

# 2018

## Specialeprojekt Værdiansættelse af Carlsberg, med tilhørende analyse af EVA

Morten Pagh Svalgaard studienr. 20142011



AALBORG UNIVERSITET, CAND MERC ØKONOMISTYRING

Vejleder: Henrik Nielsen

Anslag: 193.653

## Abstract

This paper contains a valuation of the company Carlsberg, and which influence the challenge of macro economical in Eastern Europe and decreasing sales numbers in Asia has on the valuation of Carlsberg. The first part of the paper contains a study of the organization, in which both internal and external are examined through a strategic analysis. In the internally analysis the history of Carlsberg and the business markets in which the company operates is presented. Moreover some parts of the historical key numbers are also presented in this episode, and which influence they have on Carlsberg. The external analysis starts with a PESTEL analysis of the company which analyze on factors such as political, economical and laws etc. in Carlsbergs external environment. Furthermore the external analysis contains a Porters 5 forcer's analysis, which gives an insight of a company's substitute products, bargaining strength of customers and suppliers as well as competitors etc. Subsequent the internal and external analysis, the study contains a financial statement analysis in which Carlsbergs historically key numbers are examined and calculated. On the basis of the examined and calculated numbers the historically financial performance of Carlsberg is analyzed from analyst side. In view of the strategic and financial statement analysis, Carlsbergs future budget estimated are presented, and afterwards the value of Carlsberg are studied in a discounted cash flow model. Afterwards the estimated company value is tested in an EVA model to demonstrate that the estimated value is valid. The final part of this study withholds an analysis of the key figure EVA, which demonstrate if Carlsberg creates value. Value creation is only obtained if accounting returns (ROIC) exceed the required rate of the return (WACC). The first analysis part of the EVA contains an analysis of which impact Eastern Europe and Asia have on Carlsbergs combined value creation. Thereafter the EVA analyses give insight about the competitive power of Carlsberg opposite its global main rivals Heineken and AB-InBev.

In addition to the analysis given, value creation establish between the key numbers ROIC, Invested capital and WACC. If the key figure ROIC increases the value creation also increases, and reversed if invested capital decease the value creation increase.

Moreover to improve the EVA growth Carlsberg have several options available, which they in most parts already have positive tendency. The last part of the study deal with sustainable growth, which have several options to improve. In addition to this part of the analysis shows that Carlsberg has unfulfilled potential in sustainable growth. The final part of the study contains á conclusion of the

study and moreover a perspective which contains a question of if EVA is the right key figure to measure a company's financial performance.

## Indholdsfortegnelse

|                                                                                   |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----|
| Introduktion:.....                                                                | 5  |
| 1. Problemstilling:.....                                                          | 5  |
| Historie: .....                                                                   | 5  |
| 1.1 Problemformulering: .....                                                     | 7  |
| Delformuleringer: .....                                                           | 7  |
| 2. Teoriafsnit:.....                                                              | 7  |
| 2.1 Hvilken rolle spiller terminalværdien for den samlede virksomhedsværdi? ..... | 11 |
| 3. Metode: .....                                                                  | 15 |
| 3.1 Projektets forudsætninger: .....                                              | 15 |
| 3.2 Videnskabeligt paradigme: .....                                               | 16 |
| 3.4 Opbygning af Speciale projektet: .....                                        | 19 |
| 4. Speciale projekt er bygget op omkring nedenstående figur .....                 | 21 |
| 5. Afgrænsning:.....                                                              | 21 |
| 6. Dataindsamling:.....                                                           | 23 |
| 7. Introduktion til Carlsberg.....                                                | 23 |
| 7.1 Carlsbergs aktiviteter:.....                                                  | 23 |
| 7.2 Carlsbergs markeder & udvikling:.....                                         | 25 |
| 8. Organisation og ejerforhold: .....                                             | 28 |
| 9. Effektivitetsmodel & strategiplan for Carlsberg Gruppen:.....                  | 30 |
| 9.1 Effektivitetsmodel: .....                                                     | 30 |
| 9.2 Strategiplan: .....                                                           | 31 |
| 9.3 Opsummering effektivitetsplan & Strategiplan:.....                            | 34 |
| 10. Strategisk analyse: .....                                                     | 34 |
| 10.1 PESTEL analyse: .....                                                        | 35 |
| 11. Porters 5 forces: .....                                                       | 46 |
| 12. Værdikædeanalyse: .....                                                       | 50 |
| 13 Vækststrategi:.....                                                            | 53 |
| SWOT Analyse:.....                                                                | 55 |
| 14. Delkonklusion strategisk analyse: .....                                       | 60 |
| 15. Regnskabsanalyse:.....                                                        | 60 |
| 15.1 Rentabilitetsanalyse: .....                                                  | 64 |
| 15.2 Likviditetsanalyse: .....                                                    | 71 |

|                                                                                      |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 15.3 Delkonklusion regnskabsanalyse:.....                                            | 75  |
| 16. WACC:.....                                                                       | 76  |
| 17. Budgettering og værdiansættelse:.....                                            | 79  |
| 18 Multipel analyse: .....                                                           | 86  |
| 18.1 Afrunding Multipel analyse: .....                                               | 89  |
| 19. Følsomhedsanalyse: .....                                                         | 90  |
| 20. Analyse af EVA .....                                                             | 91  |
| 20.1 Afrunding af Østeuropa & Asiens effekt på Carlsberg samlede EVA nøgletal: ..... | 93  |
| 20.2 Sammenligning af EVA nøgletal med Heineken og AB-Inbev:.....                    | 93  |
| 20.3 Analyse af hvilke faktorer der kan tilføre Carlsberg positiv værdi: .....       | 95  |
| 20.4 Kvaliteten af vækst: .....                                                      | 96  |
| 20.5 Afrunding af vækst: .....                                                       | 100 |
| 21. Sammenhæng mellem overskudsgrad og omsætningshastighed:.....                     | 100 |
| 22. Balanceret vækst: .....                                                          | 101 |
| 23. Delkonklusion analyse af EVA og Carlsbergs muligheder for at optimere EVA.....   | 104 |
| 24. Konklusion: .....                                                                | 105 |
| 25. Perspektivering:.....                                                            | 107 |
| Litteraturliste .....                                                                | 108 |
| Bøger .....                                                                          | 108 |
| PHD Projekt.....                                                                     | 108 |
| Artikler .....                                                                       | 108 |
| Internetkilder .....                                                                 | 109 |
| Andre kilder.....                                                                    | 110 |
| Figurer .....                                                                        | 110 |
| Tabeller.....                                                                        | 110 |

## Introduktion:

Dette specialeprojekt er udarbejdet som afslutning på mit kandidatstudie på cand.merc. økonomistyring på Aalborg Universitet.

Specialets titel lyder: Værdiansættelse af Carlsberg A/S, og der tilhørende analyse af EVA.

## 1. Problemstilling:

### Historie:

Carlsberg A/S blev grundlagt i 1847 af Jacob Christian Jacobsen der begyndte at brygge øl på en fabrik i Valby, København. Navnet Carlsberg kommer med inspiration fra hans søn Carl.

Dette var starten på en af verdens største bryggerigrupper i dag, Carlsberg. I 1868 begynder Carlsberg at eksportere deres øl til briterne som de første. Der skulle dog gå en årrække før Carlsberg får deres første bryggeri udenfor Danmark. Dette sker i 1954, hvor Carlsberg etablerer et bryggeri i Malawi som ulands hjælp til landet.

I 1970 fusionerer Carlsberg med Tuborg og bliver til de forenede bryggerier A/S. Dette var navnet indtil 1987, hvor virksomheden ændrer navn til Carlsberg A/S.

Frem til år 2000 opkøber Carlsberg A/S en række bryggerier som var med til at sikre virksomheden markedsandele og kendskab rundt om i verden. I 2001 fusionerer Carlsberg A/S med det norske bryggeriselskab Orklas. Denne joint venture gjorde selskabet til Carlsberg Breweries A/S som fik hovedsæde i Valby. Ejerformen blev 60 % til Carlsberg A/S og 40 % til norske Orklas. I 2004 købte Carlsberg A/S Orklas 40 % af aktierne da ejerforholdet ikke fungerede optimalt.

I 2008 valgte Carlsberg A/S at flytte sine aktiviteter fra den historiske grund i Valby til Fredericia som et led i en strategisk beslutning (Dr.dk).

I 2009 opkøbte Carlsberg A/S og Heineken sammen bryggeriet Scottish & Newcastle. Med opkøbet fik Carlsberg A/S fuld kontrol over BBH, som er et baltisk bryggeri, der har store markedsandele i Rusland. Derudover fik Carlsberg A/S også en række andre aktiviteter med i købet, blandt i Kina og Vietnam (Politiken.dk)

Carlsberg oplever i øjeblikket generelt faldende salgsmængder på deres markeder som er gået tilbage med 4 % fra 2016 til 2017 (Årsrapport 2017). Denne udvikling bunder i makroøkonomisk udfordringer på det østeuropæiske marked samt øget priskonkurrence på det asiatiske marked. En

udvikling som forventes at, have negativ indflydelse på værdien af Carlsberg. Det østeuropæiske marked er ramt af makroøkonomiske forhold som blandt andet det såkaldte PET-forbud, som er et forbud indført af den russiske regering om at det er forbudt at sælge alkohol i flasker større end 1,5 liter (Børsen artikel nr. 1). Et forbud som antages at negativ indflydelse på Carlsbergs salgsmængde på det russiske marked som forventes at have en nedgang de kommende år. Carlsberg oplever derudover i Rusland en svingende kurs på den russiske valuta som potentielt kan have negativ indflydelse på virksomhedens indtjeningsevne da Carlsbergs indtjening på det russiske marked er meget eksponeret overfor valutasvingninger i den russiske valuta rublen.

Det asiatiske marked hvor specielt Kina har stor fokus fra Carlsbergs side oplever i øjeblikket en hård priskonkurrence på discount ølmærkerne som går ud Carlsbergs generelle salgsmængde som fra 2016 til 2017 faldt med 4 %. En udfordring som bunder i at befolkningen i Kina generelt drikker færre øl og dermed har Carlsberg været tvunget til at lukke en række bryggerier i landet. Carlsbergs strategi på det kinesiske marked for at gøre op med faldende salgsmængder er at ramme de rigere forbrugere, ved at øge markedsføringsfremstødende i Asien og specielt. Carlsberg vil investere 500 mio.kr. ud af en samlet pulje på markedsføringen i Asien. I stedet for at konkurrere med de store lokale bryggerier på pris og mængde er strategien for Carlsberg at ramme de rige kinesiske forbrugere som har råd til superpremium øl som er tre gange dyrere end mainstream øl i Kina (Børsen artikel nr. 2). Carlsberg har derudover foretaget en række investeringer i bryggerier og indgået produktionsaftaler for at tage del i den generelle vækst der er i Asien. I Indien har de indgået to produktionsaftaler med Lilasons Industries i staten og Marahashtra og Pali Hills Breweries i staten Jharand der skal styrke salget af mærkerne Elephant og Tuborg Strong for at bygge ovenpå det voksende indiske marked for Carlsberg (Børsen artikel nr.3). I Vietnam forhandler Carlsberg med bryggeriet Habeco som er det førende ølmærke i den nordlige del af Vietnam, om at øge deres ejerandel som for nuværende består af 17,3 %. En øget ejerandel som skal være med til at øge Carlsbergs engagement på det vietnamesiske marked (Børsen artikel nr. 4)

Den faldende salgsmængde Carlsberg har oplevet på sine markeder i perioden 2016-2017, og den generelle markedsudvikling i Østeuropa og Asien har været med til at skabe en undring som bunder ud i følgende problemformulering:

## 1.1 Problemformulering:

*"Hvad vurderes værdien af Carlsberg at være efter regnskabsåret 2017, og kan analytikerens antagelse om at det østeuropæiske og asiatiske marked har påvirket Carlsbergs indtjeningsevne negativt, og i hvilken grad kan det i den analyserende periode ud fra nøgletallet EVA bekræftes?"*

Værdiansættelsen af Carlsberg er estimeret ud fra strategiske faktorer, historisk værdiskabelse samt fremtidige forventninger, hvorved hovedproblemformuleringen er delt op i delformuleringer.

### Delformuleringer:

- Hvilke elementer er det i henholdsvis DCF modellen og EVA modellen der skal ende op med det samme resultat, der skal analyseres for at komme med en fremtidig økonomistyringsmæssig anbefaling til Carlsberg*
- Hvor følsom er elementerne fra henholdsvis DCF modellen og EVA modellen for den estimerede markedsværdi for Carlsberg?*
- Hvilke elementer i EVA nøgletallet er det muligt at skrue på for at tilføre positiv værdi til virksomheden*
- Hvad har de makroøkonomiske forhold haft af betydning for Carlsbergs EVA på det østeuropæiske marked?*
- Hvad har den faldende salgsmængde og de konkrete investeringer i VIC landene i Asien haft af betydning for Carlsbergs EVA på det asiatiske marked?*

## 2. Teoriafsnit:

Til at bestemme en virksomheds værdi findes der grundlæggende fire tilgange der kan anvendes:

Den første tilgang er kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller, som der refereres til som nutidsværdimodeller. Nutidsværdimodellerne er baseret på diskonterede fremtidige indtægtsstrømme eller pengestrømme. Typerne af indtægtsstrømme som bliver tilbagediskonteret i disse modeller er udbytte, frie pengestrømme eller overskydende afkast. Den anden tilgang er relative værdiansættelsesmodeller, som der refereres til som multipler. Multiplerne er baseret på antagelsen at perfekte erstatninger skal sælge for den samme pris. Ved at bruge multipler, kan en virksomheds værdi estimeres ved at anvende prisen af sammenlignelige virksomheder.



Den tredje tilgang er aktiv baseret modeller. I disse modeller bliver en virksomheds værdi estimeret igennem virksomhedens aktiver og forpligtelser ved at anvende forskellige målebaser. Den første målebase er Net Asset Value (NAV) som bruger markedsværdi eller dagsværdi af aktiverne. Den anden målebase der kan bruges er ”summen af dele” vurdering, hvor summen af værdi bestemmes ud fra forskellige teknikker på segmenter eller forretningsdele i en virksomhed. Den sidste tilgang indenfor denne metode er likvidationsvurdering tilgangen er det nettoprovenu som en virksomhed opnå hvis virksomheden likviderer alle dens aktiver og bosætte dens passiver i pålagt salgssituation. Den sidste tilgang er ”reelle mulighed” modellen og anvende mulig prissætning modeller til at måle værdien af virksomheder som har aktie option egenskaber. (Financial Statement Analysis 2017 s. 297-298).

Til at bestemme Carlsberg markedsværdi anvendes kapitalbaserede værdiansættelses modeller og multipler, hvorefter de to sidste tilgange ”aktiv baseret” og ”reelle mulighed” ikke vil blive uddybet i specialeprojektet.

### **Kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller:**

Ved kapital baserede værdiansættelsestilgange estimeres værdien af en virksomhed baseret på analysen af frie pengestrømme i virksomheden og tilbagediskonteringsfaktoren der reflekterer risikoen i pengestrømme og nutidsværdien af penge.

De kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller tager alle udgangspunkt i dividendemodellen som er den teoretiske korrekte model. Dividende modellen bygger på at værdien af en virksomhed findes ud fra nutidsværdien af fremtidige udbytte tilbagediskonteret ud fra påkrævet afkast af egenkapital.

### **Dividende modellen benytter sig af følgende formel (Financial Statement Analysis s. 302)**

$$\text{Markedsværdi af egenkapital: } \sum_{t=1}^n \frac{Divind_t}{(1+r_e)^t} + \frac{Divind_{n+1}}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Hvor

$R_e$  = Påkrævet afkast egenkapital

n = antal af perioder med ikke konstante vækst rater (budgettering periode)

g = lang tids stabile vækst rate (uendelig periode)

Dividend modellen bygger ikke på nogen antagelser og estimere korrekte værdier, forudsat at budgetteringen er sket korrekt.

## DCF Model

Den anden model indenfor kapitalbaserede værdiansættelsestilgang er DCF modellen hvor der findes to tilgange; Enterprise Value som står for værdien på gældfri basis og Equity Value som står for værdien af egenkapitalen. Enterprise modellen bygger på at værdien af en virksomhed findes ved nutidsværdien af virksomhedens pengestrømme der tilfalder långivere og ejere diskonteret ud fra WACC som viser de gennemsnitslige kapitalomkostninger. Til sidst i modellen fratrækkes nettorentebærende forpligtelser fra Enterprise værdien for at finde markedsværdien af egenkapitalen i virksomheden. Equity Value som bygger på nutidsværdien af egenkapitalen diskonteret ud fra investorernes afkastgrad, men uden at fratrække nettorentebærende forpligtelser fra Equity Value for at finde den estimerede markedsværdi af egenkapitalen.

DCF modellen benytter nedenstående to formler for henholdsvis Enterprise Value og Equity Value tilgangen (Financial Statement Analysis 2017 s.305).

### Enterprise Value

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(WACC-g)} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Hvor

FCF = Frie pengestrømme i en tidsperiode

WACC = gennemsnitslige kapitalomkostninger

n = antal af perioder med ikke konstante vækst rater (budgettering periode)

g = lang tids stabile vækst rate (uendelig periode)

### Equity Value

$$Market\ Value\ Equity = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

FCFE = Frie pengestrømme til egenkapital i en tidsperiode

$n$  = antal af perioder med ikke konstante vækst rater (budgettering periode)

$g$  = lang tids stabile vækst rate (uendelig periode)

$R_e$  = Påkrævet afkast egenkapital

Begge DCF modeller bygger på den antagelse at det kontante overskud, som er defineret som netto frie pengestrømme efter at have taget højde for pengestrømme fra drift, investeringer og finansiering, bliver udbetalt som udbytte eller reinvesteret i projekter med en nutidsværdi som er lig 0, hvilken vil sige afkast tjent på investeringer er lig med kapitalomkostningerne.

Hvis man afviger fra denne antagelser kan der opstå komplikationer med modellerne ifølge eksemplet fra Financial Statement Analysis 2017 s. 307-308. I eksemplet reinvesteres det kontante overskud til en rente som er forskellig fra kapitalomkostningerne, hvilket vil medføre en forkert estimeret værdi. I eksemplet overestimeres værdien af projektet da det kontante overskud er reinvesteret til en rente som er lavere end kapitalomkostningerne. Hvis forfatteren følger denne grundlæggende antagelse med kontant overskud vil det ske at DCF modellen vil estimere en rigtig værdi. (Financial statement Analysis 2017 s. 307-308).

Ifølge DCF modellen er det kun de to faktorer FCF og WACC, der påvirker en virksomheds værdi, og derfor indebærer dette at en virksomheds værdi bliver positivt påvirket af højere frie pengestrømme og lavere WACC. (Financial statement Analysis 2017 s. 304-308).

Da alle absolutte værdiansættelsesmodeller bør ende med det samme værdi, vil der i projektet blive foretaget en kontrol af kapitalbaserede værdiansættelsesmodel ved hjælp af en overskydende afkast model, som bygger på periodiseringsregnskabs data fremfor udbytte og pengestrøms data som i henholdsvis dividend modellen og DCF modellen. På trods af forskellen på grundlaget som modellerne bygger på, er de teoretisk tilsvarende. Indenfor overskydende afkast modellerne findes der findes to tilgange. Den første tilgang er EVA modellen hvor værdien af en virksomhed findes ved oprindelig investeret kapital, nutidsværdien af EVA i budgetperioden og nutidsværdien af alle fremtidige EVA i terminalperioden. Til sidst i modellen fratrækkes nettorentebærende forpligtelser fra Enterprise værdien for at finde markedsværdien af virksomheden. (Financial Statement Analysis 2017. 309-310).

**EVA modellen benytter følgende formel (Financial Statement Analysis 2017 s. 310)**

$$EV_0 = Invested\ capital_0 \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{t+1}}{WACC-g} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Hvor

$EVA = \text{Economic Value Added } (NOPAT_1 - WACC \times Invested\ Capital_{t-1})$

$WACC = \text{Gennemsnitslige kapitalomkostninger}$

Den anden tilgang indenfor overskydende afkast model er Residual indkomst modellen eller RI modellen, hvor værdien af en virksomhed findes ved den bogførte værdi af egenkapital fra sidste regnskabsår, nutidsværdien af RI i budgetperioden og nutidsværdien af RI i terminalperioden.

**Residual modellen benytter følgende formel (Financial Statement Analysis 2017 s. 311)**

$$\text{Bogførte værdi af egenkapital}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{n+1}}{r_e-g} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Formlerne for kapitalbaseret værdiansættelsesmodellerne og overskydende afkast modellerne bygger på en værdi af en budgetperiode og en terminalperiode. I budgetperioden budgetteres virksomhedens resultat, balance og pengestrømsopgørelser for at finde det frie Cash Flow. Tidshorisonten for denne periode strækker sig til det tidspunkt, hvor det ikke længere er muligt at udarbejde præcise prognoser for de enkelte år. I terminalperioden ud fra et going concern perspektiv forventes virksomheden at følge en uendelig og konstant vækstrate, også benævnt g (Sørensen 2012 s.39).

## **2.1 Hvilken rolle spiller terminalværdien for den samlede virksomhedsværdi?**

I kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller er det ikke kun indirekte dividender, frie pengestrømme og tilbagediskonteringsfaktoren i budgetperioden der påvirker værdien af en virksomhed positivt eller negativt. Terminalværdien som udtrykker nutidsværdien af tilbagediskonterede dividender eller frie pengestrømme i den fremtidige uendelige periode, udgør typisk størstedelen af værdien af en virksomhed. Værdien af terminalværdien understreger dermed hvor vigtig den er for den samlede værdi af virksomheden, og at der er styr på faktorerne der udgør terminalværdien, så denne udregnes rigtigt. Terminalværdiens værdi kan påvirke virksomhedens værdi betragteligt i en positiv

eller negativ retning i kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller. (Financial Statement Analysis 2017 s. 305-306).

I overskydende afkast modeller har terminalværdien ikke den samme betydende rolle som ved kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller da startpunktet ved beregning af den samlede Enterprise værdi er den investerede kapital, hvor kun overskydende afkast bliver tilføjet. I ekstreme tilfælde hvor fremtidigt overskydende afkast er lig med 0, vil terminalværdien udgøre 0 % af Enterprise værdien. Overskydende afkast vil udgøre 0 hvis  $ROIC = WACC$ , hvilket vil sige den bogførte værdi af egenkapital er lig med markedsværdien af egenkapitalen hvis den investerede kapital er lig med kapitalomkostningerne. EVA modellen udtrykker kort og klart når en virksomhed er handlet over eller under dens bogførte værdi af investerede kapital. Den estimerede markedsværdi er over den bogførte værdi når nutidsværdien af EVA er positiv, og omvendt under den bogførte værdi når nutidsværdien af EVA er negativ. Ligeledes med RI modellen hvor de estimerede markedsværdi af egenkapital er over den bogførte værdi når nutidsværdien af RI er positiv, ligeledes er markedsværdien af egenkapitalen under den bogførte værdi når RI er negativ. I tilfælde hvor RI er lig med 0 vil den estimerede markedsværdi af egenkapital være lig med den bogførte værdi (Financial Statement Analysis 2017 s. 311-312).

## **Multipler**

Den anden værdiansættelses tilgang som anvendes i projektet er relative værdiansættelsesmodeller, multipler, som kendetegnes ved at den givne værdi vurderes op imod andre sammenlignelige virksomheder indenfor samme peer gruppe. Denne sammenligning laves for at vurdere om case virksomhedens værdi er overvurderet eller undervurderet i forhold til markedet.

Brugen af multipler kan også bruges som en "stress test" i forhold til en vurdering foretaget ved hjælp af en kapitalbaseret værdiansættelsesmodel som DCF modellen, og dermed bruges som en verifikation i forhold til denne, da store udsving mellem værdien fra multipler og værdien skabt fra den kapitalbaserede værdiansættelsesmodel kan være tegn på at den bagved liggende budgettering i den kapitalbaserede værdiansættelses model er baseret på et optimistisk grundlag, eller virksomheden har bedre fremtidsudsigter end peer gruppen og derfor er vurderet højere (Financial statement Analysis 2017 s.319)

Multiplerne kan ligeledes ligesom kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller opdeles efter om de estimerer Enterprise værdien eller egenkapital værdien.

## **Enterprise værdi multipler:**

### **EV/NOPAT:**

EV/NOPAT står for Enterprise værdi overfor nettoresultat efter skat, og står for virksomhedens potentielle indtjening hvis virksomhedens kapitalisering ikke er gearet, hvilket vil sige kapitaliseringen ikke finansieret med gæld.

Formlen for udregning af EV/NOPAT kan skrives på følgende måde:

$$\frac{EV}{NOPAT} = \frac{ROIC - g}{WACC - g} \times \frac{1}{ROIC}$$

### **EV/EBIT:**

EV/EBIT står Enterprise værdi overfor indtjening før indkomst og skat og fortæller om virksomhedens indtjeningspotentiale.

