

HØJT SKUM OG DOVENT ØL

De tre børsnoterede bryggerier kommer fra vidt forskellige udgangspunkter og er på vej vidt forskellige steder.



OLE SØEBERG
Nordic Investment Partners
ole.soeberg@nordic-investment-partners.com

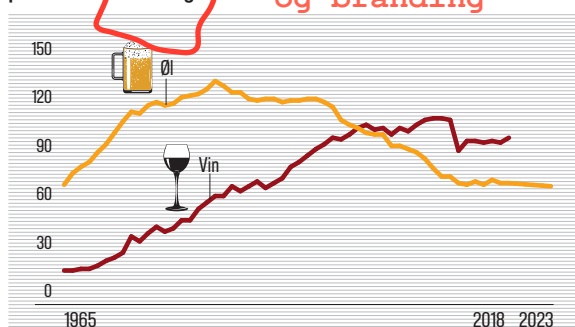
Den danske bryggeribranche har en lang og spændende historie bag sig og har skabt nogle af landets største formuer. I dag er der tre børsnoterede bryggerier tilbage, og rejsen for de tre har været vidt forskellig. Før vi dykker dybere ned i hvert bryggeris unikke profil, er det værd at tage et overordnet billede af branchens historiske udvikling og fremtiden.

Det danske øl- og drikkevaremarked er udgangspunktet for de tre bryggerier, men udgør kun en mindre del af den samlede omsætning. Det danske marked er dog karakteristisk for, hvordan ølmarkederne generelt ser ud i Europa.

Ølmarkedet falder, men specialøl og restaurationssalg vokser
I Danmark sælges årligt omtrent 275 millioner liter øl eller 61 liter per indbygger over 18 år. Salget af øl toppede i 1983 og er faldet næsten to procent per år indtil 2013, hvor volumenfaldet begyndte at flade ud jf figur 1.

FORBRUG AF ØL OG VIN I DANMARK SIDEN 1965

Grafen illustrerer den fundamentale udfordring for bryggerier på modne markeder. Forbugerne foretrækker i stigende grad vin, så forbruget af øl falder konstant. For at tjene penge er en effektiv produktion nødvendig.



75 procent af volumen købes i dagligvarehandel og 25 procent på cafeer og restauranter, men det forholder sig nærmest omvendt med omsætningen, idet 29 procent af salget kommer fra dagligvarehandel og 71 procent fra cafeer og restauranter.

Frem mod 2023 ventes stabile priser, men volumenfald i dagligvarehandlen, mens der er udsigt til prisstigninger på 1,5 procent årligt og en volumenvækst på 0,5 procent for cafeer og restauranter.

Det europæiske marked udviser samlet set en lille tilvækst, men med store forskelle mellem landene, hvilket er vigtigt ved vurdering af de tre danske, børsnoterede selskaber.

Der er over 10.000 bryggerier i Europa og alene siden 2010 er antallet af mikrobryggerier steget fra 3.000 til over 8.000. Udbudsbilledet er derfor ganske komplekst og prisdannelsen ligeså. Som bryggeriinvestor er det ikke kun ølmarkedet, man skal holde øje med, men også sodavand og andre ikke-alkoholiske drikke, færdigblandede drikke og andre tilstødende områder.

En branche næsten uden tilvækst kan være en fin investeringsmulighed, såfremt selskaberne viser god ledelse og kapitaldisciplin. Og her tegner der sig et blandet billede af de danske bryggerier. Ingredienserne til produktion af øl er selvklaart ens for alle og består af vand, malt, humle og gær. Der er ikke kapacitetsmangel, så en væsentlig komponent til at skabe lønsom succes på øl/sodavands markedet er 'branding', idet det giver mulighed for højere pris per hektoliter. Eksempelvis er Royal Unibrews hektoliterpris i Italien, hvor premium øllen Ceres sælges, omkring 1.400 kr. (segmentet vises ikke siden 2017), mens Harboe på koncern niveau opnår en pris på 235 kr./hektoliter.

Alle 3 bryggerier producerer også sodavand, men ingen af dem oplyser, hvordan lønsomheden er for henholdsvis øl og sodavand. Som investor har man derfor langt fra fuld sigtbarhed. ■

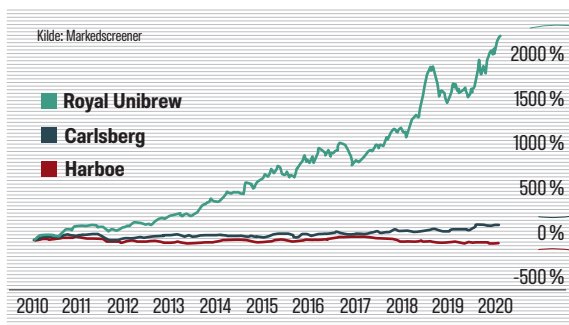
Ole Søeberg ejer aktier i Royal Unibrew.

RISIKOFAKTORER

ESG – investor i bryggerier bør være klar over at alkohol har skadelig indvirkning på helbredet og produktion af øl kræver meget vand, men dog mindre end kaffe og juice produkter.

HØJT SKUM OG DOVENT ØL

Kursudviklingen for de tre bryggeriaktier de seneste ti år kunne ikke være mere forskellig. Royal Unibrew er blandt børsens bedste, mens Harboes aktionærer har lidt gennem mange år.



