Moderelskabets aktionærers EK		3,097	3,308	3,330	5,158	5,748
Samlet Finansiering		5,889	5,601	6,965	9,733	12,304

Bilag 3: Egenkapital reformuleret

				2018	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapital for moderselskabets aktionærer									
Egenkapital primo				2,814	2,899	3,098	3,308	3,330	5,158
Transaktion med ejere									
Kapitalforhøjelse				-	-	-	-	1,053	-
Kapitalforhøjelse, børsintroduktion				-	-	-	-	-241	-
Aktiebaseret vederlæggelse				11	11	8	2	-	14
Overførsel af egne aktier fra moderselskabet				-	-	-	-	457	-
Køb af egne aktier				-484	-433	-362	-582	-289	-
Salg af egne aktier				-	-	-	-	-	249
Køb af minoritetsinteresser				-29	-	-	-	-	-
Udnyttelse af aktieoptioner				-	-	-	-56	-	-
Udbetalt udbytte				-451	-538	-600	-653	-692	-720
= Transaktion med ejere i alt				-953	-960	-954	-1,289	308	-457
Totalindkomst									
Reklassifikation				-	-	-	-	-	-
Årets Resultat				1,041	1,142	1,183	1,299	1,492	1,095
Anden totalindkomst				-3	17	-19	12	28	-48
Sikulte omkostninger				-	-	-	-	-	-
= Totalindkomst i alt				1,038	1,159	1,164	1,311	1,520	1,047
Egenkapital ultimo				2,899	3,098	3,308	3,330	5,158	5,748
Egenkapital for minoritetsinteresser									
Egenkapital primo				-	9	9	24	12	-
Transaktion med minoriteter									
Minoritetsaktionær med put-option reklassificeret til langfristede forpligte				-	-	-	-	-	-
Udnyttelse af aktieoptioner				-	-	-	-7	-	-
Køb af minoritetsinteresser				10	2	-	-	-	-
Udbytte udbetalt til minoritetsinteresser				-	-	-	-4	-	-
Salg af virksomheder				-	-	-	-	-11	-
= Transaktion med minoriteter i alt				10	2	-	-11	-11	-
Minoritetsandel af totalindkomst									
Reklassifikation				-	-	-	-	-	-
Årets Resultat				-1	-2	15	-1	-1	-
Anden totalindkomst				-	-	-	-	-	-
Genmåling af put-option				-	-	-	-	-	-
= Minoritetsandel af totalindkomst i alt				-1	-2	15	-1	-1	-
Egenkapital ultimo				9	9	24	12	-	-

Bilag 4: Afkastkrav på gæld

Afkastkrav på gæld	
Risikofrie rente	2,37%
Selskabsspecifik risikotillæg	4,0%
Selskabsskatteprocent	22%
Ejernes afkast krav	5,95%
Risikofri rente	2,37%
Beta	0,55
Markeds risikopræmie	6,50%

Bilag 5: Beregning af forhold mellem egenkapital og gæld

Gennemsnitligt forhold mellem egenkapital og gæld til beregning af markedsværdi af egenkapital						
År	2019	2020	2021	2022	2023	GNS
Aktiekurs	610	706	737	495	451	
Antal aktier	50.100.000	49.400.000	48.800.000	50.200.000	50.200.000	
MV EK (mioDKK)	30.561	34.876	35.966	24.849	22.640	
MV EK (mioDKK)	2.782	2.269	3.623	4.575	6.556	
Markedsværdi virksomhed (mioDkk)	33.343	37.145	39.589	29.424	29.196	
EK, %	92%	94%	91%	84%	78%	88%
Gæld %	8%	6%	9%	16%	22%	12%

Bilag 6: Beregning af WACC

Fastlæggelse af WACC	
Antal aktier	50.200.000
Aktiekurs	451
Markedsværdi af EK (mioDKK)	22.640
Markedsværdi af gæld (mioDKK)	6.556
Egenkapitalomkostninger	5,95%
Efter skat låneomkostninger	4,98%
WACC	5,83%

Bilag 7: Grundlag for beregning af frit cash flow

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Terminal
Omsætningsvækst	11,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Vareforbrug (COGS) i % af oms.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Årlig vækst i Salgs- og adm. omk.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Arbejdskapital (WCR) i % af omsætning	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Afskrivninger (mio. kr.)	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0	-500,0
Investeringer (mio. Kr.)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Skatteprocent	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

Bilag 8: Forudsætninger for værdiansættelse

Forudsætninger til værdiansættelse:	
WACC	5,83%
Terminalvækst	2,00%
Forventet EBIT	12,50%

Bilag 9: Beregning af frit cash flow

mio. kr.	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Terminal
Oms	11.487	12.957	14.458	14.747	15.042	15.343	15.650	15.963	16.282	16.608	16.940	17.279	17.624
EBITDA	1.997	2.208	2.307	2.343	2.380	2.418	2.456	2.495	2.535	2.576	2.617	2.660	2.703
afskr	-481	-570	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
EBIT	1.516	1.638	1.807	1.843	1.880	1.918	1.956	1.995	2.035	2.076	2.117	2.160	2.203
skat	294	311	398	406	414	422	430	439	448	457	466	475	484
EAT	1.222	1.327	1.410	1.438	1.467	1.496	1.526	1.556	1.588	1.619	1.652	1.685	1.719
EBIT*(1-tax)	1.182	1.278	1.410	1.438	1.467	1.496	1.526	1.556	1.588	1.619	1.652	1.685	1.719
+afskrivninger	481	570	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
WCR	910	1.042	1.163	1.186	1.210	1.234	1.259	1.284	1.309	1.336	1.362	1.390	1.418
-Delta WCR			121	23	24	24	25	25	26	26	27	27	27
-Investeringer		-	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Frit cash flow			1.689	1.815	1.843	1.872	1.901	1.931	1.962	1.993	2.025	2.057	2.099

Bilag 10: Beregning af aktieværdi pr. 01.05.25

Beregning af aktieværdi pr. 01.05.25	
Nutidsværdi - explicit forecast periode (2024-2033)	14.042,22
Nutidsværdi af terminalværdi	30.528,13
Enterprise value	44.570,35
+cash	57,00
-gæld	6.483,00
Equity value	38.144,35
Shares	50,20
Share price jf. beregning	759,85
Aktieværdi pr. 01.05.25 jf. markedet	568,00
Procentvis forskel	133,78%

Bilag 11 OG/EBIT% - historisk

OG - drivere (i % af NO)					
Bruttoavanceprocent	55.34%	54.64%	50.73%	44.33%	44.05%
Distributionsomkostninger	-27.55%	-25.67%	-23.12%	-23.33%	-22.38%
Administrationsomkostninger	-4.21%	-4.34%	-4.52%	-3.61%	-4.62%
Af- og nedskrivninger	-4.49%	-4.58%	-4.21%	-4.19%	-4.40%
OG salg (før skat)	19.10%	20.05%	18.89%	13.20%	12.64%
Skat	-4.32%	-4.29%	-4.19%	-2.75%	-2.87%
OG salg (efter skat)	14.78%	15.76%	14.70%	10.45%	9.77%
OG andet driftsoverskud (efter skat)	0.40%	0.53%	0.52%	0.02%	0.17%
OG usædvanlige driftsposter (efter skat)	0.22%	-0.25%	0.14%	0.24%	-0.37%
OG	15.40%	16.04%	15.35%	10.72%	9.57%