Formlen for udregning af EV/EBIT kan skrives på følgende måde:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{ROIC - g}{WACC - g} \times \frac{1}{ROIC} \times (1 - t)$$

### **EV/EBITDA:**

EV/EBITDA står Enterprise værdi overfor indtjening før indkomst, skat og afskrivninger og fortæller om virksomhedens indtjeningspotentiale efter der er taget højde for afskrivninger.

Formlen for udregning af EV/EBITDA kan skrives på følgende måde:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{ROIC - g}{WACC - g} \times \frac{1}{ROIC} \times (1 - t) \times (1 - \text{afskrivningssats})$$

### **EV/Revenue:**

EV/Revenue står for Enterprise værdi overfor nettoomsætningen og fortæller forholdet mellem Enterprise værdien og nettoomsætningen og er en god alternativ multipl til sammenligning i stedet for EBIT som kan være negativ, hvilket nettoomsætningen ikke kan være. Multiplen kan dog ikke stå alene da den ikke fortæller noget om indtjeningen i virksomheden.

Formlen for udregning af EV/Revenue kan skrives på følgende måde:

$$\frac{ROIC-g}{WACC-g} \times \frac{1}{ROIC} \times (1-t) \times (1-\text{afskrivningssats}) \times EBITDA \text{ margin}$$

### **EV/IC:**

EV/IC står for Enterprise værdi/Investeret kapital og fortæller investorerne værdien af hver en krone investeret i virksomheden.

Formlen for udregning af EV/IC kan skrives på følgende måde:

$$\frac{EV}{IC} = \frac{ROIC \times (1 - \text{reinvesteringsrate})}{WACC - g} \rightarrow \frac{ROIC - g}{WACC - g}$$

### **Egenkapital værdi multipler:**

#### **P/E:**

P/E står for Price Earning, og afspejler prisen som investorer må betale, for at få andel i en indtjent krone.

Formlen for udregning af P/E kan skrives på følgende måde:

$$\frac{MVE}{E} = \frac{ROE-g}{r_e-g} \times \frac{1}{ROE}$$

#### **M/B:**

M/B står for markedsværdi/bogført værdi og er forholdet mellem virksomhedens nuværende markedsværdi og dens bogførte værdi.

Formlen for udregning af M/B kan skrives på følgende måde:

$$\frac{MVE}{BVE} = \frac{ROE - g}{r_e - g}$$

### **Hvad driver multipler:**

Der er forskellige faktorer der driver multiplerne såsom vækstrater, kapitalomkostninger og profitabilitet. Nedenfor ses to tabeller med flere faktorer der påvirker henholdsvis Enterprise værdi multipler og egenkapital værdi multipler:

**Tabel 1 Enterprise værdi multipler:**

|                   |      |      |   |                |                  |                  |
|-------------------|------|------|---|----------------|------------------|------------------|
| EV/NOPAT          | ROIC | WACC | g |                |                  |                  |
| EV/EBIT           | ROIC | WACC | g | Skatte<br>sats |                  |                  |
| EV/EBITDA         | ROIC | WACC | g | Skatte<br>sats | Afskrivningssats |                  |
| EV/Nettoomsætning | ROIC | WACC | g | Skatte<br>sats | Afskrivningssats | EBITDA<br>margin |
| EV/IC             | ROIC | WACC | g |                |                  |                  |

Kilde: (Financial Statement Analysis s.322)

**Tabel 2 Egenkapital værdi multipler:**

|     |     |       |   |  |  |  |
|-----|-----|-------|---|--|--|--|
| P/E | ROE | $r_e$ | g |  |  |  |
| M/B | ROE | $r_e$ | g |  |  |  |

Kilde: (Financial Statement Analysis s.322)

### 3. Metode:

Her beskrives afhandlingens videnskabelige tilhørssted med udgangspunkt i Burrell & Morgans definitioner af paradigmer fra 1979. Forudsætningerne for udarbejdelsen af specialeprojektet vil ligesom operationaliseringen af metoden ligeledes blive beskrevet for at skabe refleksion over projektets verdenssyn, så det kommer til udtryk gennem specialet. Derudover vil der blive skabt en forståelse projektets opbygning gennem en illustration af projektdesignet.

#### 3.1 Projektets forudsætninger:

I Projektet vil Carlsberg blive analyseret ud fra en ekstern betragtning, hvor der tages udgangspunkt i de samme eksterne kilder som potentielle investorer samt andre interessenter måtte have til rådighed. I det omfang det er muligt vil specialeprojektet tage udgangspunkt i valide eksterne kilder, og derudover blive suppleret med Carlsbergs årsrapporter.

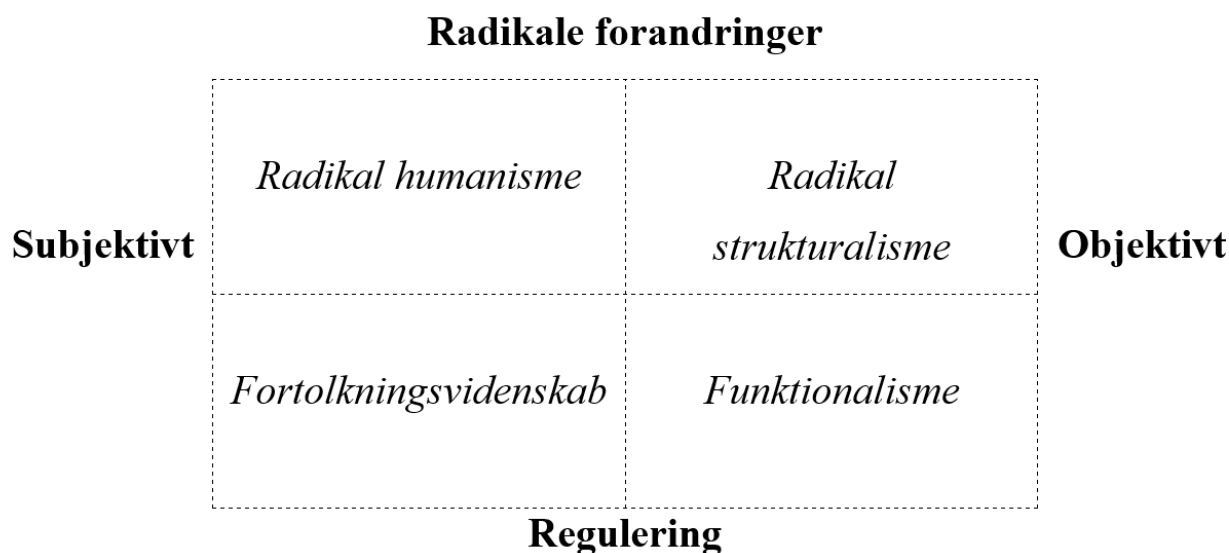


Dog skal det bemærkes at der er strenge krav til udarbejdelse af årsrapporter for børsnoterede virksomheder som Carlsberg, hvorfor det forudsættes at årsrapporterne giver et retvisende billede af virksomheden.

### 3.2 Videnskabeligt paradigme:

Formålet med den videnskabelige metode er at forstå den ramme som specialeprojektet skal forstås igennem. Således vil metoden bestemme hvilke analytiske metodiske redskaber der gennem analyse kan anvendes og derigennem, hvordan der til sidst kan konkluderes ud fra analysen.

Burrell og Morgan har opstillet fire paradigmer, paradigmerne er forskellige i deres grundlæggende antagelser som det er illustreret i figur 1.



Figur 1: Paradigme mix. Egen tilvirkning (Burrell & Morgan 1979).

#### Horisontal dimension:

Den horisontalske dimension vedrører principperne af videnskabelig metode, med andre ord hvordan forfatteren skal studere genstandsfeltet. Den horisontale dimension spænder fra en subjektiv tilgang til en objektiv tilgang til samfundsvidenskaben (Chapman 2012).

Økonomistyringsfeltet kan forstås og studeres på forskellige måder. Forfatteren er placeret i den objektive ende af paradigme figuren, hvis forfatteren har den forståelse af det undersøgende genstandsfelt, økonomistyring, består af relative stabile sociale strukturer, så har forfatteren en

objektiv virkeligheds forståelse (Henrik Nielsen adjunkt AAU). Fra et ontologisk perspektiv så er forfatteren realist, og den sociale verden eksistere uafhængigt af hans anerkendelse af den. (Burrell & Morgan 1979). Med hensyn til epistemologien, er forfatteren positivist og søger at forklare og forudsige kausale relationer mellem sociale strukturer. (Chapman 2012). Med hensyn til den menneskelige natur, er forfatteren determinist, og har den opfattelse at virkeligheden har et bestemt udfald i pågældende situationer (Burrell & Morgan 1979). Forfatteren kan dermed udlede empiriske regelmæssigheder, og kun det som er observerbart er valid viden (Henrik Nielsen adjunkt AAU). Den metodologiske tilgang til den objektive undersøgelse er nomotetiske test af hypoteser via spørgeskemaer, eksperimenter osv. (Burrell & Morgan 1979).

Den subjektive tilgang er placeret på den modsatte side af den horisontale dimension. Tilgangen er her at den sociale verden som er eksternt for forfatteren, er lavet af navne, koncepter osv. som er brugt til at strukturere virkeligheden (Burrell & Morgan 1979). Fra et ontologisk perspektiv, indtager forfatteren en nominalistisk position (Chapman 2012), som betyder den sociale virkelighed ikke eksistere konkret, men er et produkt af subjektive erfaringer fra individuelle (Henrik Nielsen adjunkt AAU). Forfatteren bruger navne, koncepter osv. til at forstå den eksterne verden. Med hensyn til epistemologien efterspørger forfatteren viden, som en antipositivist, som betyder at han ikke er interesseret i det kausale. I stedet for fokuseres der på at skabe ens egen realitet (Chapman 2012). Fra et menneskelig natur perspektiv er forfatteren voluntaristisk, som betyder at det er de enkelte individs frie vilje der afgør hvordan virkeligheden opfattes. Den metodologiske tilgang til den subjektive undersøgelse er ideografisk viden, hvor forfatteren i sin undersøgelse prøver at forstå enkeltfænomener, men ikke selv udvikler generelle teorier (Burrell & Morgan 1979).

### **Vertikal dimension**

Den vertikale dimension vedrører forskellen mellem sociologien af radikale ændringer og reguleringer (Chapman 2012).

Hvis forfatteren er interesseret i at give forklaringer omkring samfundet, som vægter enheder og sammenhængskraft, så ser forfatteren det sociologiske som reguleringer (Burrell & Morgan 1979). Sociologien i reguleringer forsøger at forstå hvorfor samfundet holder sammen som en enhed i stedet for at falde fra hinanden (Henrik Nielsen adjunkt AAU). Den grundlæggende antagelse omkring samfundet er at det forsøger at opretholde status quo (Goles & Hirschheim, 2000). Desuden er sociologien optaget af konsensus, solidaritet og tilfredsstillelse af behov (Burrell &

Morgan, 1979). Modsat forsøger det sociologiske i radikale ændringer, at finde forklaringer for strukturelle konflikter, modstandsformer, strukturelle modsigelser som det ser som en karakterisering af det moderne samfund. (Burrell & Morgan 1979).

### **Hvilket paradigme tilhører dette specialeprojekt**

Denne opgave har dens fundament i det funktionalistiske paradigme da projektet tager udgangspunkt i teorien, i både fundamentalanalysen og værdiansættelsen og dermed har en deduktiv tilgang. Ontologien i opgaven som beskriver forfatterens verdenssyn, er som udgangspunkt objektivt og dermed er forfatteren realist, men samtidig bevæger forfatteren i projektet sig hen imod det subjektive og dermed nominalisme. Objektiviteten i ontologien kommer til udtryk gennem fundamentalanalysen og værdiansættelsen, som indeholder modeller som bruges med en objektiv tilgang. Subjektiviteten i ontologien kommer til udtryk på baggrund af de objektive resultater fra de inddragede modeller, hvor forfatteren subjektivt fortolker på disse resultater og på baggrund af de beregnede resultater kommer med fremadrettede økonomistyrings anbefalinger. Objektiviteten kommer også til udtryk gennem epistemologien hvor forfatteren har en positivistisk tilgang hvor der forsøges at finde kausale sammenhænge mellem teorierne og beregnede resultater på baggrund af fundamentalanalysen og værdiansættelsen. Det objektive i den metodologiske tilgang i opgaven vil komme til udtryk gennem blandt andet test af opstillede hypoteser fra forfatterens side. Den metodologiske tilgang i projektet vil blive nærmere uddybet i operationaliseringen af metoden.

Reguleringer kommer i opgaven til udtryk gennem at forfatteren i opgaven ikke radikalt forsøger at ændre teorien indenfor økonomistyring, men i stedet tager specialeprojektet udgangspunkt i og bygger på en konsensus af allerede eksisterende teorier. Dette kommer til udtryk i gennem at budgetteringen og værdiansættelsen sker på baggrund af en konsensus mellem den strategiske analyse og regnskabsanalysen. I sidste ende kan det ikke undgås at der kommer at der i specialeprojektet vil komme subjektivitet fra forfatterens side og dermed kan specialeprojektet ikke kun kan holde sig til det funktionalistiske paradigme, da forfatteren som tidligere nævnt fortolker på baggrund af resultaterne fra hypoteserne. Dermed kan det konkluderes at specialeprojektet har sit udgangspunkt i funktionalistiske paradigme, men inddrager træk fra det fortolkningsvidenskabelige paradigme.

### 3.4 Opbygning af Speciale projektet:

I specialeprojektets værdiansættelse af Carlsberg anvendes både kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller som bygger på omfattende information og budgettering samt relative værdiansættelsesmodeller herunder multipler som vurderer den givne værdi op imod andre virksomheder indenfor den samme branche, hvilket også kaldes peer gruppe (Sørensen 2012 s.25). Til bestemmelse af Carlsbergs markedsværdi anvendes en kapitalbaserede værdiansættelses model, DCF modellen hvor der findes to tilgange; Enterprise Value og Equity Value. I specialet anvendes Enterprise Value tilgangen, hvilket vil sige værdien af en virksomhed findes ud fra nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Denne tilgang er valgt da modellen vurderes at vise et reelt billede af værdien af Carlsberg da Enterprise værdi modellen tager højde for både egenkapital og gælds perspektiv i forhold til Equity værdi modellen som kun tager højde for egenkapital perspektivet. (Financial statement Analysis 2017 s. 304-308).

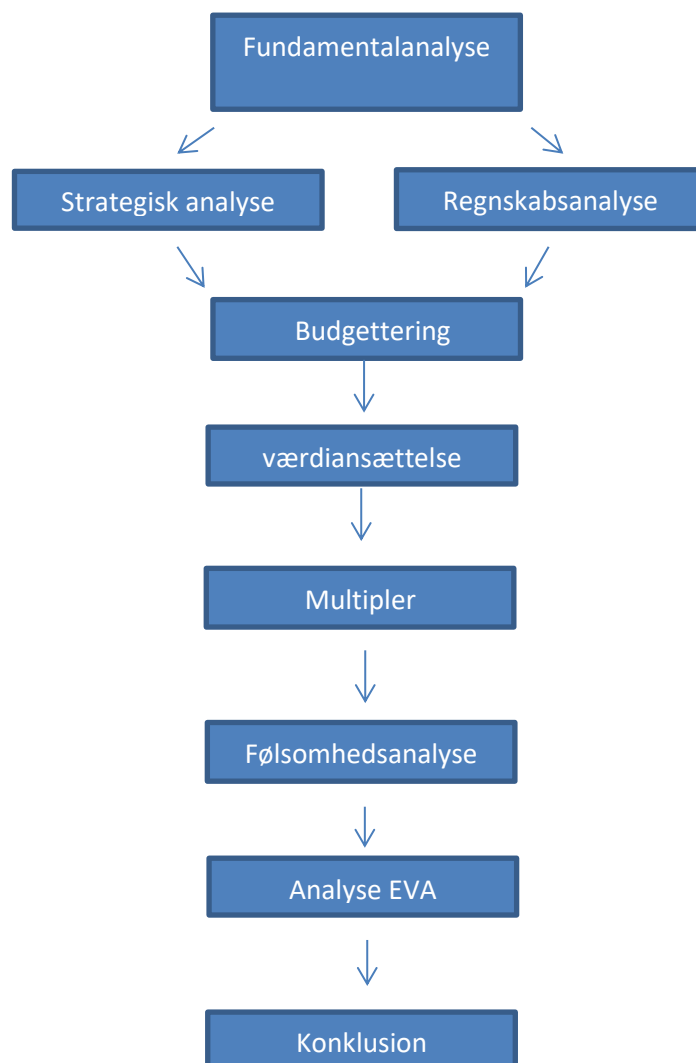
Da alle absolutte værdiansættelsesmodeller bør ende med det samme værdi, som tidligere nævnt vil der i projektet blive foretaget en kontrol ved hjælp af EVA modellen som bygger på periodiseringsregnskabs data fremfor pengestrøms data som i DCF modellen. På trods af forskellen på grundlaget som modellerne bygger på er de teoretisk tilsvarende. EVA modellen er valgt fremfor Residual modellen, da denne vurderes til at give et mere reelt billede af værdien af Carlsberg, da denne måler værdien ud fra både egenkapital og gælds perspektiv ligesom Enterprise værdi tilgangen i DCF modellen. Residual værdi modellen måler kun værdien ud fra egenkapital perspektiv og dermed kan være problematisk hvis modellen estimerer et misvisende billede af virksomhedens reelle økonomiske værdi.

Budget og terminalperioden bygger på en fundamentalanalyse, hvis formål er at fastsætte Carlsbergs værdidrivere. Fundamentalanalysen opdeles i en strategisk og regnskabsanalyse (Sørensen 2012 s.17). Den strategiske analyse har til formål at afdække de faktorer, som er ikke-finansielle værdidrivere såvel internt i virksomheden og eksternt i dens omverden, der har væsentlig betydning for dens værdiskabelse, og analysere deres konsekvenser for de finansielle værdidrivere (Sørensen 2012 s.17). Projektets strategiske analyse indledes med at undersøges Carlsberg omverdens miljø, branchestrategi og konkurrencestrategi gennem Pest-modellen, Porters 5 Forces og Ansoff's vækstmatrix. Slutteligt i den strategiske analyse anvendes en SWOT Analyse som opsamling på Carlsbergs styrker og svagheder samt muligheder og trusler. (Sørensen 2012 s. 66-76 & 89-92).

Efter den strategiske analyse igangsættes regnskabsanalysen der afdækker de historiske faktorer, de såkaldte finansielle værdidrivere der ligger til grund for de historiske overskud eller pengestrømme. Før en regnskabsanalyse kan udarbejdes, er det nødvendigt at reformulere regnskaberne således at det er muligt at analysere de relevante nøgletal. Efter reformuleringen af regnskabet vil regnskabsanalysen indeholde en analyse af nøgletallene. Denne analyse tager udgangspunkt i den udvidede Dupont – model. Med afsæt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen opstilles prognoser for udviklingen i Carlsberg. Denne udarbejdede prognose bruges til at kalkulere fundamentalværdien for Carlsberg, hvor DFC-modellen og EVA-modellen bringes i anvendelse jf. ovenstående. Udover en værdiansættelse på baggrund af det forventede budget, vil det pessimistiske og optimistiske scenarie blive værdsat ved hjælp af DCF- modellen. Dernæst vil Carlsbergs beregnede værdi blive vurderet i forhold til en peergruppes multipler, for derefter at blive værdiansat via disse multipler.

Slutteligt i specialeprojektet analyseres Carlsbergs estimerede værdi ud fra ændringer i udvalgte parametre i en følsomhedsanalyse som viser hvor følsom den beregnede værdi er i forhold til ændringer i faktorerne i henholdsvis DCF modellen og EVA modellen. Efterfølgende i specialeprojektet analyseres nøgletallet EVA, som estimerer om Carlsberg tilfører positiv værdi til virksomheden. På baggrund af følsomhedsanalysen og analysen af EVA vil analytikeren komme med fremadrettede anbefalinger til økonomistyringen i Carlsberg.

#### 4. Speciale projekt er bygget op omkring nedenstående figur



**Figur 2 Specialeprojektets struktur (Egen tilvirkning).**

#### 5. Afgræsning:

I projektet afgrænses fra flere aspekter, der er relevante for projektet i henhold til problemstillingen. I henhold til brug af årsregnskaber for Carlsberg begrænser anvendelsen sig heraf til perioden 2013-2017.

### **Strategisk analyse:**

I den strategiske analyse er forholdene på det østeuropæiske og asiatiske marked der skal tages i betragtning som følgende:

#### **Østeuropa:**

I Østeuropa er fokus på Rusland da dette marked udgør det største i Østeuropa og generelt er Carlsbergs 4 største enkeltstående marked. Bortset fra Ukraine som inddrages kort i den politiske del af PEST analysen vil de andre lande i Østeuropa ikke blive inddraget i analysen da de ikke vurderes til have indflydelse på samlede billede af Østeuropa. På det russiske marked er det de makroøkonomiske udfordringer Carlsberg har i Rusland med det indførte PET forbud mod plastikflasker større end 1,5 liter, samt valutakurssvingninger som de står overfor med en svækket kurs på den russiske valuta rublen der skal tages højde for i analysen.

#### **Asien:**

I Asien er fokus på Kina, Indien, Vietnam da Carlsberg satser på disse markeder som både er spændende og samtidig udfordrende for Carlsberg. På det kinesiske marked er Carlsberg udfordret på salgsmængden og lavprismarkedet, og derfor har ændret strategi på dette marked. På det indiske og vietnamesiske marked har Carlsberg allerede foretaget og er stadig i forhandlinger omkring investeringer der skal være med til at øge Carlsberg markedsandele på disse markeder.

Forholdene på det russiske og asiatiske marked antages at have en indflydelse på Carlsbergs fremtidige indtjeningsevne og Carlsbergs værdi og er dermed forhold der skal højde for i analysen for at få et reelt billede af Carlsberg.

### **Regnskabsanalyse:**

Regnskabsanalysen bliver overordnet udarbejdet på koncernniveau, ligeledes vil konsoliderede regnskaber fra Carlsberg blive benyttet. Med hensyn til beregning af nøgletallet EVA, vil dette blive beregnet for henholdsvis koncernen, østeuropæiske marked samt det asiatiske marked. Beregningen af EVA bliver beregnet på tre måder for at kunne se den indflydelse henholdsvis det østeuropæiske og asiatiske markeds EVA har for den samlede koncerns EVA. Nøgletallet EVA som bruges til at analysere om den ekstra ekstraværdi, et selskab skaber ved et afkast af sine aktiver, der overstiger

selskabets afkastkrav er positiv eller negativ. Et positivt EVA tilfører værdi til selskabet og omvendt en negativ EVA fratager et selskab værdi.

## **6. Dataindsamling:**

Speciale projektets metodik stiller krav for en systematisk informationsindsamling ved siden af relevant faglitteratur. Da fundamentalanalysen bygger på et omfattende informationsgrundlag er alt data sekundært. Den strategiske analyse bygger på kvalitative data. De kvalitative data indeholder artikler og offentliggjorte oplysninger af Carlsberg, som årsrapporter og informationer fra virksomhedens hjemmeside. Da der altid vil være usikkerhed forbundet med objektivitet af disse type kilder, betyder det, at der ses kritisk på dataet. Den efterfølgende regnskabsanalyse bygger på kvantitative data gennem virksomhedens årsopgørelser fra 2013-2017. Disse data antages som valide, da Carlsberg som børsnoteret selskab er underlagt skrappe krav i henhold til deres årsopgørelser. Dermed antages det, at regnskaberne viser et retvisende billede af Carlsberg økonomiske præstationer i den femårige periode, og at virksomhedens historiske rapporterede præstationer kan vurderes som valide i henhold til udfærdigelsen af budgetter.

## **7. Introduktion til Carlsberg**

Det følgende afsnit vil indeholde en gennemgang af Carlsbergs A/S produkter, aktiviteter, markeder, udviklingen i dens finansielle nøgletal, ejerforhold og strategi.

### **7.1 Carlsbergs aktiviteter:**

Carlsberg er i dag verdens tredjestørste bryggerigruppe og har salgs og bryggeriaktiviteter på tre markeder, som er Nord og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Derudover forhandles deres mærker på markeder verden over, hvor de ikke har bryggeriaktiviteter. Virksomhedens portfolio af produkter indeholder primært forskellige former for øl og derudover en række læskedrikke. Virksomhedens nøglemærker er Carlsberg og Tuborg som har en stærk fremtoning hos befolkningen. Carlsbergs værdikæde strækker sig fra produktudvikling til distribution af produkterne, og de bagvedliggende aktiviteter som salg, markedsføring osv.