Royal Unibrew

BRED PRODUKTPALETTE

Royal Unibrew har en produktion på 11 millioner hektoliter. Opkøb indenfor sodavandssegmentet siden 2017 har transformeret selskabet så produktionen er 38 procent øl, 49 procent non-alkohol og 13 procent cider, færdigblandede drinks m.m. Royal Unibrew er således på vej mod nye segmenter og vel at mærke samtidig med at lønsomheden øges.

De sidste 10 års udvikling i Royal Unibrew er ganske imponerende, idet selskabet i foråret 2009, hvor der var tvivl om selskabets store nettogæld kunne forrentes og afdrages, havde en børsværdi under 300 mio.kr. Ved starten af 2020 var børsværdien 32 mia.kr.

Royal Unibrew er veldrevet, har vist god opkøbsdisciplin og fremstår som den mest agile af de tre bryggerier. Frem mod 2024 burde omsætningen kunne nærme sig 9 mia.kr. og indtjeningen per aktie burde kunne runde 32 kr. Anvendes samme vurderingsmetode som for Carlsberg, opnås en kurs på $32 \times 20 = 640$ kr. Udbyttet er lidt under 2 procent, så kursen reflekterer allerede nu en stor del af fortræffelighederne i 2024.



Carlsberg

PREMIUMØL OG VÆKST I ASIEN

Målt på børsværdi er Carlsberg verdens tredjestørste bryggeri efter Anheuser Busch InBev og Heineken. 85 procent af bryggeriets produktion på 133 millioner hektoliter er øl. Fokus er på øget lønsomhed via større udbredelse af premiumøl, herunder vækst for de internationale mærker Carlsberg og Tuborg i Asien.

Siden 2015, hvor hollandske Cees 't Hart overtog CEO-kontoret, er organisationen trimmet og omkostningsniveauet nedbragt. Efter en langsom start er salg og ikke mindst indtjening siden 2018 forbedret. Samtidig er gælden fra købet af Scottish & Newcastle i 2007 nedbragt, og råderummet anvendt til køb og efterfølgende sletning af egne aktier.

Selv uden opkøb bør Carlsberg i 2024 kunne nå en omsætning over 12 mia.kr., et driftsresultat over 12 mia.kr. og en EPS tæt på 70 kroner. En veldrevet virksomhed i en stabil branche bør i et lavrente miljø handles til 20 gange indtjeningen. Kurspotentialer er dermed op til 1400 eller 35 procent over nuværende niveau. Her til kommer 2 procent i udbytte per år.



Harboe

FANGET I DISCOUNTSEGMENTET

Harboe har en produktion på omkring 6 mio. hektoliter fordelt på øl, sodavand og malt drikke. Harboe har bredt sig godt ud i verden og sælger på de modne markeder i Nordeuropa samt på en række prioriterede vækstmarkeder i resten af verden. Harboe gennemsnitssalgspris er lav, hvilket reflekterer en lav andel af premium produkter.

På mange måder at Harboe en spændende investering, idet børsværdien er mindre end de seneste 6 års akkumulerede anlægsinvesteringer. Men der er ikke ligefrem mangel på kapacitet i Europa, så for at øge selskabets værdiskabelse, bør fokus være at opnå en større andel af premiumprodukter i porteføljen. Det er dyrt, tids- og ressourcekrævende, men det er ikke umuligt.

Harboes uklare governance forhold, herunder en kontrollerende hovedejers, der siden børsintroduktionen i 1989 ikke har skabt værdi i nærheden af de andre bryggerier, er en væsentlig faktor at have med i investeringsovervejelserne. En tydelig, troværdig og kompetent strategi bør være vejen frem, men der er ikke aktuelt tegn i den retning. Såfremt der ikke sker noget, må man vente, at aktien fortsætter sin sidelæns rejse, der efterhånden har varet i årtier.



TØRSTIGE TJEKKER (2018)

	Årlig ølforbrug i liter per indbygger
1 Tjekkiet	143,3
2 Namibia	108
3 Østrig	106
4 Tyskland	104,2
5 Polen	100,8
17 Danmark	62

Danske bryggeriaktier 2020

Data per x. jaxxxuar 2020

Selskab**		Kurs	Børsværdi i mia.kr.	Nettogæld 2020 mia.kr.	Omsætning 2020 mia.kr.	Bruttomargin	Overskudsgrad 2020	EBIT-vækst 2015-21	EV/EBIT 2020	P/E 2020	Direkteafkast 2019
Carlsberg	Danmark	1047	160	19,3	68,5	49,4%	16,2%	5,8%	16,2	23,4	1,9%
Royal Unibrew	Danmark	642	32,7	2,7	7,9	53,9%	19,5%	9,9%	23,0	26,5	1,9%
Harboe*	Danmark	62,6	0,35	0,20	1,38	18,3%	2,9%	4,4%	13,8	15,7	3,2%
Anheuser-Busch InBev	Belgien	70,77	1.075	530	368	62,3%	33,2%	6,3%	13,1	15,5	2,5%
Heineken	Holland	100	215	72	183	51,3%	17,4%	9,4%	9,0	22,5	1,6%
Kopparberg Bryggeri*	Sverige	168	2,46	0,14	1,5	52,7%	18,7%	-0,9%	9,3	16,0	3,6%

* Ingen estimater fra analytikere, så lavet som 10-års snit og selskabets guidance ** børsværdier udregnet med alle aktieklasser Kurve med kurs og EBIT siden 2010