Carlsbergs hovedaktivitet ligger inden for brygning af øl, men virksomheden producere også og sælger læskedrikke. I dag består øl delen af forretningen, for 84 % af den samlede salgsvolume. I



tabel 3 nedenfor er udviklingen vist for volumen. Ud fra denne tabel ses det at salgsvolumen af øl er faldet med 6 % fra 119,7 til 112,4 mio. hektoliter. i perioden 2013-2017. Salgsvolumen for læskedrikke har ligget stabilt i perioden 2013 til 2017 i et spænd fra 19,7 til 21,9 mio. hektoliter (Årsrapport 2017 s. 14). Selvom om salgsmængden er faldet for øl, udgør ølsalget stadig markant kerneforretningen for Carlsberg med omkring cirka 85 %. Virksomheden har i dag over 140 brands i deres produktportefølje. Brands som varierer i både pris, størrelse og geografisk placering (Carlsberg fondet). Carlsbergs geografiske placering strækker sig i dag til mere end 30 markeder og i slutningen af 2017 var Carlsberg i besiddelse af mere end 100 bryggerier. (Årsrapport 2017 s. 121-123).

**Tabel 3 Udvikling salgsvolumen:**

| Mio. hektoliter    | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Øl</b>          | 119,7 | 122,8 | 120,3 | 116,9 | 112,4 |
| <b>Læskedrikke</b> | 19,7  | 21    | 21,5  | 21,9  | 20,9  |

Kilde: (Årsrapport 2017)

Carlsberg opdeler sine kunder indenfor to kategorier. Off-trade kunder og on-trade kunder. Off-trade kunder er kunder som ikke nyder produktet på det købte sted som f.eks. supermarkeder og kiosker. On-trade kunder er derimod kunder som nyder produktet på det købte sted som restauranter og cafeer.

Carlsberg har opdelt deres øl produkter i fire segmenter som super premium, premium, mainstream og discount. De fire segmenter skal være med til at give kunderne forskellig værdi til forskellige priser. Carlsberg har produkter indenfor hvert segment og kan derfor tilbyde øl produkter til alle kundetyper. Carlsberg har med lanceringen af vækststrategien ”SAILS 22” jævnfør afsnit 9.3, en strategi om at flytte deres kunder hen imod deres kernebrands som blandt andet Tuborg, Carlsberg og Grimbergen som hører ind under super premium og premium segmentet. Produkter hvor Carlsberg har det største dækningsbidrag på i forhold til mainstream og discount øl, og dermed opnå en højere indtjening, som i sidste ende kan være med til en øge værdien for virksomheden. En del af udførelsen af strategien med at flytte kunderne over imod segmenterne hvor Carlsberg har det største dækningsbidrag, skal ske igennem markedsføring. Carlsberg har en strategi om kun at markedsføre sine dyrere øl i reklamer osv. for at skabe fokus på disse produkter, og dermed ser de bort fra discount produkterne. Når Carlsberg lancerer nye produkter fokuseres energien også kun på

segmenterne super premium og premium, da det er disse produktsegmenter hvor Carlsberg som tidligere nævnt tjener det største dækningsbidrag på og dermed maksimere deres indtjening.

## 7.2 Carlsbergs markeder & udvikling:

I Carlsbergs årsrapporter opererer Carlsberg med både organisk og rapporteret nettoomsætning, salgsmængde og drifts profit margin. Den organiske del af Carlsbergs nettoomsætning og indtjening på markederne opgives i den lokale valutakurs, imens den rapporterede del tager højde for valutakurser, frasalg af grossister osv. på markederne, og rapporterer hvad Carlsberg står tilbage med i danske kroner når der er taget højde for disse faktorer.

### **Nord og Vesteuropa:**

På dette marked er Carlsberg markedsleder, og specifikt markedsleder i Danmark, Sverige, Norge, Portugal og Schweiz. Derudover bidrager Frankrig, Finland og baltiske lande med en stor del af nettoomsætningen.

Dette marked er karakteriseret ved at have en stærk tradition for øl indtagelse. Samtidig er markedet også åbent for nye produkter og innovation som for eksempel ved speciale øl og alkoholfri øl. Markedet bliver set som modent, hvilket vil sige der er et stort ølforbrug, men samtidig ikke mulighed for den store vækst. En udvikling er også sket for salgskanalerne på markedet hvor restauranter og spisesteder har oplevet en større vækst end pubs og cafeer. (Årsrapport 2017 s.15-17).

Carlsbergs organiske nettoomsætning lå på et stabilt niveau i 2017 i forhold til 2016. Den rapporterede nettoomsætning oplevede et fald fra 2016 til 2017, hvor den gik fra 37,5 mia. kr. i 2016 til 36,3 mia. kr. i 2017. Faldet i nettoomsætningen opstod blandt andet grundet frasalget af grossisten Nordic Getränke og en dårlig indvirkning på valutakurserne på forretningsmarkederne. Virksomhedens samlede organiske salgsvolumen på øl og læskedrikke på det nord og vesteuropæiske marked oplevede i 2017 henholdsvis et organisk fald på 1 % i ølsalget grundet dårligt vejr, imens salget af læskedrikke havde en organisk vækst på 2 %. Carlsbergs samlede rapporterede salgsvolumen gik fra 64,7 mio. hektoliter i 2017 til 63,2 mio. hektoliter i 2016. Et samlet fald i salgsvolumen på 2 % som skal sættes i forbindelse med frasalget af grossisten Nordic Getränke (Sydinvest.dk).

Carlsbergs rapporterede profitmargin steg fra 12,9 % i 2016 til 14,2 % i 2017 grundet positiv indvirkning fra effektivitetsplanen ”Founding the Journey jævnfør afsnit 9.2” på Carlsbergs værdikæde og operationelle drift, hvor der har været besparelser i 2017 forhold til i 2016. (Årsrapport 2017 s. 15). Det nord og vesteuropæiske marked stod for 47 % af Carlsberg samlede salgsvolumen og for 50 % af Carlsbergs samlede EBIT i 2017. (Årsrapport 2017 s.8)

### **Østeuropa:**

Østeuropa dækker over landene, Rusland, Kasakhstan, Ukraine, Hviderusland, Usbekistan og Aserbajdsjan.

Carlsberg opfatter det østeuropæiske marked som et vækstmarked, på trods af nogle hårde år med makroøkonomiske faktorer som lovgivning, afgifter og svingende valuta som er en udfordring for bryggerierne. Det østeuropæiske marked har traditionelt indtaget store mængder alkohol, primært vodka. Ølmarkedet har dog generelt haft det svært de senere år med en faldende salgsvolumen. På trods af svære betingelser med makroøkonomiske udfordringer, og på den baggrund en faldende salgsvolumen for Carlsberg, som er gået fra 34 mio. hektoliter i 2015 til 31,7 mio. liter i 2017, er virksomhedens overskudsgrad vokset fra 17,5 % til 20,4 % i 2017. (Årsrapport 2016 s.16 & 2017 s. 19). Det vigtigste marked i denne region for Carlsberg A/S er Rusland, hvor Carlsberg sidder på 32 % af markedet. (Årsrapport 2017 s.20).

Carlsbergs rapporterede nettoomsætning på det østeuropæiske marked var i 2016 på 10,2 mia. kr. imens den i 2017 var på 10,9 mia.kr. hvilket er en stigning på 7 %. Stigningen i nettoomsætningen skyldes et positivt prismix på 8 % og en positiv indvirkning på den russiske valutakurs som opvejede for et organisk fald i nettoomsætningen på 1 % på baggrund af et fald i den samlede salgsvolumen som faldt med 8 % fra 2016 til 2017, primært grundet det russiske forbud mod at bruge PET flasker (Børsen artikel nr. 5). Carlsbergs profitmargin for det østeuropæiske marked steg organisk med 12,2 % grundet positivt pris mix på markedet samt en positiv effekt fra effektivitetsplanen ”Founding the Journey jævnfør afsnit 9.2, hvor blandt andet ” de moderne off-trade” salgskanaler som indeholder supermarkeder og varehuse har haft en signifikant vækst og stod for 65 % af salgskanalerne i Rusland i 2017. Som et resultat af en positiv indvirkning den russiske rubel steg den rapporterede profit margin for Carlsberg fra 18 % i 2016 til 20,4 % i 2017 (Årsrapport 2017 s.19-21). Østeuropa stod i 2017 for 24 % af Carlsberg samlede salgsvolumen og for 22 % af Carlsbergs EBIT. (Årsrapport 2017 s.8).

## Asien:

Det asiatiske marked består af lande som Kina, Hongkong, Malaysia, Indonesien, Vietnam og Indien. Carlsberg anser det asiatiske marked som et vigtigt marked i fremtiden, med store vækstmuligheder grundet en voksende økonomi, en ung befolkning og en voksende velstand blandt befolkningen.

Carlsbergs organiske nettoomsætning på det asiatiske marked steg med 5 % fra 2016 til 2017 grundet solidt pris mix som betød at Carlsberg solgte flere af deres lønsomme produkter såsom Tuborg, Carlsberg og Sommersby end de gjorde i 2016. Det solide prismix opvejede for salgsvolumen som faldt med 3 %, da den gik fra 38,4 mio. hektoliter i 2017 til 39,7 mio. hektoliter i 2016. Virksomhedens rapporterede nettoomsætning gik fra 14,7 mia. kr. i 2016 til 14,6 mia.kr. i 2017 hvilket vil sige et fald på 1 %, grundet negativ indvirkning på valutakurserne i blandt andet Kina, Malaysia og Vietnam.

Virksomhedens organiske vækst på den operationelle profit var i 2017 på 8,1 %, og den rapporterede profitmargin steg fra 19,1 % i 2016 til 20 % i 2017. Den positive udvikling for Carlsberg på asiatiske marked skal ses ud fra blandt andet besparelser på værdikæden specielt i Kina. Det asiatiske marked stod i 2016 for 29 % af Carlsberg totale salgsmængde og 28 % af den samlede EBIT. (Årsrapport 2017 s.8).

## Udvikling i nettoomsætning & EBIT:

**Tabel 4 udvikling Carlsberg nettoomsætning:**

|                       | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Nettoomsætning</b> | 66.552 | 64.506 | 65.354 | 62.614 | 61.808 |

(Kilde: Årsrapport 2017 s.52)

Carlsberg nettoomsætning var i 2017 på 62 mia. kr. imens den i 2016 var 62,6 mia.kr. hvilket vil sige et fald på 1 %. Nedgangen i nettoomsætningen kommer primært fra frasalg af grossisten Nordic Getränke i 2017 (Sydvest), Carlsberg Malawi i 2016 (Børsen) og forskellige enheder på det asiatiske marked. Frasalgene har sammen med en negativ påvirkning fra valutakurserne påvirket Carlsbergs rapporterede nettoomsætning negativt i en større grad end den organiske nettoomsætning som steg med 1 % grundet positivt pris mix på 3 % (Carlsberg 2017 s.7), selvom den samlede salgsmængde gik fra 138,8 hektoliter i 2016 til 133,8 hektoliter i 2017 og dermed faldt med 2 %

(Carlsberg 2017 s.14). (Årsrapport 2017). Overordnet kan det konkluderes at Carlsberg har solgt færre af deres produkter, men at de har solgt flere af de produkter hvor de har en større fortjeneste på, som derfor har haft en positiv effekt på profit margin som er steget fra 13 mia.kr. i 2016 til 13,5 mia. kr.

**Tabel 5 udvikling EBIT**

| <b>mio.kr.</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EBIT</b>    | 9.844       | 9.345       | 8.606       | 8.245       | 8.876       |

Kilde (Årsrapport 2017 s. 52).

Carlsbergs EBIT var i 2013 på 9.7 mia.kr. imens den i 2017 var 8.9 mia. kr. hvilket er et overordnet fald på 10 % perioden. Isoleret set steg EBIT med 8 % i perioden 2016-2017 da den gik fra 8.3 mia.kr. i 2016 til 8.9 mia. kr. i 2017. Det overordnede fald i EBIT i perioden 2013 til 2017 på 10 % skal sættes i forbindelse med faldet i salgsmængden i perioden som er gået fra 139,4 mio. hektoliter i 2013 til 133,3 mio. hektoliter i 2017. Udviklingen i EBIT fra 2016 til 2017 er til gengæld positiv for Carlsberg, der er gået frem fra 8.2 mia.kr. til 8.9 mia. kr. Udviklingen skyldes at Carlsberg har solgt flere af deres produkter med højere fortjeneste, samtidig med at produktionsomkostningerne er gået fra 32 mia. kr. i 2013 til 30.3 mia. kr. Forhold som har haft en positiv påvirkning på EBIT.

## **8. Organisation og ejerforhold:**

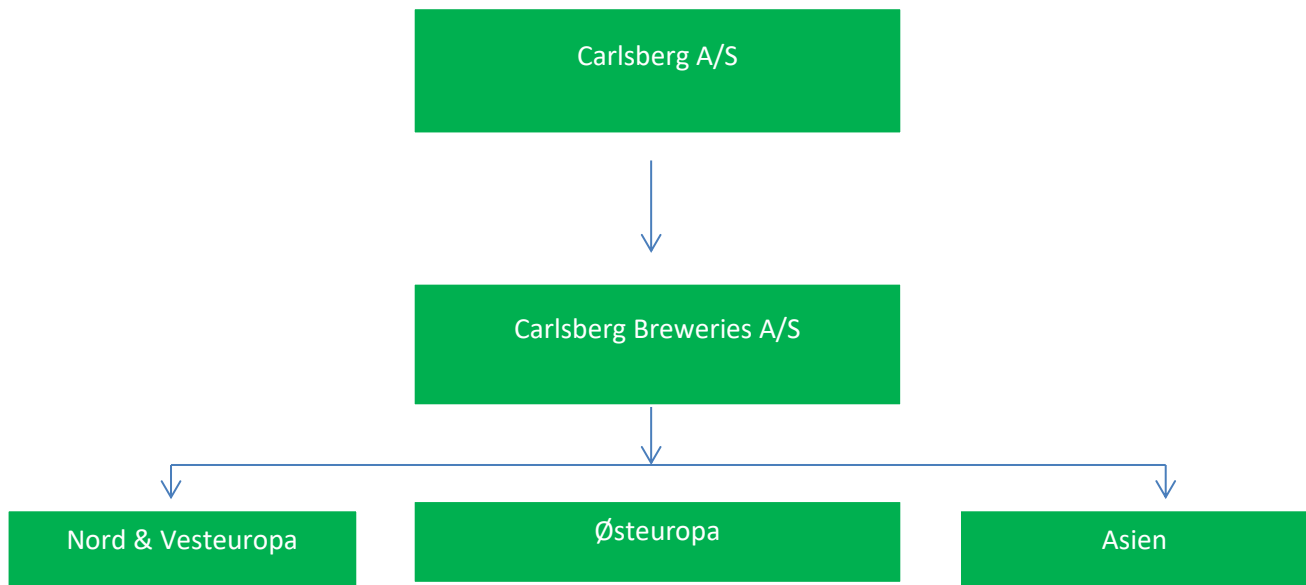
I dag har Carlsberg mere end 41.000 medarbejdere og deres produkter sælges i mere end 150 lande (Carlsberg.dk).

### **Organisation:**

Carlsberg Breweries A/S der står for driften af alle datterselskaberne, er 100 % ejet af moderselskabet Carlsberg A/S. Carlsberg A/S er noteret på børsen i København og er en del af C20 indekset. Carlsberg Breweries har opdelt deres aktiviteter på tre regionale markeder. Nord - Vesteuropa, Østeuropa og Asien (Carlsberg.dk).

Nedenfor er vist et organisationsdiagram i figur 3 for Carlsberg:

**Figur 3: Organisationsdiagram:**



Kilde:(Egen tilvirkning ud fra Carlsbergs hjemmeside).

### **Bestyrelse og ledelse:**

Carlsbergs bestyrelse består af 15 mand. Fem af bestyrelsesmedlemmerne skal være medarbejdervalgte. Bestyrelsen bliver i dag ledet af bestyrelsesformand Flemming Besenbacher og næstformand Lars Rebie Sørensen. Carlsbergs øverste ledelse bliver ledet af præsident og CEO Cees T Hart og CFO Heine Dalsgaard (Carlsberg.dk).

### **Ejerforhold:**

Carlsberg er ejet af Carlsberg fonden, og pr. 31. december 2017 ejede Carlsberg fonden 30 % af aktierne, samt 75 % af stemmerne i Carlsberg. Carlsberg er i dag listet Nasdaq børsen i København hvor resten af aktierne er til salg for offentligheden. Aktierne er delt op i 2 klasser, A-aktien og B-aktien. For hver A-aktie man er i besiddelse af får man 20 stemmer og ligeledes får man 2 stemmer per. B-aktie. I alt er der 33.669.252 A-aktier og 118.857. 554 B-aktier. Carlsberg Fonden har 33.020.540 A-aktier og 13.243.432 B-aktier hvilket svarer til at de 30 % af aktiekapitalen og 75 % af stemmerne som nævnt ovenfor. (Carlsberg fonden).

## 9. Effektivitetsmodel & strategiplan for Carlsberg Gruppen:

### 9.1 Effektivitetsmodel:

Carlsberg lancerede i 2015 en effektivitetsmodel "Founding the Journey" som skal være med til at sænke virksomhedens omkostninger og være med til at skabe en forbedret indtjening.

Effektivitetsmodellen består af følgende fire elementer: (Årsrapport 2015 s. 4)

#### **Value management:**

Et punkt som går ud på at optimere balancen mellem virksomhedens markedsandele, bruttoresultat, logistik ved at udføre tiltag som skaber kundeværdi på tværs af kerne salgskanaler og kundesegmenter. Tiltag som blandt andet er undervisning af medarbejdere så de følger koncepterne og bliver målt op imod virksomhedens KPI er indenfor præstation styring. KPI er som er salgsvolumen, driftsresultat, sammenhængen mellem bruttoresultat og logistikresultat og virksomhedens pengestrøms flow. Fire KPI er som skal være i balance og dermed være med til at sikre Carlsberg en balanceret vækst. (Årsrapport 2017 s. 6).

#### **Supply Chain management:**

Et punkt som går ud på at effektivisere alle områder indenfor Carlsbergs værdikæde, såsom indkøb, brygning, aftapning, lager og logistik.

Indkøb vil fokusere på "bedst i klassen praksis" og Carlsbergs globale indkøb vil blive foretaget af en central indkøbsfunktion, som er ansvarlige for at købe alle nødvendige ingredienser og udstyr der skal bruges til at producere og sælge Carlsberg øl.

For det meste bliver Carlsberg brygning og aftapning udført på deres lokale markeder. For at sikre optimal kapacitetsudnyttelse og optimale processer, ligger det samlede ansvar ved den centrale værdikæde funktion. Carlsberg distribution varierer fra marked til marked. Virksomheden optimerer varehus netværk og transport til at levere øl til deres kunder på den mest effektive og den mest miljørigtige måde.

#### **Driftsomkostningseffektivitet:**

Tiltaget går ud på at forbedre den organisatoriske effektivitet ved at forsimple, strømline og fjerne dobbeltarbejde i processer. Et tiltag som driftsomkostningsstyring er også blevet indført og

omhandler budgetter, sporing og overvågning af omkostninger. Sidste tiltag under dette punkt er at skære salgs, administrative og medarbejderomkostninger til så de passer til Carlsbergs indtjening.

### **Tilpasning af forretning:**

Et tiltag hvor det går ud på at tilpasse forretningen ved at vurdere det fremtidige indtjeningspotentiale på hver enkelt brand og forretningsområde, og sælge forretningsområder eller brands fra, hvor salgsvolumen på det enkelte brand og forretningsområde ikke stemmer overens med Carlsbergs forventninger. Eksempler på disse tiltag er salgene af Nordic Getränke og Carlsberg Malawi (Børsen artikel nr.6).

## **9.2 Strategiplan:**

Carlsberg lancerede i 2016 en ny overordnet strategi, ”SAIL 22”. Målet med den nye strategi er at gøre Carlsberg Group til en succesfuld, professionel og attraktiv forretning i vores markeder. (Årsrapport 2016 s.24 & 25)

Den nye strategi indeholder tre overordnede nøglefaktorer som skal sikre at Carlsberg er i stand til at levere stærke resultater og dermed skabe værdi for virksomhedens aktionærer. (Årsrapport 2016 s.26-27).

### **Tilføje værdi til aktionærer:**

Denne prioritet indeholder to elementer. Styrke virksomhedens kerneforretning og transformere forretningen.

Carlsbergs strategi med at styrke kerneforretningen overordnet, er at genoplive ”kerneøllen” samt transformere forretningen i Rusland. Ved at genoplive ”kerneøllen” som i 2016 stod for 83 % af indtjeningen på øl, vil Carlsberg styrke deres brand og markedsposition, som dermed skal være til at skabe vækst og en forbedret profit margin for virksomheden.

En del af Carlsbergs strategi med at styrke kerneforretningen er sikre at virksomheden generer 74 % af dens samlede produktionskapacitet på de markeder, hvor virksomheden enten er positioneret som nummer 1 eller 2 i blandt de 24 markeder i Europa og Asien hvor Carlsberg er repræsenteret.

Et vigtigt initiativ i den nye strategi for Carlsberg er at, virksomhedens investeringer fokusere på de nøglebrands som levere kernen af Carlsbergs profit, og som har potentiale til at styrke



virksomhedens profitmargin. Herunder vil Carlsberg styrke det fundamentale hos deres brands, som blandt andet inkluderer brand, indpakning, pris og distributionskanaler.

I Rusland vil Carlsberg markedsføre sig med det optimale sortiment af lokale, regionale, nationale og internationale varemærker, så virksomheden kan opfylde de skiftende behov hos forbrugerne. Et andet vigtigt punkt er at forbedre virksomhedens synlighed på salgsstederne og dermed styrke Carlsbergs position i de voksende kanaler.

Et vigtigt punkt for at styrke position på salgsstederne er at få udbredt engangsfadølssystemet ”Draugt Master” som skal være med til at øge salget af fadøl igen på restauranter og cafeer jævnfør afsnit 10.1.

Et sidste punkt Carlsberg har haft fokus på under punktet ”værdi til aktionærer” er styring af kompleksitet, hvilket vil sige virksomheden har identificeret og fjernet en række varenumre som har haft uønsket ineffektivitet i forsyningskæden. Helt konkret blev 1.200 varenumre fjernet i 2016.

### **Positionere for vækst:**

For at kunne skabe vækst er Carlsberg nødt til at kunne identificere hvilke øl segmenter der er vækst i, samtidig med at de er rentable for virksomheden. I øjeblikket er specialøl og alkoholfri 2 voksende øl segmenter på det generelle øl marked da forbrugerne for specialøls tilfælde gerne betaler for den lidt dyrere og anderledes øl og samtidig vinder den alkoholfri øl vinder frem på grund af den voksende fokus på sundhed. Samtidig med at de to øl kategorier er i vækst er de mere rentable for bryggerierne end mainstreamøllen og dermed interessante. Carlsberg har derfor øget fokus på de to øl kategorier og har øget markedsføringen på de to kategorier.

Udover at have fokus på specialøl og alkoholfri øl er et vigtigt fokuspunkt i Carlsberg strategiplan at målrette fokus mod verdens storbyer, da det forventes at 70 % af verdens befolkning i 2050 vil bo i storbyer, hvor salget af øl ligger 30 % over markedsgennemsnittet. Strategien med storbyer er todelt, hvilket vil sige at Carlsberg målretter indsatsen mod storbyer i lande udenfor virksomhedens nuværende geografiske område for at øge virksomhedens globale tilstedeværelse på en rentabel måde. Derudover arbejder virksomheden på at udvikle rentable forretninger i de lande hvor virksomheden allerede er tilstede, men har huller i væsentlige storbyer.

**Asien:**

Det asiatiske ølmarked udgjorde i 2016 på 40 % af det globale øl marked og en fjerdedel af Carlsbergs resultat af primær drift. Carlsberg fokus på det asiatiske marked som er et marked i vækst, er at udbygge positionen på de store ølmarkeder i Kina, Vietnam og Indien der isoleret stod for 10 % af Carlsbergs resultat af primær drift i 2016. En udbygning som skal ske gennem en vellykket styring af varemærkeportefølje, der er udviklet til at imødekomme en lang række forbruger og prisbehov.

**Skabe en vinderkultur:**

Det sidste punkt i SAILS 22 strategien, er at skabe en vinderkultur som skal ske igennem tre prioriteter:

Carlsbergs vinderkultur skal fremme en adfærd hvor man arbejder som et team, og belønner et præstationer på et højt niveau. Til det formål har Carlsberg udviklet et Performance Management system der er baseret på tripel-A-konceptet:

**Alignment (sammenhæng):**

Carlsberg vil fremme en proaktiv tilgang med vægten lagt på at være et team med et fælles mål.

**Accountability (ansvarlighed):**

Carlsberg vil gøre alle ansvarlige for deres handlinger og ansvarsområde.

**Action (handling):**

Carlsberg vil sikre at alle handlinger og beslutninger gennemføres hurtigt og effektivt.

Ved at efterleve tripel-A-konceptet vil Carlsberg skabe en stærk følelse af ejerskab og ansvarlighed for at skabe resultater. Dette vil blive yderligere understøttet af en tæt sammenhæng med ledernes incitamentsordninger og Carlsbergs finansielle mål.

**Bidrage til et bedre samfund:****Følge kompas:**

Integritet, ansvarlighed og ærlig etisk forretningsadfærd er kerneværdier for Carlsberg gruppen. Carlsberg mener at deres vinderkultur kun kan opretholdes gennem etisk høje standarder. Til at

opretholde de etiske høje standarder har Carlsberg startet et ”kompass” som skal bane vejen for Carlsbergs gruppens medarbejdere i det daglige arbejde. Standarder som indeholder streng overholdelse af virksomhedens politikker og gældende love som blandt andet mod korrupsion, bestikkelse og konkurrencelovgivning.

### **9.3 Opsummering effektivitetsplan & Strategiplan:**

Carlsberg er med deres effektivitetsplan ”Founding the Journey” som blev i gang sat i 2015 lykkedes med at sænke deres produktions omkostninger med 9 %, hvor de er gået fra 33,4 mia. kr. i 2015 til 30,3 mia. kr. i 2017. Samtidig er Carlsberg lykkedes med at sænke deres salgs og distributionsomkostninger med 6 % som er gået fra 5,2 mia.kr. i 2015 til 4,9 mia. kr. i 2017. Det sidste punkt som har fokus i effektivitetsplanen er de administrative omkostninger som er blevet sænket med 1 % som er gået fra 5 mia.kr. til 4,9 mio.kr. (Årsrapport 2016 s. 29 & 2017 s. 52).

Carlsberg er med deres vækststrategiplan ”Sails 22 ” som blev i gang sat i 2016 indtil videre lykkedes med at skabe værdi til virksomheden gennem overskudsgraden som er gået fra 13,2 % til 14,4 %. Samtidig er Carlsberg lykkedes med at sælge flere af deres mere rentable øl som tidligere nævnt i afsnit 9.2, hvilket var et af hovedfokus punkterne i strategiplanen.

For at opsummere på effektivitetsplanen og strategiplanen kan det konkluderes at Carlsberg er lykkedes med at skabe værdi til dens aktionærer gennem deres omkostninger som er blevet tilpasset. Derudover er det lykkedes at forbedre overskudsgraden selv med en faldende salgsvolumen og faldende nettoomsætning fra 2016 til 2017.

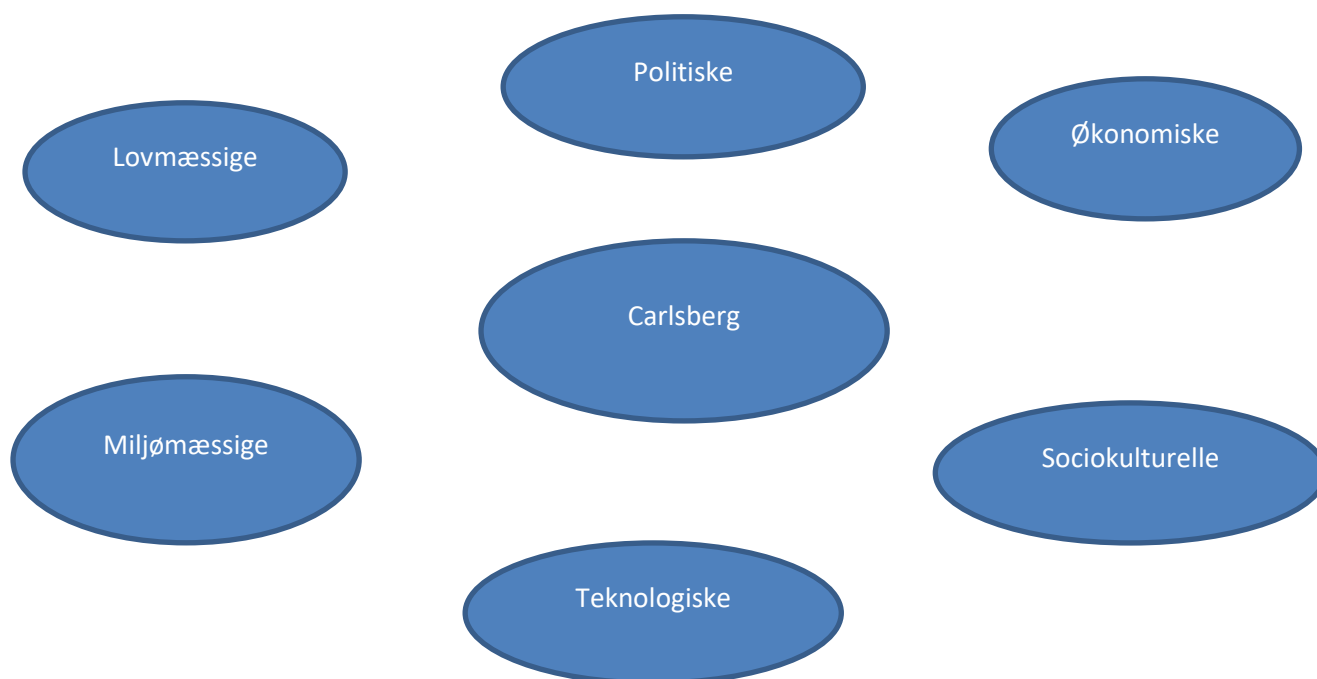
## **10. Strategisk analyse:**

Den strategiske analyse er første skridt i en fundamental værdiansættelsesproces af Carlsberg. Den strategiske analyse tjener en række formål. Analysen identificerer de faktorer, der primært påvirker værdien af Carlsberg, det vil sige virksomhedens finansielle værdidrivere samt de risikofaktorer der kan være med til at vurdere Carlsberg nuværende rentabilitet og et realistisk skøn over den fremtidige rentabilitet og eventuelle værditilvækst. (Sørensen 2012 s. 65)

## 10.1 PESTEL analyse:

Første model i den strategiske analyse er en PESTEL model som er et værktøj, der bruges til at analysere de væsentlige faktorer fra omverden, der påvirker virksomheden. Modellen gennemgår 6 faktorer fra omverden som er politiske, økonomiske, kulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovmæssige faktorer. Disse faktorer kan Carlsberg ikke selv påvirke direkte, men er vigtige, idet de viser, hvilke samfundsmæssige vilkår Carlsberg skal udvikle sig under. (Sørensen 2012 s. 66-67)

**Figur 4 PESTEL ANALYSE:**



Kilde: (Egen tilvirkning).

### **Politiske:**

Politisk ustabilitet er noget Carlsberg prøver at forebygge sig imod på deres markeder. De prøver at have en plan klar til hvordan de skal agere hvis der opstår politisk ustabilitet på et af deres forretnings markeder. På det russiske marked er virksomheden blevet ramt af det politiske PET forbud som den russiske regering har indført. Et forbud som gør at det er forbudt for virksomheder at sælge alkoholiske drikke i større plastikflasker end 1,5 liter (Børsen.dk). Siden forbuddet blev indført har det ramt Carlsberg hårdt på deres salgsmængde på det russiske marked som har oplevet en nedgang hvor salgsmængden er gået fra i 34,4 millioner hektoliter i 2016 til 31,7 millioner

hektoliter i 2017. (Årsrapport 2017 s. 19). Carlsberg risikerer at blive endnu hårdere ramt af forbuddet, hvis den russiske regering vil regulere forbuddet sådan at det fra år 2019 også kommer til at gælde 1 liter plastikflasker og fra år 2020 vil blive forbudt at sælge alkoholiske drikke i større plastikflasker end 0,5 liter (Børsen artikel nummer 6).

Carlsberg har allerede ageret på forbuddet ved at tilrette deres strategi og deres fokus på at sælge produkter hvor de har større fortjeneste på, såsom premium produkter som dækker over specialøl, alkoholfri øl og lokale brands for at øge deres indtjening og profit, og ikke så meget fokusere salgsmængden i første omgang. Selvom Carlsberg er kommet ud af regnskabsåret 2017 med en forbedret indtjening og profit i forhold til regnskabsåret 2016 på 7 % så vil en regulering af PET forbuddet de kommende år betyde at salget vil blive flyttet over i lavprissegmentet hvor folk får fyldt øl i egen emballage, hvilket udgør mindre værdi for bryggerierne og er et segment hvor Carlsberg har mistet markedsandele og dermed være med til at påvirke Carlsbergs indtjeningsevne på det russiske marked negativt. (Børsen artikel nr.7).

### **Økonomiske:**

### **Konjunkturer:**

Øl branchen er en branche hvor salget også påvirkes af om der er højkonjunktur eller lavkonjunktur i samfundet. Under lavkonjunktur hvor økonomien i samfundet er presset, hælder folk mere til at købe billige alternativer til dyr vin såsom øl. Valget af øl kan også svinge med konjunktoren da der er forskellige øl segmenter såsom Super Premium, Premium, mainstream eller discount øl at vælge imellem. Ved højkonjunktur hvor der er gang i økonomien har folk en tendens til at vælge produktet der er en tand dyrere end det de normalt vil købe.

### **BNP:**

Udviklingen i BNP er et udtryk for værditilvæksten i et lands produktion, og kan betegnes som udviklingen i købekraften hos befolkningen (Globalis.dk). Udviklingen i BNP kan derfor også bruges som indikator for væksten på de markeder som Carlsberg opererer på.

Nedenfor er vist udviklingen i BNP for Carlsbergs tre forretningsmarkeder i figur 5.

**Figur 5 BNP udvikling:**

|                              | 2012   | 2013  | 2014  | 2015   | 2016 | 2017 | 2018 | 2019  |
|------------------------------|--------|-------|-------|--------|------|------|------|-------|
| <b>Nord &amp; Vesteuropa</b> | -0,1 % | 0,3 % | 1,6 % | 2 %    | 2 %  | 2 %  | 2 %  | 2 %   |
| <b>Østeuropa</b>             | 2 %    | 1 %   | -3 %  | -5,5 % | 1 %  | 1 %  | -2 % | - 2 % |
| <b>Asien</b>                 | 5 %    | 5,5 % | 6 %   | 6 %    | 5 %  | 6 %  | 6 %  | 6 %   |

Kilde (World Bank.org).

Som det ses i tabellen forventes den største vækst at ske på det asiatiske marked. Det asiatiske marked har haft den største realiseret vækst siden 2012. På det østeuropæiske marked forventes væksten at være faldende og forfatteren har vurderet prognosen for årene 2018-2019 til at ende med negativ BNP vækst på grund af den interne krise der er mellem Rusland og Ukraine ovenpå kampene omkring Krim halvøen samt Ruslands politiske krise overfor vesten ovenpå giftangrebet i Storbritannien (danskindustri.dk).

En giftepisode som har gjort at der er blevet bygget på den endnu større krise der var i forvejen mellem Rusland og vesten. Politiske kriser som vurderes fra forfatters side at bidrage til en negativ BNP vækst de kommende år på det russiske marked, da det forventes at de politiske kriser forventes at gå udover specielt Ruslands eksport af varer til vesten. Det sidste marked er det nord- og vesteuropæiske marked som forventes at have en stabil BNP vækst på omkring 2 %.

Analytikeren i speciale projektet vurderer den nuværende og fremtidige negative BNP vækst i Østeuropa til at kunne gå ud over den fattige klasse og mellemklassen i den russiske befolkning som muligvis vil gøre at de kun har råd til discountprodukterne når de køber øl, eller helt vælger andre alternative til øl som f.eks. vodka. En fremtidig negativ BNP vækst vurderes for Carlsbergs side at gå yderligere udover deres salgsmængde på det russiske marked i de kommende år, da det nuværende PET forbud og en mulig regulering af dette forbud i de kommende år, forventes at have en negativ effekt på Carlsbergs salgsmængde af øl på det russiske marked de kommende år. Carlsbergs udfordring på det russiske marked vil være at fortsætte med deres strategi om ikke at fokusere på salgsmængden, men mere at fokusere på at sælge de produkter de har størst indtjening på. Kan Carlsberg fastholde evnen til at sælge produkterne med størst fortjeneste på betyder det mindre at de skulle opleve en nedgang i salgsmængden, for i sidste ende skal den forbedrede profit på det russiske marked være med til at forbedre Carlsbergs indtjeningsevne og dermed skabe værdi til Carlsberg.

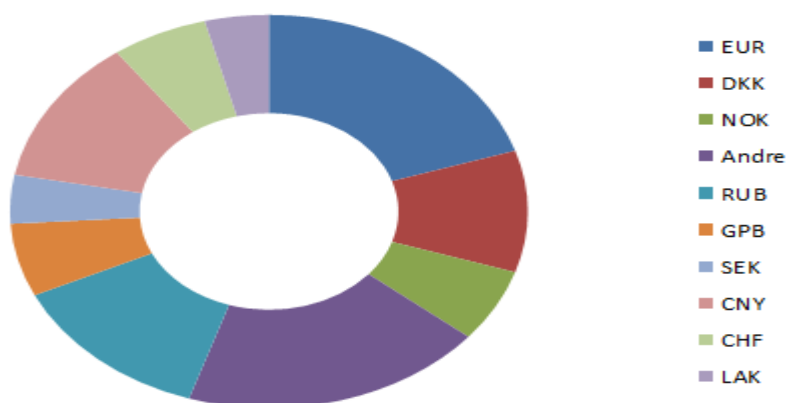
I forhold til det asiatiske marked forventes Carlsberg at fortsætte deres strategi jævnfør strategiplanen "SAIL 22" i afsnit 9.2 om at skabe vækst i Asien ved at lave investeringer i og indgå samarbejder med bryggerier i specielt VIC landende som er Vietnam, Indien og Kina (euroinvestor.dk). Investeringer der skal være med til at øge Carlsbergs salg i Asien og dermed forbedre Carlsbergs indtjeningsevne og i sidste ende have en positiv indflydelse på Carlsbergs værdi.

### Valutasikring:

Et vigtigt økonomisk parameter for Carlsberg er valutakurserne, da virksomheden er eksponeret overfor svingninger i valutakurserne da virksomheden har en stor del af sin omsætning i udenlandsk valuta, og dermed kan store udsving i valutakurserne betyde betydelige økonomiske tab for Carlsberg. Dette hænger sammen med at Carlsberg opgiver sin organiske nettoomsætning i den lokale valutakurs på forretningsmarkederne og derefter den rapporterede nettoomsætning i danske kroner. Carlsberg har derudover mange af deres udgifter i udenlandsk valuta såsom USD og Euro i forhold til den funktionelle valutakurs på de konkrete markeder de sælger på. F.eks. er størstedelen af Carlsbergs bryggeri i Østeuropa, Baltikas Breweries, udgifter i USD. For at have en økonomisk styring omkring sine udgifter til driften på bryggerierne på forretningsmarkederne sikrer Carlsberg ved at købe valutasikring. Helt konkret betaler Carlsberg for at de udgifter de har til f.eks. køb af råvarer bliver købt til en aftalt kurs som de har betalt for, og ikke den givne dagskurs på den pågældende valuta på det tidspunkt handlen går igennem. Carlsbergs overordnede strategi med valutasikring er at valutasikre 70-90 % af deres fremtidige Cash Flow i valutaer andre end den funktionelle kurs på det lokale marked i en 12 måneders rullende periode. (Årsrapport 2017 s. 63).

Nedenstående figur 6 viser Carlsbergs 2017 nettoomsætning fordelt i procent på valutaer.

**Figur 6:**



| <b>Euro</b> | <b>DKK</b> | <b>NOK</b> | <b>Andre</b> | <b>RUB</b> | <b>GPB</b> | <b>SEK</b> | <b>CNY</b> | <b>CHF</b> | <b>LAK</b> |
|-------------|------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 20 %        | 10 %       | 6 %        | 19 %         | 13 %       | 6 %        | 4 %        | 12 %       | 6 %        | 4 %        |

Figur 6 (Årsregnskab s.63).

### **Nord og Vesteuropa:**

På det nordeuropæiske og vesteuropæiske marked er det ikke så meget udgifterne til driften Carlsberg vælger at valutasikre, da størstedelen af udgifterne er i euro, som med Danmarks samarbejde med euroen gør at forholdet mellem den danske krone og euroen lægger indenfor et fastlagt spænd i kursen (Eu.dk).

Det er derfor kun nettoomsætningen som Carlsberg vælger at valutasikre da størstedelen af landene i denne region har euro som deres handelskurs og dermed ikke udgør den store risiko. Landene med euroen som betalingsmiddel udgør 20 % af den samlede nettoomsætningen i 2017. Landene i regionen som ikke har euroen som betalingsmiddel som f.eks. Schweiz, Sverige, Norge og Storbritannien stod for 16 % af den samlede nettoomsætningen i 2017, og udgør dermed en potentiel risiko som kan have en stor indflydelse på den rapporterede nettoomsætning hvis landene oplever store kurssvingninger på deres valuta.

### **Østeuropa:**

På det østeuropæiske marked har Carlsberg ikke valgt i lige så stor grad at valutasikre sig som på det nord og vesteuropæiske marked. Dette skyldes de signifikante omkostninger der vil være forbundet med dette over en lang periode. For året 2018 har Carlsberg valgt at valutasikre en del af Baltikas Breweries udgifter som er i USD. Med hensyn til den samlede nettoomsætning hvor salget fra rublerne udgør 13 % i 2017 har Carlsberg ikke valutasikret sig, hvilket udgør en stor risiko i øjeblikket da den russiske valutakurs er svækket og udsat for sanktioner fra USA og vesten på baggrund af politiske forhold som tidligere nævnt i dette afsnit, som gør at den risikere at falde yderligere og dermed påvirke Carlsberg på en negativ måde, da Carlsbergs aktiviteter som er bundet op på den russiske rubel vil blive mindre værd (Business.dk artikel nr. 1).

### **Asien:**

På det asiatiske marked har Carlsberg ikke valgt at valutasikre sig på grund af lavere salg og udgifter i andre valutakurser end den funktionelle på det givne marked i Asien, selvom



nettoomsætningen fra VIC landende som nævnt i Carlsbergs årsrapport 2017 fylder 22 % af den samlede nettoomsætning for virksomheden. (Årsrapport 2017 s.63)

### **Gæld:**

Carlsberg har også en samlet gæld på 24,2 milliarder danske kroner i 2017 fra optagede lån i forskellige valutaer i forbindelse med investeringer som de også vælger at valutasikre da kurssvingninger kan have indflydelse på Carlsbergs endelige resultat. (Årsrapport 2017 s.89)

### **Økonomistyringsperspektiv:**

I forhold til et økonomistyrings perspektiv er det interessant og et vigtigt element for Carlsberg at arbejde med valutasikring i forbindelse deres tre overordnede forretningsmarkeder samt den optagede gæld i forbindelse med investeringer i udenlandsk valuta. Specielt det russiske marked skal have stor fokus da en yderligere svækkelse af den russiske rubel kan have stor økonomisk betydning for Carlsbergs indtjening på det russiske marked. Carlsbergs optagede gæld kan også blive påvirket både positivt og negativt alt efter om kursen på valuta gælden skal indfries i, stiger eller falder, og dermed enten mindsker eller øge gælden på lånene fra investeringerne. I sidste ende kan det også have stor indflydelse på Carlsbergs resultat på det konkrete marked samt koncernens endelige resultat om de enkelte valutakurser står stærkt eller svagt i forhold til den danske krone som de i sidste ende skal veksles til. Valutasikring er et økonomisk parameter som Carlsberg skal tage højde for, da virksomheden på nogle markeder er meget eksponeret overfor valutakurssvingninger som både kan være med til at øge eller mindske virksomhedens værdi.

### **Kulturelle:**

På Carlsbergs forretningsmarkeder rundt omkring i verden er ølkulturen og ølforbruget forskelligt. Forskelle som er vigtigt at identificere for Carlsberg for at de kan vurdere markedspotentialet på de enkelte markeder.

### **Nord og Vesteuropa:**

Dette marked har generelt en god ølkultur. Alkoholforbruget pro. rata har i Nord- og Vesteuropa tidligere oplevet stor vækst på et marked som har ligget på et højt og modent niveau hvor der ikke har været realiseret den store vækst. Tendensen for Carlsberg de senere par år i perioden 2015-2017

har været at de har oplevet fald i deres salgsmængde af øl som er gået fra 66,4 liter pro rata i 2015 til 63,2 liter pro rata i 2017 hvilket er et fald på 5 %. (Årsrapport 2016 s.13 & 2017 s.16).

### **Østeuropa:**

I Østeuropa er der generelt et højt forbrug af alkohol. Dette høje forbrug skyldes dog ikke et højt forbrug af øl, men i stedet et højt forbrug af spiritus, derunder specielt vodka. I perioden 2015 til 2017 oplevede Carlsberg først en lille vækst i salgsmængden af øl som gik fra 34 liter pro rata i 2015 til 34,4 liter pro rata i 2016 hvilket var en stigning på 1 %. Derefter endte salgsmængden i 2017 på 31,7 liter pro rata hvilket er en nedgang på 7 % i forhold til 2016. Selvom Carlsberg har mistet markedsandele på salgsmængden på det russiske marked regner de med at deres strategi med at sælge flere øl fra segmentet med Premium og Special Premium skal være med til at øge deres overskudsgrad på det østeuropæiske marked de kommende år ligesom de gjorde i 2017 hvor den endte på 20,4 % i forhold til 2016 hvor den var på 18 %. I den strategiplan forventes det kommende VM i fodbold som afholdes i Rusland at bidrage med vækst, selvom Carlsberg ikke direkte er medsponsor af slutrunden (fødevarewatch.dk nr.1).

### **Asien:**

Asien har ikke været kendt for den store ølkultur førhen. Dette har dog ændret sig de senere par år eftersom regionen tager flere vestlige værdier til sig, har øl segmentet oplevet en fremgang, hvilket de store bryggerier som blandt andet Carlsberg har fundet ud af. I perioden 2015 til 2017 har Carlsberg alligevel haft en lille nedgang i der salgsmængde på øl som er gået fra 41,4 liter pro rata i 2015 til 38,4 liter pro rata i 2017 hvilket er et fald på 7 %. Selvom Carlsberg har oplevet en lille nedgang på salgsmængden på øl er Asien stadig et marked Carlsberg tror meget på med den generelle vækst der er på markedet, hvilket også understreges ved de investeringer som Carlsberg laver i markedet som tidligere nævnt.

### **Generel kultur og sponsorater:**

Carlsberg går generelt meget op i at bidrage til det kulturelle rundt omkring på deres forretningsmarkeder og omvendt skal det kulturelle også bidrage til en værdiforøgelse af virksomheden. Carlsberg investerer mange penge i sponsorater i forskellige sportsbegivenheder og andre events som koncerter osv. Eksempler på dette er EM slutrunden i fodbold som Carlsberg har været mangeårig sponsor for, og ved sidste em slutrunde som blev afholdt i 2016 i Frankrig øgede

Carlsberg på baggrund af slutrunden deres salgsmængde på det franske marked med 30 % (Business.dk artikel nr.2).

Et andet eksempel på Carlsberg sponsorater er det danske fodboldlandshold som de har været sponsor for siden 1978 og som givetvis kommer til at bidrage til Carlsberg brandværdi når Danmark skal deltage ved VM slutrunden i Rusland i 2018, da Carlsberg kommer til at kæmpe eksponering på tv samt ved de events som de laver rundt omkring slutrunden i blandt andet Danmark (Finans.dk artikel nr.1)

Sponsorater er generelt en stor del af Carlsbergs kamp for at fastholde og tilkæmpe sig markedsandele på, da specielt sponsorater af slutrunder som EM i fodbold eller deres sponsorat i den engelske fodboldklub Liverpool FC i den mest eksponerede liga, Premier League er med til at give massiv værdi for Carlsberg da disse events og kampe bliver set af milliarder af tv-seere. Samtidig er det også et nødvendigt for Carlsberg at poste mange millioner i sponsorater, da deres store konkurrenter gør lignede. F.eks. er Heineken sponsor for Champions League i fodbold mens Ab-InBev er sponsor for vm slutrunden i fodbold (Business.dk artikel nr.3).

### **Miljømæssige faktorer:**

Som producent af drikkevarer er vand og energi noget som Carlsberg og de andre bryggerier i branchen benytter. Carlsberg har fokus på miljøet, og derfor har virksomheden udviklet et program med visionen ”TOGETHER TOWARDS ZERO” som går ud på at forbedre ens nuværende miljø og forberede sig til når der kommer klimaforandringer, knaphed på vandforsyning og sundhedsudfordringer. Programmet har 4 hovedpunkter og er målrettet mod 2022 og 2030 (Carlsberg.dk.)

### **ZERO CARBON FOOTPRINT:**

Dette punkt fokuserer generelt på klimaændringer som er et stigende problem i verden. Carlsberg fokuserer ved dette punkt på påvirkningen fra deres bryggerier og reducere af kulstofudledninger ved brug af klimavenlige teknologier.

### **Målene for 2022:**

- 50 % reduktion i udledningen af CO<sub>2</sub> fra bryggerierne
- 100 % elektricitet fra vedvarende kilder på bryggerierne

- Afskaffelsen af brug af kul på bryggerierne

**Målene for 2030:**

- 0 % CO2 udledning fra bryggerierne

**ZERO WATER WAST:**

Vand er en afgørende for samfundet og for at lave øl. Men mange steder i verden styres det ikke optimalt i dag, og vandknaphed er et stort problem. Carlsbergs vision for dette område er at fokusere på at reducere vandforbruget på bryggerierne og danne partnerskaber for at sikre vandressourcer i højrisikoområder.

**Målene for 2022:**

- 25 % reduktion i vandforbruget på bryggerierne
- Samarbejde om at beskytte fælles vandressourcer i højrisikoområder

**Målene for 2030:**

- 50 % reduktion i vandforbruget på bryggerierne
- Samarbejde om at beskytte fælles vandressourcer i højrisikoområder

**ZERO IRRESPONSIBLE DRINKING:**

Carlsberg går ind for ansvarligt drikkeri, hvilket vil sige man ikke skal drikke før man er 16 år, og kun til et moderat forbrug og kun til nydelse og ikke misbrug.

På dette område fokuserer Carlsberg på valg og muligheder der hjælper forbrugeren med at tage ansvarlige valg og dermed forebygge alkohol relaterede skader.

**Målene for 2022:**

- 100 % udbud af alkoholfri.
- 100 % udbredelse af budskabet om ansvarligt alkoholforbrug via emballage og mærkevarekampagner.

**Målene for 2030:**

- Mere ansvarligt alkoholforbrug år for år på 100 % af vores markeder

## **ZERO ACCIDENTS CULTURE:**

Arbejdsrelaterede ulykker er uacceptable. Medarbejdernes sikkerhed og sundhed skal være en del af Carlsbergs DNA. Derfor arbejder Carlsberg hen imod at opbygge en kultur der skal forebygge ulykker.

### **Målene for 2022:**

- Reduktion af ulykkessekvensen år for år

### **Målene for 2030:**

- Nul ulykker

Ved hjælp af denne politik med fire områder rettet mod miljøet og samfundet viser Carlsberg at de gør noget for miljøet og samfundet og dermed er et ansvarligt selskab. Et ansvar for miljøet og samfundet som gør at virksomheden opretter et godt image ud af til, som de kunne risikere vil lide et knæk hvis de ikke tog ansvar for miljøet og samfundet da Carlsbergs produkter med alkoholiske drikke kan resultere i samfundsmæssige skader med alkoholmisbrug og lignende.

## **Lovmæssige faktorer:**

### **Afgifter:**

Bryggerierne i øl og læskedrikke branchen skal i Danmark også betale afgifter for emballage til produkterne, og gebyr for indsamling af pant hos dansk retursystem. Afgifter og gebyrer som generelt for branchen er steget markant gennem perioden 2008 til 2017 fra 140 til 240 millioner ved emballageafgift og fra 120 til 240 millioner ved gebyr til pantindsamling. Disse udgifter er dog fælles for at bryggerier i branchen og ikke en konkurrencefordel for nogen bryggerier frem for andre.

### **Aldersbegrænsning:**

I mange lande er der indgået en nedre grænse for hvornår der må købes alkohol. Denne nedre grænse er i Danmark 16 år på off-trade markedet og 18 år på ontrade markedet. I Danmarks

nabolande som Norge og Sverige er aldersgrænsen for alkohol med lav alkoholprocent 18 år imens den er 20 år ved alkohol med høj alkohol procent (dr.dk).

I Rusland kan lovmæssige tiltag for at undgå at den russiske befolknings alkoholforbrug stiger og løber løbsk som tidligere set, potentielt ramme Carlsberg, hvis der kommer en politisk lovstramning som eks. hvis tidsvinduet for hvor du må købe alkohol i butikker bliver indskrænket, eller hvis afgiften for alkohol bliver hævet. Sådanne lovmæssige tiltag vil kunne ramme Carlsberg på deres indtjeningsevne (b.dk).

Carlsberg kan også grundet deres størrelse som stor koncern også være forhindret i at opkøbe virksomheder på visse markeder, da dette vil give monopollignende tilstande og muligvis ikke blive godkendt i konkurrencestyrelsen.

### Teknologiske:

Carlsberg udviklede i 2016 en ny fadølsteknologi som skal være med til at bringe fadøllen tilbage på restauranterne, hvor fadøllen har mistet mange markedsandele til vin på menukortet hos mange restauranter. For at få flere kunder til at vælge øllen har Carlsberg udviklet et nyt system kaldet "Draught Master" "I dag kan man ikke have et øl anker åbent mere end i en uges tid, så får det en bismag og man er nødt til at smide det ud. Vi har testet nyt teknologi allerede sidste år og sat fart på det i år som gør at øllet kan holde sig en måned i mod knap en uge i dag" udtaler Simon Tibiger.

Teknologiske tiltag som dette skal gøre at Carlsberg opnår deres mål om at fadøllen skal udgøre 20 % af det danske ølmarked i 2020 frem for de 11 % som det gør i 2016, og dermed øge Carlsbergs indtjeningsevne og i sidste ende øge Carlsbergs værdi (Børsen artikel nr.7).

### Opsummering figur 7 PESTEL analyse:

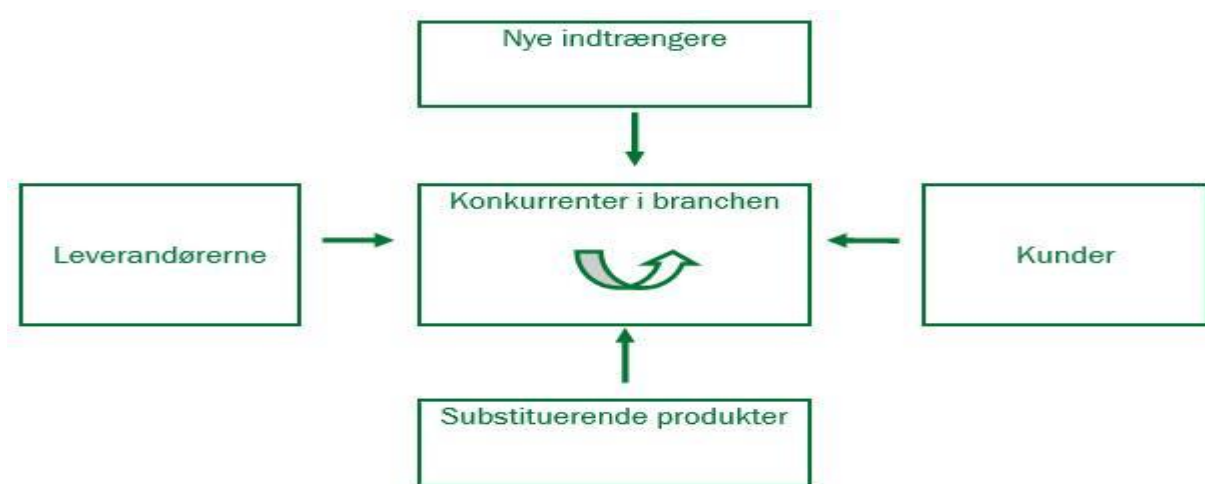


Kilde: (Egen tilvirkning).

## 11. Porters 5 forces:

Anden model i den strategiske analyse er en brancheanalyse, hvor der er blevet valgt Porters 5 forces (Sørensen 2012 s. 69-70) som er en essentiel analyse for at fastlægge og udnytte en virksomheds konkurrencemæssige position. Porters 5 forces beskæftiger sig med følgende områder: truslen fra nye indtrængere, truslen fra nye substituerende produkter, kundernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke samt den interne konkurrence i branchen. Ud fra disse 5 punkter kan virksomheden fastlægge deres konkurrencemæssige position og herefter optimere deres fremtidige forretningsplaner.

Nedenfor er vist en figur 8 for Porters 5 Forces:



Kilde (Egen tilvirkning):

### Truslen fra nye indtrængere:

Bryggeribranchen er en hård branche at etablere sig på som ny virksomhed. En branche som er kontrolleret af store internationale bryggerier. I en branche som bryggeribranchen kan nye indtrængere identificeres på to forskellige markeder. De nye indtrængere kan enten trænge ind på et lokalt marked eller på det internationale marked.

På det danske marked er der de senere år kommet mange små bryggerier som specialiserer sig indenfor specialøl. Selvom om der er kommet mange nye bryggerier er det ikke noget som truer Carlsberg position som markedsleder på det danske marked da de nye bryggerier ikke har kapital, produktionsanlæg osv. til at true Carlsberg, samtidig med at Carlsberg også har mange specialøl mærker i deres produktportefølje (Fødevarewatch.dk artikel nummer 2).

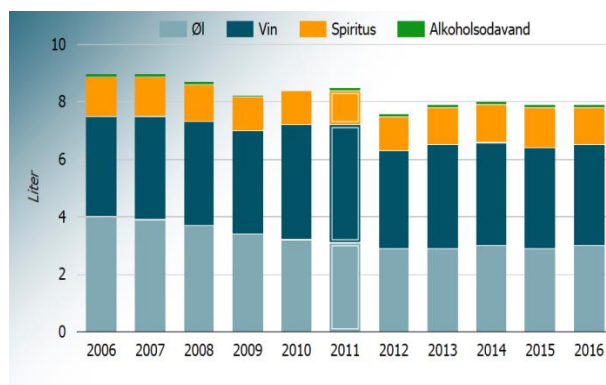
På det internationale marked er det endnu sværere at trænge ind som nye indtrængere. Tendensen på det globale marked har i mange år været at de store spillere på globale marked køber mindre selskaber op og dermed erobrer endnu flere markedsandele. Disse indkøb er med til at give de store spillere stordriftsfordele som er nødvendighed for at kunne konkurrere på det globale marked. Som ny indtrænger kræver det stor kapital at trænge ind på det globale marked. Stor kapital er nødvendigvis ikke nok for at kunne konkurrere med de store spillere, der skal også investeres i blandt andet store produktionsanlæg for at kunne producere i så store mængde der kræves for at kunne erobre markedsandele. Store sponsorater er også noget de store spillere på globale marked sidder på som tidligere nævnt, der gør at de sidder solidt i folks bevidsthed, og dermed har en fordel overfor nye indtrængere som skal bruge mange penge på sponsorater og reklamer for at komme ud i bevidstheden hos befolkningen.

### Truslen fra substituerende produkter:

Der findes mange forskellige former for substituerende produkter til øl. Produkter der kan betegnes som direkte substituerende produkter til øl er vin, spiritus, cider og alkoholsodavand.

Nedenfor er vist en figur 9 der viser udviklingen for alkoholforbruget i perioden 2006-2016.

**Figur 9:**



Kilde: (Bryggeriforeningen.dk).

Som det ses af grafen har øl segmentet sammen med vinsegmentet stået for den klart største andel af alkoholforbruget i perioden 2006-2016.

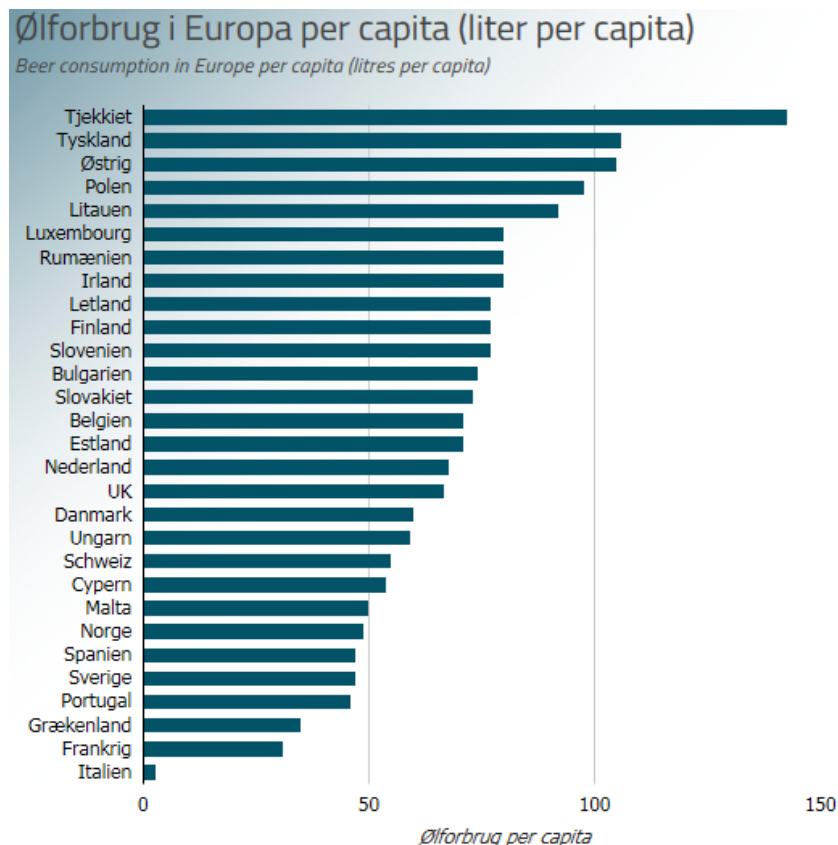
Forbruget af diverse drikkevarer er differentieret alt efter i verden man kommer fra. Bare i Europa har der traditionelt været store forskelle i forbruget. Traditionelle øl lande som Tyskland, Danmark,



Storbritannien og Tjekkiet er kendt for deres forbrug og produktion af øl. Traditionelle vinlande som Italien, Spanien og Frankrig er kendt for deres forbrug og produktion af vin. Lande som Rusland har mere tradition for spiritus (Dr.dk).

Tendenserne for landenes forbrug af øl pr. indbygger i landet kan læses i nedenstående tabel nr.6.

**Tabel 6 Ølforbrug i Europa:**



Kilde: (Bryggeriforeningen.dk)

I forhold til markedet for læskedrikke hvor det mere traditionelt har været en drik som sodavand hvor Carlsberg er forhandler af Coca Cola varemærker i Danmark der har været fokus på fra forbrugerne, er der i de senere år kommet mere fokus på energidrikke fra specielt det unge segment (Business.dk artikel nr. 4). Marked for energidrikke vokser allerede vildt og er den tredje mest vækstende kategori i forhold til øl, sodavand, vand og specialøl og vil vokse støt de kommende år. Carlsberg indgik i 2016 derfor en aftale med selskabet Monster Beverages Corporation om at forhandle deres energidrik produkt Monster på det danske marked. En aftale der skal være med til at

skabe værdi for Carlsberg og gøre de kan tage kampen op med energidrikken Red Bull på det danske marked (finans.dk artikel 2).

### **Kundernes forhandlingsstyrke:**

Carlsbergs kunder er slutforbrugeren som er den som nyder drikken. Carlsbergs kunder er som tidligere nævnt i delt op på 2 segmenter, off – trade kunder og on-trade kunder.

På off trade markedet hvor kunderne er f.eks. store supermarkedskæder som Dansk Supermarked og COOP, som har stor forhandlingsstyrke overfor Carlsberg og kan forhandle gode aftaler hjem, da Carlsberg er afhængige af at supermarkederne forhandler deres produkter. Mindre købmænd og kiosker har mindre forhandlingsstyrke overfor Carlsberg da disse købmænd ikke påvirker Carlsbergs salg markant. På on-trade markedet hvor restauranterne er afhængige af deres gæster, som oftest er indifferente overfor drikkevarerne og hvor det mere er kvaliteten af maden der er i fokus. Disse restauranter som oftest er enkeltstående restauranter og cafeer osv. og dermed ikke har den forhandlingskraft som kælderrestauranter har, kan til en vis grad godt have en god forhandlingskraft overfor Carlsberg. I at med at on-trade er så indifferente som de er, og ofte ikke vælger spisested efter hvilket øl der bliver serveret, er der ikke store omkostninger ved at skifte leverandør fra restaurantens side.

### **Leverandørernes forhandlingsstyrke:**

Som et af de store selskaber i branchen har Carlsberg en størrelse der gør at mange leverandører ikke har de store forhandlingskrav til Carlsberg. Selvfølgelig kan en leverandør altid trække sig, men det vil sandsynligvis gå hårdere ud over leverandøren ved at miste end kunde som Carlsberg. Derudover vil Carlsberg i stort set alle tilfælde kunne finde en ny leverandør, da råvarerne Carlsberg bruger til deres produktion sælges på et homogent marked.

### **Intern konkurrence i branchen:**

Carlsberg befinder sig i en branche hvor der er få, men store konkurrenter på den globale scene. Carlsbergs primære konkurrenter på globale marked er hollandske Heineken og amerikansk – belgiske-brasilianske Anheuser Busch – InBev (fødevarewatch.dk artikel nr. 3). Carlsbergs primære konkurrent på det danske marked er Royal Unibrew som har øllen royal og læskedrikken faxe kondi som to af deres største mærker. (Royalunibrew.dk)

## Opsummering figur nr. 10 Porters 5 forcers:



Kilde: (Egen tilvirkning).

## 12. Værdikædeanalyse:

Værdikædeanalysen er delt op i primære aktiviteter og støtteaktiviteter som er med til at bestemme og kortlægge hvilke processer der skaber værdi for virksomheden. Med hjælp fra analysen er det muligt at finde frem til hvilke processer der fungerer godt og skaber værdi for virksomheden, og omvendt hvilke værdier der ikke fungerer optimalt og dermed ikke skaber værdi for virksomheden.

**Figur 11 værdikædeanalyse:**



Kilde: (Egen tilvirkning).

**Støtteaktiviteter:****Struktur & Samfund:**

Carlsberg er karakteriseret ved stor mangfoldighed indenfor varemærker, markeder og kulturer som følge af de tre markeder hvor Carlsberg har valgt at konkurrere. Markedernes forskellighed medfører at vækst og udvikling baseres på regionalt tilpassede produkter, der har samhørighed med lokale kulturer og forhold. Carlsbergs samlede vækststrategi "SAILS 22" indeholder primært en strategi om at sælge flere rentable øl og skabe en forbedret bundlinje den vej igennem, fremfor at øge virksomhedens salgsvolumen.

**Medarbejdere:**

Carlsberg er en global virksomhed og søger medarbejdersammensætning der afspejler de markeder, der konkurreres på ved at blande forskellige kompetencer, kulturer, køn og erfaringer. Medarbejdere der passer ind i den vinderkultur som er blevet opbygget i Carlsberg og som virksomheden hele tiden forsøger at optimere. En vinderkultur og en medarbejderstab der skal være med til at styrke Carlsbergs konkurrenceevne.

**Forskning og udvikling:**

Carlsberg forsøger hele tiden at optimere på udvikling af øl. En udvikling der sker i deres laboratorium, Carlsberg laboratorium, (Carlsberg fonden) hvor de hele tiden forsøger at optimere på de råvarer såsom malt, humle og gær som indgår i Carlsbergs øl.

Udover at optimere på nuværende processer omkring brygning af øl, forsøger Carlsberg også at udvikle nye produkter som skal være med til at Carlsberg kan fastholde deres nuværende konkurrenceevne og forsøge at forbedre denne.

**Primære aktiviteter:****Indkøb:**

Som tidligere nævnt ejer Carlsberg et større antal bryggerier på de tre regioner de opererer på. De samlede produktionsomkostninger fra disse bryggerier udgjorde i 2017 30,3 mia. kr. hvor af omkostningerne til råvarer udgjorde 53 % med 16 mia. kr. Herudover krævede produktionen indkøbte færdigvarer til 5,4 mia. kr. (Carlsberg årsrapport 2017 s. 60). Med mange bryggerier og et

stor forbrug af råvarer og indkøbte færdigvarer vurderer forfatteren at indkøb spiller en central rolle for Carlsberg, og derfor er en primær aktivitet.

Indkøb spiller som sagt en central rolle for Carlsberg og er en post hvor Carlsberg bruger mange penge, det er derfor vigtigt for virksomheden at processen ved den post er effektiv. Carlsberg har derfor i denne henseende forsøgt i deres effektivitetsplan "Founding the Journey" at optimere på dette punkt ved at Carlsberg globale indkøb bliver foretaget af en central indkøbsfunktion, som er ansvarlige for at købe alle nødvendige ingredienser og udstyr der skal bruges til at producere og sælge Carlsberg øl.

### **Brygning:**

For det meste bliver Carlsberg brygning og aftapning udført på store bryggerier på de lokale markeder. For at sikre optimal kapacitetsudnyttelse og optimale processer, ligger det samlede ansvar ved den centrale værdikæde funktion. Ved at udføre brygning og aftapning af øl på flere store bryggerier på de lokale markeder kan det give Carlsberg stordriftsfordele. Virksomheden kan producere til mindre enhedsomkostninger samtidig med at virksomheden kan producere i større mængder. Dog vil en samlet produktion af produkter hos større bryggerier frem for flere små bryggerier formentlig give større transportomkostninger for Carlsberg, da der vil blive længere til kunderne. Forfatteren mener dog at denne omkostning vil blive opvejet af en reducere af andre omkostninger.

### **Logistik:**

Carlsberg har mange store bryggerier rundt omkring på deres tre regionale markeder, hvorfor logistikken og styringen heraf er et vigtigt led i værdikæden for Carlsberg. Carlsberg igangsatte i 2015 effektivitetsplanen "Founding the Journey" som skulle være med til at sænke virksomhedens omkostninger igennem blandt en mere effektiv værdikæde. Som et tiltag for at optimere logistikken i værdikæden eliminerede Carlsberg i 2016 1.200 varenumre for at gøre det overskueligt og mere effektivt. Effekten af de 1.200 eliminerede varenumre kan ses ved at distributionsomkostninger er blevet nedbragt med 1 % fra 6,8 mia. kr. til 6,5 mia. kr. (Årsrapport 2017 s. 62)

### **Salg:**

Kommerciel tilstedeværelse og Carlsberg varemærket spiller en afgørende rolle for at Carlsberg kan vokse som virksomhed. Marketingsinvesteringer og – aktiviteter spiller en nøglerolle for at opnå

indtjeningsvækst og erobre markedsandele. Carlsberg brugte 6 mia. kr. i 2017 svarende til 10 % af nettoomsætningen (Årsrapport 2017). Der hersker ingen tvivl om at massiv markedsføring igennem reklamer og sponsorater er vejen frem for Carlsberg på deres tre regionale markeder, til trods for tre forskellige markeder. I nord og Vesteuropa hvor der er tale om et modent marked må det kommercielle fokus være at fremme loyaliteten for eksisterende produkter og nøglebrands som Carlsberg, samt kommerciel eksekvering af nye produktlinjer til nye segmenter.

I Østeuropa og Asien vil det kommercielle fokus være på at skabe fokus på nøglebrands som i super premium og premium kategorierne som er de mest rentable for Carlsberg, hvilket stemmer overens med strategien i strategiplanen i ”SAILS 22” i stedet for at fokusere på salgsvolumen hvor Carlsberg er udfordret på disse markeder.

### **Opsummering Carlsbergs værdikædeanalyse:**

Ud fra ovenstående primære og støtte aktiviteter som indgår i Carlsbergs værdikæde og supplere hinanden, kan det konkluderes at Carlsberg har en stærk værdikæde som er et aktiv for virksomheden til at fastholde deres nuværende konkurrenceevne på det nationale og globale marked. En konkurrenceevne som Carlsberg hele tiden forsøger at optimere ved blandt andet at effektivisere faktorerne i deres værdikæde som beskrevet med de primære aktiviteter med brygning og logistik

## **13 Vækststrategi:**

Ved vækststrategier er der tale om en strategi, der skal forbedre Carlsbergs muligheder for at erobre markedsandele på deres regionale markeder.

### **Vækst via integration:**

Der er tale om horisontal integration, hvis virksomheden opkøber en konkurrent. Dette kan ske ved et opkøb eller ved en fusion med en virksomhed. Der er tale om vertikal integration, hvis virksomheden overtager et led i forsyningskæden gennem enten opkøb eller fusion med en virksomhed. Organisk vækst er, når en virksomhed vokser som følge af øget produktion eller omsætning.(Sørensen 2012 s. 88-92)

### Anshoffs 4 vækstmatrice:

Markedsindtrængning er en vækststrategi, hvor virksomheden forsøger at øge sit salg af eksisterende produkter til de nuværende markeder. Markedsudvikling er en vækststrategi, hvor virksomheden forsøger at skabe vækst ved at sælge sine nuværende produkter på et nyt marked.

Produktudvikling er en vækststrategi, hvor virksomheden forsøger at sælge et nyt produkt på deres nuværende markeder. Diversifikation er en vækststrategi hvor virksomheden forsøger at sælge et nyt produkt på et nyt marked (Sørensen 2012 s. 88-92).

**Figur 12 Anshoffs 4 vækstmatrice:**

|        |                    | Produkt             |                  |
|--------|--------------------|---------------------|------------------|
|        |                    | Nuværende produkter | Nye produkter    |
| Marked | Nuværende markeder | Markedsindtrængning | Produktudvikling |
|        | Nye markeder       | Markedsudvikling    | Diversifikation  |

Kilde: (Egen tilvirkning).

### Analyse af Carlsbergs vækststrategi:

Carlsberg benytter sig af flere vækststrategier som er tilpasset deres regionale markeder. Generelt bruger Carlsberg stadig og har brugt horisontal integration på alle tre regionale markeder. Denne strategi er en strategi som Carlsberg bruger for at etablere sig på et nyt marked ved enten at opkøbe et lokalt bryggeri eller indgå samarbejde med et lokalt bryggeri, for at kunne udnytte det lokale bryggeris varemærke i markedet og samtidig udnytte ekspertisen som det lokale bryggeri har om det konkrete marked. Denne strategi har Carlsberg brugt i den undersøgende periode 2013-2017 og er en strategi som virksomheden vil bruge fremover. Derudover forsøger Carlsberg at opnå vækst gennem organisk vækst hvor Carlsberg forsøger at vokse gennem en øget nettoomsætning. Carlsberg organiske vækst skal ske gennem markedsindtrængning og produktudvikling. Ved markedsindtrængning forsøger Carlsberg at afsætte flere af deres nuværende produkter i produktporteføljen på deres nuværende regionale markeder. En strategi som passer overens med Carlsbergs egen vækststrategi ”SAILS 22”, hvor fokus er rettet mod de rentable produkter som

tidligere nævnt for dermed at øje bruttoresultatet, frem for at have fokus på salgsvolumen hvor Carlsberg i øjeblikket er udfordret med en faldende salgsvolumen. Ved produktudvikling forsøger Carlsberg hele tiden at udvikle nye produkter til deres nuværende markeder for at kunne tage konkurrencen op med deres konkurrenter.

**Figur 13 Opsummering af vækststrategi**



Kilde: (Egen tilvirkning).

## SWOT Analyse:

Den opsamlende del af den strategiske analyse er en SWOT analyse (Sørensen 2012 s. 65-66) som analyserer en virksomheds interne styrker og svagheder, og dens eksterne muligheder og trusler. Formålet med SWOT analysen er at gøre virksomheden opmærksom på eventuelle problemstillinger og muligheder, så det sikres, at virksomheden udvikler sig i den rigtige retning.

**Figur 14 SWOT Analyse:**

|                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Styrker</b><br>Stor udvikling i Asien<br>Differentieret produktportefølje<br>Stærkt brand<br>Veletableret i Europa<br>Store markedsandele i Østeuropa<br>Stor forhandlingsstyrke overfor leverandører | <b>Svagheder</b><br>Ingen markedsandele i USA & Sydamerika                                                                                                    |
| <b>Muligheder</b><br>Opkøb eller fusion med virksomheder<br>Produktudvikling<br>Nye markeder<br>Stor vækst Asien                                                                                         | <b>Trusler</b><br>Udvikling i Rusland – reguleringer<br>Udsving i valutakurser<br>Lovmæssige tiltag<br>Ændringer i forhold til livsstil<br>Kulturelle forhold |

Kilde: (Egen tilvirkning).



**Styrke:****Stor udvikling i Asien:**

Det asiatiske øl marked er inde i en god udvikling og Carlsbergs organiske nettoomsætning på det asiatiske marked steg med 5 % fra 2016 til 2017. Samtidig er Carlsbergs overskudsgrad steget fra 19 % til 20 % i samme periode. Carlsberg forventer at med deres tiltag som blandt andet indeholder flere investeringer i bryggerier, samt en ny strategi rette mod den rige klasse i Kina de kommende år også vil byde på vækst på det asiatiske marked for Carlsbergs vedkommende.

**Differentieret produktportefølje:**

En differentieret produktportefølje er en styrke for Carlsberg, da virksomheden kan tilfredsstille mange forbrugeres behov, om det så er forskellige former for øl, eller læskedrikke som sodavand eller energidrikke. En differentieret produktportefølje er med til at gøre at Carlsberg er konkurrencedygtige både nationalt og globalt.

**Stærkt brand:**

Carlsberg har igennem år opbygget et virkelig stærkt brand som er kendt over det meste af verden. Et varemærke som først og fremmest er blevet stærkt igennem at Carlsberg producerer et godt produkt til forbrugeren. Derudover har Carlsberg fået stor eksponering igennem store sponsorater indenfor specielt fodbold og koncerter som tidligere beskrevet, og som har udbredt og styrket Carlsbergs brand.

**Veletableret i Europa:**

Carlsberg står som et veletableret varemærke over det meste af Europa. Et varemærke som er blevet udbredt gennem Carlsbergs kerneprodukter som Carlsberg, Tuborg eller gennem Carlsbergs mange aftaler med nationale bryggerier. Mange ressourcer investeret i markedsføring og sponsorater har også været med til at etablere Carlsbergs varemærke som et af de bedste og største på det europæiske marked.

**Store markedsandele i Østeuropa:**

Carlsberg har selvom de har mistet markedsandele som konsekvens af PET forbuddet i Rusland, som er gået udover deres samlede salgsvolumen som tidligere beskrevet bevaret deres position som

markedsleder på det russiske marked med en markedsandel på 32 % (Børsen artikel nr. 5 & Carlsberg årsrapport 2017), og står dermed generelt stærkt på østeuropæiske marked da det russiske marked er det største i denne region.

#### **Stærk forhandlingskraft overfor leverandører:**

Carlsberg har qua deres stærke position på det nationale marked i Danmark og globalt en stærk position når de skal forhandle med deres leverandør om diverse råvarer og kan dermed få forhandlet gode aftaler hjem. Qua Carlsbergs stærke position er virksomheden heller ikke afhængige af enkelte leverandører da de bare kan indgå en aftale med en anden, da mange virksomheder gerne vil være leverandører til en stor virksomhed som Carlsberg.

#### **Svagheder:**

##### **Ingen markedsandele i USA og Sydamerika:**

Carlsberg har aldrig fået fat i det nordamerikanske marked, hvor de gennem årene har haft minimalt salg. Det nordamerikanske marked bliver domineret af Carlsbergs konkurrenter fra Heineken og AB InBev som har så stort et salg på markedet og dermed besidder store markedsandele som har gjort det umuligt for Carlsberg at komme ind og få fat på markedet. Det sydamerikanske ølmarked er samme historie som det nordamerikanske, et marked som også bliver domineret af AB InBev med blandt andet salget af Budweiser (finans.dk). Derudover er der mange lokale bryggerier på det sydamerikanske marked. I stedet for at satse på Nord og Sydamerika satser Carlsberg på at udvide deres markedsandele på deres nuværende markeder. Ved at være realistiske og fravælge Nord og Sydamerika som reelle markeder man satser på og dermed ikke har noget nævneværdigt salg på disse markeder, gør at Carlsberg begrænser deres muligheder for at vokse globalt set, da Carlsberg øger presset på sig selv ved at eneste mulighed for at vokse som virksomhed og erobre markedsandele skal ske på deres tre nuværende markeder hvor konkurrencen også i forvejen er hård.

### **Muligheder:**

#### **Opkøb/fusion:**

Carlsbergs vil formentlig som led i deres strategiplan ”SAILS 22” som senest set i flere tilfælde i Asien, blive ved med at opkøbe -eller indgå aftaler med lokale bryggerier for derigennem at opnå større vækst igennem erobrede markedsandele og i sidste ende forbedre Carlsbergs indtjeningssevne.

#### **Produktudvikling:**

En anden mulighed for Carlsberg at forbedre deres konkurrenceevne på, er igennem produktudvikling som de løbende prøver at optimere og komme med nye produkter. Senest lancerede Carlsberg i 2016 fadølsanlægget ”Draught Master” som skal være med til at gøre det mere optimalt med salget af fadøl, som har haft en nedgang i forhold til vin og andre drikkevarer på restauranter.

#### **Nye markeder:**

En anden mulighed for Carlsberg for at opnå vækst er igennem at gå ind på nye markeder. Selvom Carlsberg som tidligere beskrevet i SWOT analysen for nuværende har afskrevet Nord og Sydamerika da konkurrencen på disse markeder er for stor, og dermed have for store omkostninger hvis Carlsberg skulle gøre et forsøg mere på at komme ind på disse markeder. Der er enkelte lande tilbage i Asien som Thailand, Japan og Indonesien hvor Carlsberg ikke er repræsenteret endnu, imens lande hvor Carlsberg heller ikke er repræsenteret indeholder stolte øl-lande som Holland og Belgien.

#### **Stor vækst Asien:**

Den generelle BNP vækst er som tidligere beskrevet stor i Asien og har været det de sidste mange år, og Asien står som et vækst marked som har specielt fokus fra Carlsbergs side da den generelle vækst i mange af landene betyder en voksende middelklasse som har mulighed for at købe de dyrere super premium og premium øl produkter som er mest rentable for Carlsberg i forhold til mainstream og discount øl. Carlsberg er allerede klar over dette, og det bliver bakket op af deres mange investeringer i Asien samtidig med at de har tilrettet deres strategi i Kina mod at have fokus mod den voksende middelklasse og overklassen som har råd til at købe de dyrere super premium og premium produkter.

**Trusler:****Udvikling i Rusland – reguleringer:**

Det nuværende PET forbud som er Carlsberg er ramt af på det russiske marked og de mulige reguleringer af dette forbud i årene 2019 og 2020, udgør en stor trussel for Carlsberg da virksomheden sandsynligvis vil blive yderligere ramt på deres salgsmængde end for året 2017 hvor de oplevede en nedgang i salget som tidligere nævnt. Hvis Reguleringer skulle blive vedtaget af den russiske regering er de nødt til at overveje om de vil fastholde deres strategi om at satse på de dyrere produkter hvor de har deres største indtjening i forhold til lavprismarkedet hvor Carlsberg har mistet markedsandele på baggrund af forbuddet.

**Udsving valutakurser:**

Carlsberg er på deres udenlandske forretningsmarkeder eksponeret overfor valutasvingninger da overgangen fra den organiske nettoomsætning til den rapporterede nettoomsætning er afhængig af forholdet mellem den funktionelle kurs på det lokale marked overfor den danske kronekurs som er den kurs koncernregnskabet er opgivet i. Specielt det russiske marked og dermed det østeuropæiske marked er et marked så eksponeret overfor svingninger i valutakurser.

**Lovmæssige tiltag:**

Carlsberg kan blive ramt af lovmæssige tiltag som for eksempel hvis Rusland indfører en politisk lovstramning om at der kun må købes alkohol i et begrænset tidsvindue for at gøre op med det stigende alkoholforbrug der er i det russiske samfund. Et tiltag som vil gå udover Carlsbergs indtjeningsevne på et af deres vigtigste enkeltstående markeder.

**Ændringer i livsstil:**

En ændring i den generelle livsstil imod en sundere livsstil hvor alkoholiske drikke ikke indgår, kan potentielt udgøre en trussel for Carlsberg hvis det er noget der virkelig vil få indvirkning i et samfund, og mange forbrugere vil falde fra. Men alligevel vil forfatteren stille sig tvivlsom overfor hvor sandsynligt det er, da forbrugere generelt ”giver sig selv lov til”, i hvert fald en gang imellem at nyde en øl, selvom man har en sund livsstil. Carlsberg er selv opmærksom på den sunde livsstil som vinder fremgang i specielt Danmark, med udviklingen af alkoholfrie øl.

### **Kulturelle forhold:**

Kulturelle forhold kan også udgøre en trussel for Carlsberg som øl bryggeri ikke kun er i konkurrence med andre bryggerier, men også er i konkurrence med vinproducenter og spiritusproducenter. Dermed er det meget kulturen i det pågældende land som afgør hvor konkurrencedygtige Carlsberg er på et givent marked. Eksempelvis er Carlsbergs på deres største enkeltstående marked i Rusland op imod en kultur hvor vodka fylder rigtig meget. En kultur som det vil tage tid og mange ressourcer at komme ind og ændre på.

Ovenstående faktorer i SWOT analysen vurderes at have indflydelse på Carlsbergs fremadrettede indtjeningsevne.

### **14. Delkonklusion strategisk analyse:**

Carlsberg befinder sig på markeder internationalt med rivaliserende konkurrence. Selvom der er rivaliserende konkurrence har Carlsberg formået at vende den negative økonomiske udvikling i perioden 2013-2015 til en positiv i perioden 2015-2017 og dermed formået at forbedre indtjeningen. Fremadrettet ser indtjeningsevnen god ud på trods af de svære udfordringer i Rusland og Asien, da Carlsbergs omlagte strategi med at sælge flere øl med større fortjeneste på, har fået en positiv start på disse markeder, som forventes at fortsætte fremadrettet. Carlsbergs indtjeningsevne har historisk været drevet af horisontal og organisk vækst, blandt andet igennem virksomhedens opkøb og fusioner med virksomheder på de forskellige markeder internationalt som har været med til at Carlsberg har opbygget et forhandlernetværk som skaber værdi for virksomheden.

Samtidig er Carlsbergs brandværdi internationalt også stærkt, som er med til at give virksomheden en god indtjeningsevne fremadrettet.

### **15. Regnskabsanalyse:**

Regnskabsanalysen er med for at identificere en virksomheds historiske økonomiske præstationer, samt de finansielle drivere der ligger bag disse præstationer. Analysen af nøgletallene i regnskabsanalysen sammen med de strategiske input fra den strategiske analyse skal være med til at levere baggrundsdata til budgetperioden samt terminalperioden. For at kunne analysere på rentabiliteten, de finansielle nøgletal og deres drivere er det nødvendigt at reformulere

resultatopgørelsen og balancen i Carlsbergs regnskaber for at kunne beregne blandt andet Carlsbergs driftsoverskud, NOPAT, investerede kapital og nettorentebærende gæld i analyseperioden 2013-2017 som indgår i nøgletalsanalyse og selve værdiansættelsen.

Der er ved udarbejdelsen af nøgletallene i regnskabsanalysen taget højde for ”særlige poster” som er taget ud, da det vurderes fra analytikers side at disse poster er engangsposter, og ikke er med til at vise et retvisende billede af Carlsbergs drift og nettoresultat. Disse særlige poster indgår i udregningen af NOPAT i værdiansættelsesafsnittet for at DCF og EVA modellerne bygger på samme grundlag.

### Reformulering af resultatopgørelse og balance:

**Tabel 7 reformuleret resultatopgørelse:**

| Mio. kr.                                | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    |
|-----------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nettoomsætning                          | 66.552  | 64.506  | 63.354  | 62.614  | 61.808  |
| Produktionsomkostninger                 | -33.622 | -32.725 | -33.429 | -31.195 | -30.325 |
| <b>Bruttoresultat</b>                   | 32.390  | 31.781  | 31.925  | 31.419  | 31.483  |
| Salgs & distributionsomkostninger       | -18.717 | -18.695 | -19.158 | -18.476 | 18.105  |
| Administrationsomkostninger             | -4.502  | 4.590   | -4.869  | -5.220  | -4.877  |
| <b>EBITDA</b>                           | 13.833  | 13.443  | 13.354  | 13.006  | 13.583  |
| Afskrivninger                           | -3.989  | 4.098   | -4.748  | -4.761  | 4.707   |
| <b>EBIT</b>                             | 9.711   | 8.496   | 7.898   | 7.723   | 8.501   |
| Betalt skat                             | -1.894  | -1.833  | -917    | -2392   | -1.458  |
| Skattefordel                            | -1.163  | -851    | -496    | -835    | -462    |
| <b>Driftsoverskud efter skat</b>        | 6.654   | 5.762   | 6.485   | 4.496   | 6.581   |
| Andre driftsindtægter netto             | 17      | 444     | 305     | 198     | 113     |
| Særlige poster                          | -466    | -1245   | -8455   | 251     | -4565   |
| Andel af resultat associerede selskaber | 116     | 405     | 403     | 324     | 262     |
| Reguleringer ført direkte på EK         | -6.834  | -18.100 | -4.437  | 5051    | -3.009  |
| <b>Andet driftsoverskud efter skat</b>  | -7.167  | -18.496 | -12.184 | 5824    | -7.199  |
| <b>Driftsoverskud efter skat i alt</b>  | -513    | -12.734 | -5.699  | 10.320  | -618    |
| Finansielle indtægter                   | 721     | 820     | 489     | 919     | 803     |
| Finansielle udgifter                    | -2.254  | -1.989  | 2.002   | -2.166  | -1.591  |
| Skatteeffekt                            | 1.163   | 851     | 496     | 835     | 462     |

|                                               |        |         |        |        |        |
|-----------------------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Netto finansielle indtægter efter skat</b> | -370   | -318    | -1.017 | -412   | -326   |
| Totalindkomst koncern                         | -883   | -13.052 | -6.716 | -9.908 | -944   |
| Minoritetsinteresser                          | -307   | -822    | -604   | -393   | -499   |
| <b>Totalindkomst i alt</b>                    | -1.190 | -13.874 | -7.320 | 9.515  | -1.443 |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

**Tabel 8 Reformuleret Balance:**

|                                   | <b>2013</b>   | <b>2014</b>   | <b>2015</b>   | <b>2016</b>   | <b>2017</b>   |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Immaterielle aktiver              | 83.017        | 71.191        | 61.703        | 76.736        | 67.793        |
| Materielle aktiver                | 30.759        | 28.970        | 26.502        | 25.810        | 24.325        |
| Kapitalandele                     | 3.281         | 3.779         | 4.223         | 4.701         | 4.266         |
| Tilgodehavender                   | 2.035         | 2.115         | 1.840         | 1.071         | 952           |
| <b>Langfristede aktiver</b>       | 120.169       | 107.335       | 95.759        | 109.928       | 98.999        |
| Varebeholdninger                  | 4.592         | 4.293         | 3.817         | 3.963         | 3.834         |
| Tilgodehavender fra kunder        | 7.683         | 6.858         | 5.745         | 5.485         | 4.611         |
| Tilgodehavender fra skat          | 203           | 196           | 317           | 278           | 181           |
| Periodeafgrænsningsposter         | 2.759         | 3.680         | 3.225         | 2.488         | 2.138         |
| <b>Kortfristede aktiver i alt</b> | <b>16.738</b> | <b>15.976</b> | <b>14.177</b> | <b>13.351</b> | <b>11.790</b> |

|                                     | <b>2013</b>   | <b>2014</b>   | <b>2015</b>   | <b>2016</b>   | <b>2017</b>   |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Udskudt skat                        | 8.553         | 6.484         | 5.262         | 6.250         | 5.601         |
| Hensatte forpligtelser              | 2.424         | 2.916         | 3.279         | 3.642         | 3.611         |
| Anden gæld                          | 1.355         | 1.442         | 1.899         | 3.199         | 3.757         |
| Leverandør gæld                     | 12.641        | 12.051        | 12.264        | 13.497        | 13.474        |
| Tilbagebetalingsprocenter           | 1.812         | 2.034         | 1.819         | 1.681         | 1.576         |
| Hensatte forpligtelser              | 410           | 448           | 551           | 722           | 591           |
| Selskabsskat                        | 630           | 801           | 598           | 935           | 931           |
| Anden gæld                          | 9.764         | 9.308         | 9.620         | 8.233         | 7.645         |
| <b>Ikke rentebærende gæld i alt</b> | <b>37.589</b> | <b>35.484</b> | <b>35.292</b> | <b>38.159</b> | <b>37.186</b> |
| <b>Nettodriftsaktiver</b>           | <b>99.318</b> | <b>87.727</b> | <b>74.644</b> | <b>85.120</b> | <b>73.603</b> |

|                                     | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Egenkapital, aktionærer Carlsberg   | 57.063 | 41.825 | 33.145 | 50.811 | 46.930 |
| Minoritetsinteresser                | 3.190  | 3.565  | 3.742  | 2.839  | 2.595  |
| <b>Egenkapital i alt</b>            | 60.253 | 45.388 | 36.887 | 53.650 | 49.525 |
| Langfristede lån                    | 30.017 | 38.480 | 31.479 | 21.137 | 23.340 |
| Pensioner                           | 3.248  | 4.584  | 5.195  | 4.878  | 3.351  |
| Kortfristede lån                    | 9.412  | 1.820  | 4.560  | 9.067  | 849    |
| Forpligtelser vedrørende salg       | 0      | 0      | 88     | 15     | 0      |
| <b>Rentebærende gæld i alt</b>      | 42.677 | 44.844 | 41.322 | 35.097 | 27.540 |
| Likvide midler                      | 3.612  | 2.418  | 3.096  | 3.502  | 3.462  |
| Aktiver bestemt for salg            | 0      | 27     | 469    | 125    | 0      |
| <b>Rentebærende aktiver i alt</b>   | 3.612  | 2.445  | 3.565  | 3.627  | 3.462  |
| <b>Nettorentebærende gæld i alt</b> | 39.065 | 42.439 | 37.757 | 31.470 | 24.078 |
| <b>Investeret kapital</b>           | 99.318 | 87.827 | 74.644 | 85.120 | 73.603 |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

**Kapitalandele i associerede selskaber:** Denne post er klassificeret aktiv da størstedelen af de associerede selskaber er bryggerier, hvorfor de indgår som en del af Carlsbergs forretningsområde.

**Likvide beholdninger:** Denne post er placeret under rentebærende aktiver da posten dækker over overskydende likviditet.

**Aktiver bestemt for salg:** Denne post er placeret som rentebærende aktiv, da et eventuelt salg vil reducere rentebærende gæld og dermed minimere renteomkostningerne.

**Hensatte forpligtelser:** Denne post formodes at være opstået fra driften, hvorfor denne post er placeret som under ikke rentebærende gæld.



### Effektiv skattesats:

Den effektive skattesats er beregnet på baggrund af betalt selskabsskat og resultat før skat, for at kunne beregne nøgletallet NOPAT, som også indgår i nøgletallene ROIC og ROE.

**Tabel 9 effektive skattesats:**

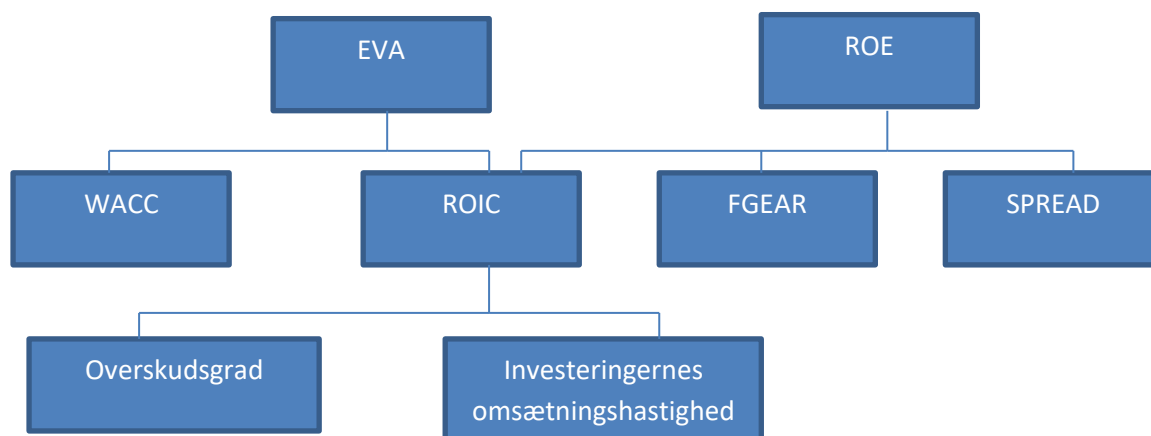
|                     | 2013    | 2014    | 2015     | 2016  | 2017    |
|---------------------|---------|---------|----------|-------|---------|
| Resultat før skat   | 7.845   | 6.931   | 1.392    | 7.249 | 3.523   |
| Selskabsskat        | 1.894   | 1.883   | 917      | 2.392 | 1.458   |
| Effektiv skattesats | 24,14 % | 27,17 % | -67,33 % | 33 %  | 41,39 % |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

### 15.1 Rentabilitetsanalyse:

Rentabilitetsanalysen siger noget om en virksomheds økonomiske effekt, og tager udgangspunkt i den udvidede DuPont pyramide. Modellen tager udgangspunkt i EVA, ROE og ROIC der viser henholdsvis den tilføjede værdi i virksomheden, forrentningen af egenkapitalen og forrentningen af investeringerne. Ved hjælp af DuPont modellen nedbrydes EVA, ROE og ROIC hvilket gør det muligt at analysere hvilke elementer der påvirker Carlsbergs værditilgang og forrentning og dermed Carlsbergs samlede værdi.

**Figur 15 Dupont pyramide:**



Figur 15 (Egen tilvirkning).

## EVA:

EVA er et nøgletal der viser den merværdi en virksomhed har skabt i forhold til virksomhedens afkastkrav.

Jo højere Carlsbergs EVA er, jo højere værdi har Carlsberg. Det vil sige at på trods af et positiv ROIC, er denne værdiskabelse muligvis ikke nok, hvis den ikke overgår WACC. Er ROIC mindre end WACC betyder det at investorer og kapitalindskydere ikke det afkast får den påtagede risiko (Financial Statement Analysis 2017 s. 144).

EVA beregnes ved følgende formel (Financial Statement Analysis 2017 s. 144):

$$EVA = (ROIC - WACC) * Investeret kapital$$

I tabellen nedenfor er vist udviklingen for Carlsbergs EVA i perioden 2013-2017. med henblik for at vurdere udviklingen nedbrydes EVA i ROIC og WACC.

**Tabel 10 Udvikling EVA:**

|                  | 2013          | 2014          | 2015           | 2016        | 2017        |
|------------------|---------------|---------------|----------------|-------------|-------------|
| <b>EVA i kr.</b> | 1.508.578.400 | 1.536.343.500 | -1.613.481.000 | 416.950.000 | 786.043.600 |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Ud fra ovenstående tabel ses det at Carlsbergs ROIC overgår WACC i alle år i analyseperioden på nær 2015 hvor investorernes krav ikke er blevet mødt hvilket betyder at EVA i 2015 er negativt. EVA afhænger som sagt af 2 nøgletal, ROIC og WACC. Disse to nøgletal vil blive analyseret senere i dette afsnit for at analysere på udviklingen i EVA.

## ROE:

Udtrykker afkastet til ejerne af deres investeringer.

ROE beregnes ved følgende to formler (Financial Statement Analysis 2017 s. 168-169):

$$ROE = \frac{NOPAT}{Egenkapital} * 100$$

eller

$$ROIC + (ROIC - \text{Nettorentebærende gæld}) * \text{finansiel gearing}$$

**Tabel 11 udvikling ROE:**

|               | 2013   | 2014  | 2015  | 2016   | 2017   |
|---------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| <b>ROIC</b>   | 7,5 %  | 7,7 % | 3,8 % | 6,5 %  | 7,1 %  |
| <b>SPREAD</b> | 4,5 %  | 6 %   | 2 %   | 5 %    | 5 %    |
| <b>FGEAR</b>  | 65 %   | 94 %  | 102 % | 59 %   | 49 %   |
| <b>ROE</b>    | 12,4 % | 15 %  | 7,6 % | 10,3 % | 10,5 % |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Som det kan ses i ovenstående tabel er afkastet på egenkapitalen meget svingende. ROE etablerer sig ikke på et stabilt niveau i den analyserende periode 2013-2017. I 2013 og 2015 er ROE på et meget højt niveau med henholdsvis 12,4 % og 15 %, imens ROE i 2015 faldt til 7,6 %. I 2016 og 2017 er Carlsbergs ROE steget igen til 10,3 % og 10,5 %. Udviklingen for Carlsbergs ROE har været meget ustabil i den analyserende periode.

Som det kan ses af den ene formel for ROE, afhænger nøgletallet af ROIC, SPREAD og FGEAR. Ved at analysere disse nøgletal kan årsagen til ustabiliteten identificeres.

### **SPREAD:**

Nøgletallet SPREAD fortæller om et selskab har formået at skabe værdi ved at have gæld. Ved positivt SPREAD er der skabt værdi, og omvendt hvis SPREAD er negativt har selskaber destrueret værdi.

SPREAD beregnes ved følgende formel (Sørensen 2012):

$$SPREAD = ROIC - r, r = \frac{\text{Netto finansielle forpligtelser efter skat}}{\text{netto rentebærende gæld}} * 100$$

**Tabel 12 udvikling SPREAD:**

|                                                   | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           |
|---------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Netto finansielle forpligtelser efter skat</b> | 1.165.000.000  | 851.000.000    | 496.000.000    | 835.000.000    | 462.000.000    |
| <b>Nettorentebærende gæld</b>                     | 39.065.000.000 | 42.439.000.000 | 37.757.000.000 | 31.470.000.000 | 24.078.000.000 |
| <b>R</b>                                          | 3 %            | 2 %            | 1,3 %          | 2,7 %          | 1 %            |
| <b>SPREAD</b>                                     | 4,5 %          | 6 %            | 2,5 %          | 4 %            | 6,4 %          |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Det kan ses ud fra ovenstående tabel at SPREAD har været svingende med skiftevis faldende og stigende tendenser. Fra 2014 til 2015 falder SPREAD fra 6 % til 2,5 % hvilket primært skyldes et fald i ROIC der falder fra 7,7 % til 3,8 % mere end faldet i R, som falder fra 2 % til 1,3 %. Den efterfølgende stigning i SPREAD i 2016 og 2017 skyldes både en stigning i ROIC som ligger på 6,5 % og 7,1 % og den nettorentebærende gæld er blevet formindsket i 2016 og 2017.

#### **FGEAR:**

Nøgletallet FGEAR udtrykker virksomhedens fremmedkapital i forhold til egenkapital.

Fremmedkapital er udtrykt ved nettorentebærende gæld.

FGEAR beregnes ved følgende formel (Sørensen 2012):

$$FGEAR = \frac{\text{Nettorentebærende gæld}}{\text{egenkapital}} * 100$$

**Tabel 13 FGEAR:**

|              | 2013 | 2014 | 2015  | 2016 | 2017 |
|--------------|------|------|-------|------|------|
| <b>FGEAR</b> | 65 % | 94 % | 102 % | 59 % | 49 % |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Som det kan ses i ovenstående tabel har gearingen overordnet i den analyserende periode også været svingende, men Carlsberg er lykkedes med at få nedbragt deres gæld i 2016 og 2017 som også passer overens med effektivitetsplanen "Founding the Journey" som blev igangsat i 2015 og som har haft fokus på nedbringelse af gælden.

## WACC:

WACC er udtryk for de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger Carlsberg har.

WACC = 6,08 %

Udregningen af WACC sker længere nede i afsnit 16.

## ROIC:

ROIC måler hvor rentabelt en virksomhed er i stand til at implementere sine netto driftsaktiviteter til at skabe driftsoverskud.

ROIC efter skat beregnes ved følgende formel (Financial Statement Analysis s.142):

$$ROIC = \frac{\text{netto driftsresultat efter skat (NOPAT)}}{\text{investeret kapital}} * 100$$

Den nedenstående udvikling i ROIC kan gennemgås ved at dekomponere nøgletallene overskudsgrad på primær drift og investeringernes omsætningshastighed, da disse to tal ved multiplikation er lig ROIC (Sørensen 2012 s. 216-217)

**Tabel 14 dekomponering af ROIC:**

|                                             | 2013   | 2014   | 2015  | 2016  | 2017  |
|---------------------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>ROIC</b>                                 | 7,5 %  | 7,7 %  | 3,8 % | 6,5 % | 7,1 % |
| <b>Overskudsgrad</b>                        | 11,2 % | 10,6 % | 4,3 % | 8,8 % | 8,4 % |
| <b>Investeringernes omsætningshastighed</b> | 0,7    | 0,7    | 0,9   | 0,7   | 0,8   |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

I ovenstående tabel kan det aflæses at ROIC for Carlsberg har i perioden 2013-2017 har ligget stabilt mellem 6,5 % til 7,7 % med undtagelse af året 2015 hvor ROIC var på 3,8 %. Nedgangen i ROIC i 2015 skyldes at den ene del der udgør ROIC, overskudsgraden faldt fra 11,2 % til 4,3 %. Den anden halvdel der udgør ROIC, investeringernes omsætningshastighed har i hele perioden har ligget stabilt mellem 0,7 eller 0,9 gange.

Faldet i ROIC fra 2014 til 2015 skyldes at NOPAT blev påvirket af en effektivskatteprocent der steg fra 27 % til 67 %. Omvendt skyldes stigningen i ROIC fra 2015 til 2016 at den effektive skatteprocent faldt fra 67 % til 33 %.

### Overskudsgraden:

Overskudsgraden beskriver driftsoverskuddet i forhold til nettoomsætningen og bliver vist ved følgende formel (Financial Statement Analysis s.155):

$$\text{Overskudsgrad} = \frac{\text{Driftsoverskud (NOPAT)}}{\text{Nettoomsætning}} * 100$$

Udviklingen for overskudsgraden som ses i tabel 14 viser i den analyserende periode 2013-2017 at Carlsberg er blevet dårligere til at genere overskud da de i 2017 generede 8 øre i NOPAT for hver krone omsat i forhold til 11 øre i NOPAT pr. krone omsat i 2014. Carlsberg er dog inde i en positiv udvikling i forhold til 2015 hvor de kun generede 4 øre i NOPAT pr. krone omsat.

**Tabel 15 driftsmæssig rentabilitet:**

|                                   | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>ROIC Kerne salg</b>            | 7,17 | 7,0  | 3,5  | 6,1  | 6,8  |
| <b>ROIC Andre driftsindtægter</b> | 0,38 | 0,70 | 0,30 | 0,40 | 0,30 |
| <b>Samlet ROIC</b>                | 7,5  | 7,7  | 3,8  | 6,5  | 7,1  |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Ovenstående tabel med rentabiliteten viser ROIC der er brudt ned i salget fra kerneaktiviteter og driftsoverskud fra andre driftsindtægter og kapitaloverskud der ikke relaterer sig til salget.

Udviklingen i tabellen viser at salget fra kerneaktiviteter udgør størstedelen af ROIC i den analyserende periode 2013-2017, og andre overskud fra andre driftsindtægter og kapitaloverskud der ikke relaterer sig til salg udgør en lille del af den samlede ROIC.

### Investeringsernes omsætningshastighed:

Investeringsernes omsætningshastighed beskriver investeringernes evne til at skabe omsætning. For investeringernes omsætningshastighed gælder det at jo lavere værdi den har, en større pengebinding er nødvendigt for hvert omsat krone der skabes i selskabet. Det vil sige at en høj omsætningshastighed indikerer et højt aktivitetsniveau med høj gennemløbstid for hver enkelt vare.

Investeringsernes omsætningshastighed bliver vist ved følgende formel (Financial Statement Analysis s.156):

$$\text{Investeringsernes omsætningshastighed} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Investeringer}}$$

Udviklingen i ovenstående tabel 16 viser at Carlsberg i den analyserende periode er blevet bedre til at styre deres investerede kapital da Carlsberg generede et afkast på 0,80 øre pr. krone de havde investeret i driften i 2017 forhold til et afkast på 0,70 øre pr. investeret krone i 2014.

**Tabel 16 Common Size Analyse:**

| Trend analyse                     | 2013   | 2014  | 2015   | 2016   | 2017   |
|-----------------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Nettoomsætning                    | 100 %  | 100 % | 100 %  | 100 %  | 100 %  |
| Produktionsomkostninger           | -51 %  | -51 % | - 51 % | - 50 % | - 49 % |
| Bruttoresultat                    | 49 %   | 49 %  | 49 %   | 50 %   | 51 %   |
| Salgs & distributionsomkostninger | - 28 % | -28 % | - 29 % | - 30 % | - 29 % |
| Administrationsomkostninger       | -7 %   | -7 %  | -7 %   | -8 %   | -8 %   |
| EBITDA fra salg                   | 21 %   | 21 %  | 20 %   | 21 %   | 22 %   |
| Afskrivninger                     | -6 %   | -6 %  | -7 %   | -8 %   | - 8 %  |
| EBIT fra salg                     | 15 %   | 14 %  | 13 %   | 13 %   | 14 %   |
| NOPAT                             | 11 %   | 11 %  | 4 %    | 9 %    | 8 %    |
| Investeringer/dage                | 576    | 515   | 433    | 522    | 492    |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

Common Size analysen viser udviklingen i de enkelte poster i forhold til nettoomsætningen. Ud fra ovenstående tabel ses det at udviklingen i EBITDA margin som udtrykker overskud før renter, skat, afskrivninger og amortiseringer som en andel af salget, i perioden 2013-2016 viser et stabilt niveau omkring 20-21 % men med en lille stigning til 22 % i 2017. Stigningen i EBITDA margin fra 2016 til 2017 skyldes at det procentvise fald i produktionsomkostningerne er større end det procentvise fald i nettoomsætningen. EBIT margin er driftsoverskuddet fra salg før skat. EBIT margin måler også lønsomheden for virksomhedens kerneaktivitet. Udviklingen i EBITDA gør sig egentlig også gældende for udviklingen i EBIT margin som ligger stabilt mellem 13 % til 15 % alt efter hvordan udviklingen er i nettoomsætningen og afskrivninger det pågældende år. Faldet i EBIT margin fra 15 % til 13 % i perioden 2014-2015 skal ses i konsekvens af at afskrivningerne stiger mere end

nettoomsætningen fra 2014 til 2015. Stigningen i EBIT margin fra 13 % til 14 % i perioden 2016-2017 skal ses som en konsekvens af at det procentvise fald i produktionsomkostningerne er større end det procentvise fald i nettoomsætningen da afskrivningerne i perioden var på et ens niveau.

NOPAT margin er efter-skat versionen af EBIT margin. Udviklingen i NOPAT skal primært ses i forbindelse med den effektive skatteprocent som varierer fra år til år i perioden 2013-2017. Det store fald i NOPAT margin fra 11 % til 4 % skyldes at den effektive skatteprocent stiger fra 27 % til 67 % i perioden 2014 -2015.

Samlet set betyder udviklingen i Common Size analysen at Carlsberg har fået vendt den negative udvikling de var inde i perioden 2013-2015 da EBIT margin og dernæst NOPAT margin faldt som konsekvens af da stigende omkostninger i salg & distributionsomkostninger samt stigende afskrivninger. I perioden 2015-2017 har Carlsberg haft en positiv tendens hvor produktionsomkostningerne er blevet nedbragt og derudover er Carlsbergs investerede kapital blevet mindsket i perioden som har haft en positiv effekt på ROIC og betyder konkret at Carlsberg i 2017 generede et afkast på 0,70 krone ud for hver krone de havde investeret i driften i forhold til et afkast på 0,60 øre i 2014.

## 15.2 Likviditetsanalyse:

Likviditet er en altafgørende faktor for enhver virksomhed og siger noget om en virksomhed kan betale sine regninger og foretage profitable investeringer. I det følgende afsnit vil der blive foretaget en likviditetsanalyse af Carlsberg både langtidsmæssigt og korttidsmæssigt.

### **Langtidsmæssig likviditetsanalyse (Financial Statement Analysis 2017 s. 217-231):**

#### **Solvensratio:**

En solvensratio fortæller om en virksomhed har en kapital buffer for at kunne betale for uforudsete begivenheder der kan opstå.

En finansiell gearing kan beregnes på følgende måde:

$$\text{Finansiell gearing} = \frac{\text{Alle forpligtelser}}{\text{Egenkapital}}$$



Carlsbergs finansielle gearing for analyseperioden kan ses i nedenstående tabel 17.

**Tabel 17 Finansielle gearing:**

|                           | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Finansiell gearing</b> | 1,1  | 1,8  | 2,1  | 1,4  | 1,3  |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Den generelle udvikling for Carlsbergs finansielle gearing har i perioden været svingende både negativt og positivt. De sidste par år har Carlsberg været inde i en positiv periode, hvor det er lykkedes for virksomheden at sænke deres finansielle gearing fra 2,1 gange til 1,3 gange, hvilket vil sige at Carlsbergs gæld er gået fra at være 2,1 gange større end deres egenkapital i 2015 til i 2017 kun at være 1,3 gange så stor. Den primære årsag til denne forbedring er at Carlsberg er lykkedes med at nedbringe deres gæld med en større procentdel end egenkapitalen i perioden hvilket har haft en positiv effekt på solvensgraden.

#### **Rentedækningsforhold:**

Rentedækningsforhold måler en virksomheds evne til at kunne betale dens finansielle udgifter og beregnes på følgende måde.

$$\text{Rentedækningsforhold} = \frac{EBIT}{\text{Netto finansielle udgifter}}$$

Carlsbergs udvikling for deres rentedækning kan ses i nedenstående tabel 18.

|                     | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Rentedækning</b> | 4,4  | 4,7  | 4,0  | 3,8  | 5,6  |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Den generelle udvikling for Carlsbergs rentedækning har været nogenlunde stabil i lejet 3,8 til 5,6 gange. I perioden 2016-2017 er Carlsberg rentedækning gået positivt fremad med 1,4 gange fra 3,8 gange til 5,6 gange. Et niveau på 5,6 gange betyder at Carlsbergs EBIT kan dække deres renteudgifter 5,6 gange og betyder at Carlsberg har forbedret deres langtidslivsditets risiko.

### Gæld/EBITDA ratio:

Denne ratio måler hvor mange gange en virksomhed har gearet dens EBITDA. Gæld/EBITDA ration beregnes på følgende måde:

$$Gæld/EBITDA = \frac{\text{Alle gældsforpligtelser}}{EBITDA}$$

Carlsbergs udvikling for denne ratio kan ses i nedenstående tabel 19.

**Tabel 19 Gæld/EBITDA:**

|                    | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Gæld/EBITDA</b> | 5,8  | 6,0  | 5,7  | 5,6  | 4,8  |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Den generelle udvikling for den ratio har været positiv da det er lykkedes Carlsberg at nedbringe gearingen henover analyseperioden. Den positive udvikling har gjort at ration er faldet med 1,0 gange fra 5,8 gange til 4,8 gange, hvilket vil sige at Carlsbergs gæld er 4,8 gange så stor som deres EBITDA i 2017 i stedet for 5,8 gange. Den positive udvikling kommer fra en positiv tendens hos både EBITDA der er blevet øget og gælden der er blevet mindsket i analyseperioden.

### Nettorentebærende gæld/EBITDA ratio:

Denne ratio giver et estimat på hvor lang tid det vil være nødvendigt for at betale hele virksomhedens gæld. Ration beregnes ved følgende formel:

$$Nettorentebærende\ gæld / EBITDA = \frac{\text{Nettorentebærende gæld}}{EBITDA}$$

Udviklingen for denne ratio kan ses i nedenstående tabel 20.

|                                      | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Nettorentebærende gæld/EBITDA</b> | 2,8  | 3,2  | 2,8  | 2,4  | 1,8  |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Den generelle udvikling for denne ratio har været positiv da det er lykkedes Carlsberg at nedbringe tiden det vil tage at betale den nettorentebærende gæld tilbage. Den positive udvikling har gjort at ration er faldet med 1,0 gange fra 2,8 gange til 1,8 gange, hvilket vil sige at Carlsberg

nettorentebærende gæld er 1,8 gange så stort som virksomhedens EBITDA i stedet for 2,8 gange. Den positive udvikling kommer primært af at den nettorentebærende gæld er blevet mindsket henover analyseperioden fremfor effekten af udviklingen i Carlsberg EBITDA som har ligget på et stabilt niveau i perioden. Til forskel fra gæld/EBITDA ration er denne ratio vigtig at have en positiv udvikling i da denne ratio viser om en virksomheds gæld som virksomheden betaler renter af er vokset og en høj ratio er lig med en høj langtidsmæssig likviditetsrisiko.

### Likviditets cyklus:

Denne ratio giver et estimat af hvordan en virksomheds ratio er mellem dens aktiver og passiver. Rationen måler om virksomheden har bundet flere penge i dens driftsmæssige passiver. Rationen beregnes ved følgende formel:

$$\text{Likviditets cyklus} = \frac{365}{\text{omsætningshastighed netto arbejdskapital}}$$

Udviklingen for denne ratio kan ses i nedenstående tabel 21.

**Tabel 21 Likviditets cyklus:**

|                           | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Likviditets cyklus</b> | 28 % | 47 % | 43 % | 61 % | 72 % |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Den generelle udvikling for denne ratio har været positiv da Carlsberg har forbedret deres likviditet sådan at de har opnået længere betalingstid hos deres leverandør, hvilket betyder at de kan "holde" på deres likvider i længere tid.

### Korttidsmæssig likviditetsanalyse:

#### Omsætnings ratio:

Den ratio sammenligner en virksomheds omsætningsmæssige aktiver med virksomhedens omsætningsmæssige forpligtelser. Denne ratio beregnes ved følgende formel:

$$\text{Omsætningsmæssige ratio} = \frac{\text{Omsætningsmæssige aktiver}}{\text{Omsætningsmæssige forpligtelser}}$$

Udviklingen for denne ratio kan ses i nedenstående tabel 22.

**Tabel 22 Omsætningsratio:**

|                        | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Omsætningsratio</b> | 0,6  | 0,7  | 0,6  | 0,5  | 0,6  |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Udviklingen i denne ratio har været stabil for Carlsberg og betyder at Carlsberg omsætningsmæssige aktiver kan dække 60 % af dens omsætningsmæssige forpligtelser hvilket analytiker vurderer som et solidt niveau at ligge på.

### 15.3 Delkonklusion regnskabsanalyse:

Regnskabsanalysen tegner et billede af en rentabilitet og likviditet som siden 2015 har haft en positiv udvikling. Forbedringen i rentabiliteten skyldes en forbedret ROE og ROIC. Forbedringen i ROE skyldes en forbedring i ROIC og en finansiell gearing som er blevet mindsket som kommer af at de nettorentebærende omkostninger er blevet mindsket. Forbedringen i ROIC kommer af at overskudsgraden er blevet forbedret som primært skyldes at produktionsomkostningerne, salgs & distributionsomkostningerne samt de administrative omkostninger er blevet mindsket i perioden 2015-2017. Carlsbergs lønsomhed har i størstedelen af den analyserende periode 2013-2017 haft en negativ tendens, men er kortsigtet blevet forbedret fra år 2016 til 2017 da EBIT er steget fra 8.3 mia. kr. til 8.9 mia. kr. Carlsbergs likviditet er blevet forbedret og dermed er Carlsberg blevet mere solid, da virksomhedens nettorentebærende og den samlede gæld er blevet mindsket i analyseperioden. Den fremadrettede rentabilitet og likviditet i Carlsberg vurderes at være fornuftig da den positive tendens fra perioden 2015-2017 forventes at fortsætte da Carlsbergs effektivitetsplan ”Founding the Journey” og vækststrategi ”SAILS 22” har haft en positiv effekt på Carlsberg indtil videre. En god rentabilitet og en solid likviditet er vigtig for Carlsberg da en god rentabilitet giver et godt afkast for den investerede kapital der kommer fra virksomhedens nuværende ejere og investorer, og er et signal ud til potentielle fremtidige investorer om at Carlsberg som virksomhed er solid at investere i. En solid likviditet fortæller noget om at Carlsberg som virksomhed har styr på dens gearing mellem aktiver og forpligtelser. Derudover giver en solid likviditet Carlsberg fremtidige muligheder til at forfølge deres horisontale vækststrategi ved at investere i eller joint ventures med virksomheder på nuværende eller nye markeder. Ved at have en solid likviditet kan Carlsberg derudover indfri deres kortvarige og langvarige forpligtelser.

## 16. WACC:

I dette afsnit beregnes WACC som fungerer som faktoren der skal tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme fra driften, altså det frie Cash Flow. Da WACC består af mange forskellige estimater, kan udregningen af en virksomheds WACC være forskellig fra analytiker til analytiker. Derfor skal det noteres at den udregnede WACC kun er et estimat. Det antages at den udregnede WACC er konstant over hele perioden.

Formlen for WACC beregnes som følgende (Financial Statement Analysis s.341):

$$WACC = K_d * (1 - T_c) * \frac{D}{D + E} + K_e \frac{E}{E + D}$$

$K_d$  = Fremmedkapital omkostninger

$K_e$  = Ejernes afkastkrav

$T_c$  = Skattesats

D = markedsværdi af gæld

E = markedsværdi af egenkapital

Beregning af WACC:  $5,33 * (1 - 22 \%) * 0,55 + (8,46 * 0,45) = 6,08 \%$

Ovenstående beregning af WACC sker på estimater som følger i de følgende afsnit.

### Fremmedkapitalomkostninger:

Fremmedkapitalomkostningerne er de omkostninger et selskab har ved at optage gæld. Ved at se på Carlsbergs renteomkostninger i forhold til deres nettorentebærende gæld er det muligt estimere Carlsbergs effektive rentesats. Den effektive rentesats estimeres ud fra følgende formel:

$$K_d = \frac{\text{Renteudgifter}}{\text{Rentebærende nettogæld}} * 100$$

**Tabel 23 effektive lånerente:**

|                               | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Renteudgifter</b>          | 2.207.000  | 1.989.000  | 2.002.000  | 2.166.000  | 1.591.000  |
| <b>Nettobærende rentegæld</b> | 39.065.000 | 42.439.000 | 37.757.000 | 31.470.000 | 24.078.000 |
| <b>Lånerente</b>              | 5,6 %      | 4,7 %      | 5,3 %      | 6,9 %      | 6,6 %      |

Kilde: (Bilag Excel Carlsberg).

Den nettorentebærende gæld har været ustabil i analyseperioden og har dermed haft direkte effekt på den effektive lånerente som også har været ustabil i perioden. På baggrund af de historiske lånerenter vurderes den fremadrettede lånerente som et gennemsnit af disse.

$$K_d = 5,8 \%$$

**Skattesats:**

Selskabsskatten for danske selskaber er 22 %, og det vil den også være i beregningen af WACC (Skm.dk).

**Ejernes afkastkrav:**

Til estimering af ejernes afkastkrav anvendes CAP Modellen, hvis grundlag bygger på en sammenhæng mellem afkastet på den enkelte virksomhed samt afkastet for aktiemarkedet for aktiemarkedet med antagelse af, at ejerne kræver merafkast som kompensation for risiko (Sørensen 2012 s 43). Modellen bygger på en række forudsætninger, b.la. at investorerne har placeret deres kapital i en portefølje af aktier, hvor det antages at den del af aktiens risiko, der kan diversificeres bort, usystematisk risiko ikke vil forekomme, herunder forhold som strejker og produktionsstop (Sørensen 2012 s.43). Nedenfor ses modellen opstillet:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Hvor,

$$r_e = \text{ejernes afkastkrav}$$

$$r_f = \text{Risiko rente}$$

$$\beta = \text{beta}$$

$E(r_m)$  = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$$E(r_m) - r_f$$

Som estimat for den risikofrie rente, anbefaler Sørensen at bruge den effektive rente for den nuværende 10 årige statsobligation. Risikorenten udgør for hele budgetperioden gennemsnitligt 2,37 % (Dansk statistik). Betaværdien udtrykker risikoen for den enkelte virksomhed, hvor en større risiko betyder større risikopræmie. Er  $\beta = 1$  er virksomhedens risiko lig med risikoen i markedsporteføljen. En betaværdi under eller over 1, udtrykker dermed en risiko som er lavere eller højere end risikoen for hele markedet.

Beregning af betaværdi på baggrund af gennemsnittet af betaværdien i de to brancher, alkoholiske drikke og læskedrikke (Damodaran).

Betaværdi i branchen alkoholiske drikke = 1,33

Betaværdi i branchen læskedrikke = 0,7

Den estimerede betaværdi for Carlsberg er følgende:  $\frac{(1,33+0,7)}{2} = 1,015$ .

Markedets risikopræmie er det tillæg som investorerne kræver for at investere i aktier (Sørensen 2012 s. 44) og præmien burde ifølge Sørensen lægge i intervallet 4-6 procent. En præmie i dette interval stemmer overens med rapporten "Værdiansættelse af virksomheder: sådan fastsættes afkastkravet i praksis" fra PWC udgivet februar 2016, som skriver at en præmie burde lægge i intervallet 5-6 procent. Analytiker estimerer på baggrund af anbefalinger fra Sørensen og PWC og markedets risikopræmie som PWC rapportere til at være 5,6 procent i 2015, risikopræmien for at investere i Carlsberg til at være 6 procent.

På baggrund af ovenstående beregninger og estimater kan ejerens afkastkrav beregnes som følgende:

$$\text{Ejerens afkastkrav} = 2,37 + 1,015 * 6 = 8,46 \%$$

### **Kapitalstruktur:**

Formlen for WACC siger at der skal benyttes markedsværdier for egenkapitalen for fastlæggelse af kapitalstrukturen. Denne værdi kendes ikke, da formålet med værdiansættelsen er at fastlægge

denne. En anvendt metode til at overkomme dette problem er et skøn over virksomhedens langsigtede mål for kapitalstrukturen. Da Carlsberg er et aktieselskab, og dermed udbyder aktier som kan bruges som udgangspunkt til beregning af kapitalstrukturen som ses i nedenstående tabel.

**Tabel 24 Estimering af kapitalstruktur:**

|                    | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017            |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| <b>Egenkapital</b> | 91.534.000.000 | 72.922.000.000 | 93.059.000.000 | 92.606.000.000 | 113.654.000.000 |
| <b>Gæld</b>        | 79.639.000.000 | 79.893.000.000 | 76.614.000.000 | 73.256.000.000 | 64.726.000.000  |
| <b>E/(E+D)</b>     | 53 %           | 48 %           | 55 %           | 56 %           | 64 %            |
| <b>D/(D+E)</b>     | 47 %           | 52 %           | 45 %           | 44 %           | 36 %            |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

Som det ses af tabellen ligger værdien for egenkapitalen historisk mellem 48 % til 64 %, imens værdien for gælden ligger historisk mellem 44 % til 52 %. Den fremadrettede kapitalstruktur er taget ud gennemsnittet af værdien for egenkapitalen og gæld, og ser ud som følgende:

Egenkapital: 55 % & gæld: 45 %.

## 17. Budgettering og værdiansættelse:

I dette afsnit foretages en budgettering af Carlsbergs fremtidige værdiskabelse efterfulgt af den endelige værdiansættelse. Budgetteringen vil tage udgangspunkt i 3 scenarier, case, Best case og Worst case.

Carlsbergs fremtidige værdiskabelse opdeles i en budgetperiode og en terminalperiode. Længden af budgetperioden afhænger af den enkelte virksomhed, men det anbefales at ligge i intervallet 5-20 år (Sørensen 2012. 252). Budgetperioden for Carlsberg er sat til varighed på 10 år, da salgsvækst, overskudsgrad, omsætningshastighed og finansielle gearing vurderes til at holde sig konstant herefter. (Sørensen 2012 s. 250) Nedenfor følger budgettering iht. Carlsbergs case.

### Salgsvækst:

Salgsvæksten for Carlsberg er budgetteret ud fra 3 segmenter, Salg Nord & Vesteuropa, salg til Østeuropa, salg til Asien. Alle 3 segmenter er med til at udgøre den samlede salgsvækst, som vurderes at stabilisere mod salgsvæksten for terminalperioden som er sat til 2 procent, og svarer til



den gennemsnitslige historiske BNP rate i Danmark (danskindustri.dk) og også skønnes at være niveauet internationalt, som ikke er identificeret. Dermed anvendes denne vækstrate da væksten i terminalperioden ikke må være større end den langsigtede vækst for økonomien (Sørensen 2012 s. 254).

### Salgsvækst Nord & Vesteuropa:

Ølmarkedet i Nord og Vesteuropa er mættet ovenpå blandt andet fodboldslutrunden i Frankrig i 2016 og hvilket også forklarer nedgangen i salget fra 2016 til 2017. Vækst på dette marked stammer derfor fra erobrede markedsandele fra konkurrenterne. Den forventede stabile udvikling i BNP sammenholdt med den generelle udvikling forventes der en nettoomsætning der vil opleve en lille stigning de første par år, hvorefter væksten vil stige til 3 % som konsekvens af den europæiske fodboldslutrunde i 2020. De efterfølgende år frem mod terminalperioden forventes der en stabil vækst på 2 %. I terminalperioden forventes en konstant vækst på 2 %.

**Tabel 25 Salgsvækst Nord & Vesteuropa:**

| Budget for Nord & Vesteuropa | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Terminal |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|
| Vækst i nettoomsætning       | 1 %  | 1 %  | 3 %  | 3 %  | 2 %  | 2 %  | 2 %  | 2 %  | 2 %  | 2 %  | 2 %      |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

### Salgsvækst Østeuropa:

Østeuropa har generelt haft en svingende BNP vækst i analyseperioden 2013-2017 med negative vækst i blandt år 2014 og 2015. En negativ BNP vækst som også forventes de kommende år. Den negative BNP vækst sammenholdt med de makroøkonomiske udfordringer på det Østeuropæiske marked med blandt andet PET forbuddet og de mulige reguleringer af dette forbud de kommende år forventes at ramme det generelle ølmarked. Carlsbergs forventes dog ikke så hårdt ramt som frygtet da Carlsberg så meget som forventet, da Carlsbergs omlagte strategi med fokus på salg af de mere rentable øl har haft en positiv start siden forbuddet blev indført. På trods af gode tendenser fra Carlsberg forventes der et mindre fald i virksomhedens nettoomsætning de første par år, som derefter vendes til en positiv udvikling. I terminalperioden forventes en konstant vækst på 2 %.

**Tabel 26 Salgsvækst Østeuropa:**

| Budget for Østeuropa   | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023  | 2024  | 2025 | 2026 | 2027 | Terminal |
|------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|----------|
| Vækst i nettoomsætning | -2 % | -2 % | -3 % | -1 % | 1 %  | 1,5 % | 1,5 % | 2 %  | 3 %  | 3 %  | 2 %      |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

### **Salgsvækst Asien:**

Asien er det segment hvor den største udvikling og vækstprocent forventes. Carlsberg forventer store vækstrater. Udviklingen i BNP forventes fortsat at ligge på 5-6 % fremadrettet. Denne positive vækst i BNP sammen med den voksende middelklasse og de vestlige tendenser Asien får flere og flere af, forventes at have en positiv effekt på nettoomsætningen, som dog ikke vil fortsætte i evighed. Med tiden vil ølmarkedet i Asien blive ramt af mæthed, hvorfor væksten i terminalperioden ikke vil have samme hastighed som de kommende år.

**Tabel 27 Salgsvækst 27**

| Budget for Asien       | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Terminal |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|
| Vækst i nettoomsætning | 3 %  | 4 %  | 4 %  | 5 %  | 5 %  | 6 %  | 6 %  | 5 %  | 4 %  | 3 %  | 2 %      |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

### **Bruttoavance:**

Under analysen af nøgletal i regnskabsanalysen kunne det ses at den historiske bruttoavance har ligget mellem 49 % og 51 % med et gennemsnit på 50 %. Fremadrettet vurderes det at effektivitetsplanen "Founding the Journey" og strategiplanen "SAILS 22" har en positiv effekt på bruttoavanceprocenten, hvor det også tages ind i overvejelserne de udfordringer Carlsberg står overfor i Østeuropa og Asien. Analytiker vurderer at bruttoavanceprocenten vil opleve en stabil vækst henover analyseperioden og derefter finde et stabilt niveau på 51 % fremadrettet i terminalperioden.

### **Salgs og distributionsomkostninger:**

Ved at kigge på salgs- og distributionsomkostningerne historisk i regnskabsanalysen kan det ses at de har ligget stabilt mellem 28-30 % hvilket også forventes at være tendensen fremadrettet. Qua den positive effekt fra effektivitetsplanen "Founding the Journey" i perioden 2016-2017 på driftsomkostninger forventes salgs og distributionsomkostningerne at falde de første par år, hvorefter de formentlig vil stige i 2020 hvor der afholdes europamesterskab i fodbold som bliver delt ud over mange forskellige europæiske byer blandt andet København, hvorfra det forventes fra analytiker at Carlsbergs omkostninger til sponsorater vil stige. Efter 2020 vil salgs og driftsomkostningerne finde et stabilt niveau som også vil blive videreført i terminalperioden.

### **Administrationsomkostninger:**

Ligesom salgs og distributionsomkostningerne forventes administrationsomkostningerne også at ligge stabilt fremadrettet ligesom de historisk har gjort indtil videre på mellem 7 procent og 8 procent.

### **Afskrivninger:**

Denne post har i den analyserende periode ligget på mellem 6 procent til 7,6 procent og et gennemsnit på 6,9 procent. I budgetperioden og terminalperioden, er denne post budgetteret til at være 7 procent af nettoomsætningen.

### **Skat:**

Carlsbergs effektive skattesats har været meget svingende i den analyserede periode. Fremadrettet i budgetteringsfasen vælges derfor at tage udgangspunkt i selskabsskatten i Danmark som er på 22 procent.

### **Nettodriftsaktiver:**

Denne post er tæt relateret med ændringen i salget og bliver derfor budgetteret ud fra hvordan nettoomsætningen ændrer sig i analyseperioden. (Sørensen 2012 s. 258).

Ovenstående budgettering af nøgletal giver følgende budgetforudsætninger og dernæst et samlet budget for perioden 2017-2027 som ses i to nedenfor stående to tabeller:

**Tabel 28 Budgetforudsætninger:**

| Budgetforudsætning.      | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Bruttoavance             | 49 % | 50 % | 50 % | 50 % | 51 % | 51 % | 52 % | 52 % | 53 % | 53 % |
| Salgs & distributionsomk | 29 % | 28 % | 28 % | 27 % | 27 % | 28 % | 28 % | 28 % | 28 % | 28 % |
| Administrationsomk       | 8 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  |
| Afskrivninger            | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  | 7 %  |
| Skat                     | 22 % | 22 % | 22 % | 22 % | 22 % | 22 % | 22 % | 22 % | 22 % | 22 % |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

**Tabel 29 Samlet budget:**

| Samlet budget i mio.kr.   | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026    | 2027    |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nettoomsætning            | 61.594  | 61.621  | 61.753  | 62.463  | 63.591  | 61.814  | 66.071  | 67.501  | 68.867  | 70.318  |
| Produktionsomk.           | 30.181  | 29.578  | 29.642  | 29.357  | 29.888  | 31.111  | 32.375  | 33.076  | 33.745  | 34.456  |
| Bruttoresultat            | 31.413  | 32.043  | 32.112  | 33.105  | 33.703  | 33.703  | 33.696  | 34.426  | 35.112  | 35.862  |
| Salgs & distributionsomk. | 17.862  | 17.254  | 17.291  | 16.865  | 17.170  | 18.148  | 18.500  | 18.900  | 19.283  | 19.689  |
| Administrationsomk        | 4.928   | 4.313   | 4.323   | 4.372   | 3.815   | 3.889   | 3.964   | 4.050   | 4.132   | 4.219   |
| EBITDA                    | 12.935  | 12.940  | 12.968  | 13.117  | 13.354  | 13.611  | 13.875  | 14.175  | 14.462  | 14.767  |
| Afskrivninger             | 4.312   | 4.313   | 4.323   | 4.372   | 4.451   | 4.537   | 4.625   | 4.725   | 4.821   | 4.922   |
| EBIT                      | 8.623   | 8.627   | 8.645   | 8.745   | 8.903   | 9.074   | 9.250   | 9.450   | 9.641   | 9.845   |
| Skat                      | 2.587   | 2.588   | 2.594   | 2.623   | 2.671   | 2.722   | 2.775   | 2.835   | 2.892   | 2.953   |
| NOPAT                     | 6.036   | 6.039   | 6.052   | 6.121   | 6.232   | 6.352   | 6.475   | 6.615   | 6.749   | 6.891   |
| Nettodriftsaktiver        | 113.855 | 113.905 | 114.150 | 115.461 | 117.547 | 119.808 | 122.132 | 124.775 | 127.300 | 129.982 |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

### Værdiansættelse:

Ovenstående budgettering af fremtidige værdiskabelse og tidligere estimering af WACC muliggør nu en værdiansættelse af Carlsberg gennem de tidligere gennemgåede værdiansættelsesmodeller DCF og EVA. Nedenfor ses de opsummerede tal for værdiansættelsen med udgangspunkt i DCF modellen og bekræftelsen af den ordinære egenkapital gennem EVA modellen. I beregningerne tager analytiker forbehold for at der kan komme en lille afvigelse i den estimerede værdi fra de to modeller, når de beregnes ud fra så store beløb som det er tilfældet.

**Tabel 30 DCF Model:**

| År                               | FCF             | Diskonteringsfaktor | Nutidsværdi DCF |
|----------------------------------|-----------------|---------------------|-----------------|
| 2018                             | 3.020.264.772   | 0,94                | 2.849. 306.389  |
| 2019                             | 3.003.589.565   | 0,89                | 2699.883.913    |
| 2020                             | 3.114.359.494   | 0,84                | 2.614.876.285   |
| 2021                             | 3.417.569.331   | 0,79                | 2.707.035.011   |
| 2022                             | 3.825.172.238   | 0,75                | 2.858.391.217   |
| 2023                             | 4.399.924.442   | 0,70                | 3.101.773.113   |
| 2024                             | 5.039.846.148   | 0,67                | 3.351.785.532   |
| 2025                             | 5.700.565.926   | 0,63                | 3.576.605.586   |
| 2026                             | 6.431.107.165   | 0,59                | 3.806.562.450   |
| 2027                             | 7.116.869.354   | 0,56                | 3.974.022.676   |
| <b>DCF model</b>                 |                 |                     |                 |
| <b>Total nutidsværdi FCF</b>     | 31.540.242.172  |                     |                 |
| <b>Nutidsværdi terminalværdi</b> | 97.341.329.865  |                     |                 |
| <b>Enterprise værdi</b>          | 128.881.572.037 |                     |                 |
| <b>Nettorentebærende gæld</b>    | 24.078.000.000  |                     |                 |
| <b>Værdi egenkapital</b>         | 104.803.572.037 |                     |                 |
| <b>Minoritetsinteresser</b>      | 499.000.000     |                     |                 |
| <b>Værdi ordinær egenkapital</b> | 104.304.572.037 |                     |                 |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

**Tabel 31 EVA Model:**

| År                               | EVA             | Diskonteringsfaktor | Nutidsværdi EVA |
|----------------------------------|-----------------|---------------------|-----------------|
| 2018                             | 2.043.129.000   | 0,94                | 1.927.480.189   |
| 2019                             | 2.197.162.650   | 0,89                | 1.955.466.937   |
| 2020                             | 2.333.737.541   | 0,84                | 1.959.451.041   |
| 2021                             | 2.394.853.561   | 0,79                | 1.896.948.330   |
| 2022                             | 2.425.405.014   | 0,75                | 1.812.403.719   |
| 2023                             | 2.402.185.480   | 0,70                | 1.693.445.974   |
| 2024                             | 2.364.078.441   | 0,67                | 1.572.247.184   |
| 2025                             | 2.328.285.150   | 0,63                | 1.460.794.907   |
| 2026                             | 2.276.842.447   | 0,59                | 1.347.659.546   |
| 2027                             | 2.253.461.503   | 0,56                | 1.258.321.133   |
| <b>EVA Model</b>                 |                 |                     |                 |
| <b>Investeret capital</b>        | 77.283.150.000  |                     |                 |
| <b>Total nutidsværdi EVA</b>     | 16.884.28.960   |                     |                 |
| <b>Nutidsværdi terminalværdi</b> | 34.572.112.980  |                     |                 |
| <b>Enterprise værdi</b>          | 128.739.481.940 |                     |                 |
| <b>Nettorentebærende gæld</b>    | 24.078.000.000  |                     |                 |
| <b>Værdi egenkapital</b>         | 104.661.481.940 |                     |                 |
| <b>Minoritetsinteresser</b>      | 499.000.000     |                     |                 |
| <b>Værdi ordinær egenkapital</b> | 104.162.481.940 |                     |                 |

Som det ses af tabellerne kommer både DCF modellen og EVA modellen frem til en estimeret værdi af den ordinære egenkapital på cirka 104 mia.kr og dermed giver en værdi på 682 kr. pr. aktie, hvilken betyder at den estimerede aktieværdi i DCF og EVA modellerne er underestimeret i forhold til den handlede aktieværdi for Carlsberg på 723 kr. som var værdien den 5.6 2018. En række vurderede udfald i den fremtidige værdiskabelse ligger til grund for den estimerede værdi. Deraf foretages en scenarieanalyse med en værste og bedste case scenarie af Carlsberg for at kunne analysere på konsekvenserne ved ændringer i budgetteringsfasen.

### **Værste case Carlsberg:**

Scenariet tager udgangspunkt i at udfordringerne i Rusland er større end først antaget og væksten i Asien er mindre end først budgetteret i den teoretiske case, og udfordringerne og mindre vækst vil ramme Carlsberg hårdere end først antaget. Analytiker vurderer først at Carlsberg vil overkomme udfordringerne i Rusland i 2021 og den mindre vækst i Asien først vil blive vendt til en positiv tendens i 2020. Beregningerne i bilag Excel Carlsberg viser, at det tænkte scenarie vil resultere i en værdi af ordinær egenkapital på cirka 92 mia.kr. Dette vil betyde en værdi der er godt 12 mia.kr. mindre end i den teoretiske Carlsberg case.

### **Bedste Case Carlsberg:**

Scenariet tager udgangspunkt i, udfordringerne i Rusland er mindre end forventet og væksten i Asien er større end forventet og Carlsberg har budgetteret ud fra dette. Beregningerne i bilag excel Carlsberg viser, at det tænkte scenarie vil resultere i en værdi af ordinær egenkapital på cirka 128 mia.kr. Dette vil betyde en værdi der er godt 24 mia.kr. større end i den teoretiske Carlsberg case.

## **18 Multipel analyse:**

For at kunne analysere om den estimerede værdi i DCF og EVA modellerne er estimeret på et realistisk scenarie udføres der en "stres test" gennem forskellige multipler for at kunne lave en vurdering af dette. Heineken og AB-INBEV som er de udvalgte peers da disse virksomheder er Carlsbergs globale konkurrenter. Heinekens nøgletal er beregnet ud fra en eurokurs på 7,5 for at omregne til danske kroner. AB-INBEV's nøgletal er beregnet ud fra en dollarkurs på 6,3 som kursen pr. 31/05 2018 (Euroinvestor.dk).

**Tabel 32 nøgletal Multipler:**

| Nøgletal                  | Carlsberg       | Heineken        | AB-INBEV          |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| Nettoomsætning            | 61.808.000.000  | 164.160.000.000 | 355.597.000.000   |
| EBITDA                    | 13.583.000.000  | 37.350.000.000  | 139.129.000.000   |
| EBIT                      | 8.876.000.000   | 25.140.000      | 108.058.000.000   |
| NOPAT                     | 5.202.000.000   | 18.604.000.000  | 70.237.000.000    |
| Investeret kapital        | 73.603.000.000  | 216.593.000.000 | 1.203.514.000.000 |
| Bogført værdi egenkapital | 49.525.000.000  | 108.908.000.000 | 505.386.000.000   |
| Markedsværdi egenkapital  | 113.564.000.000 | 367.650.000.000 | 885.270.000       |
| Nettorentebærende gæld    | 24.078.000.000  | 107.685.000.000 | 698.128.000.000   |
| Minoritetsinteresser      | 499.000.000     | 1.038.000.000   | 8.726.000.000     |
| Enterprise værdi          | 178.380.000.000 | 566.498.000.000 | 2.435.864.000.000 |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

**Tabel 33 Multipler:**

| Multipler             | Carlsberg | Heineken | AB-INBEV | Gennemsnit u. Carlsberg |
|-----------------------|-----------|----------|----------|-------------------------|
| EV/NOPAT              | 34,3      | 34,7     | 34,7     | 32,6                    |
| EV/EBIT               | 20,1      | 22,5     | 22,5     | 22,5                    |
| EV/EBITDA             | 13,1      | 15,2     | 17,2     | 16,3                    |
| EV/Nettoomsætning     | 2,9       | 3,5      | 6,9      | 5,2                     |
| EV/Investeret kapital | 2,4       | 2,6      | 2,0      | 2,3                     |
| P/E                   | 8,4       | 9,8      | 6,4      | 8,1                     |
| M/B                   | 2,3       | 3,4      | 1,8      | 2,6                     |
| ROIC                  | 7,1 %     | 9 %      | 6 %      | 7 %                     |
| ROE                   | 12,4 %    | 17 %     | 14 %     | 15 %                    |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

#### **EV/NOPAT:**

Carlsbergs Enterprise værdi/NOPAT ligger på et niveau der er ens med Heinekens og AB-INBEV. Målt på denne multipl handles Carlsberg til en værdi der er i samme niveau som peer gruppens.



**EV/EBIT:**

Carlsbergs Enterprise/EBIT ligger på et niveau der er lidt under Heinekens og AB-INBEV. Målt på denne multipel handles Carlsberg til en værdi der er lidt under peer gruppens.

**EV/EBITDA:**

Carlsbergs Enterprise værdi/EBITDA ligger på et niveau der er en del under Heinekens og AB-INBEV. Målt på denne multipel handles Carlsberg til en værdi der er en del under peer gruppens.

**EV/Nettoomsætning:**

Carlsbergs Enterprise/Nettoomsætning ligger på et niveau der ligger lidt under Heineken og en del under AB-INBEV. Målt på denne multipel handles Carlsberg til en værdi der ligger en del under peer gruppens gennemsnit.

**Ev/investeret kapital:**

Carlsbergs Enterprise/Investeret kapital ligger på et niveau der ligger i samme niveau som peer gruppens gennemsnit, da niveauet er lidt under Heinekens og lidt over AB-INBEV. Målt på denne multipel handles Carlsberg til en værdi der ligger i samme niveau som peer gruppens.

**P/E:**

Carlsbergs Price/Earnings ligger på et niveau der ligger i samme niveau som peer gruppens gennemsnit, da niveauet ligger under Heinekens, men over AB-INBEV. Målt på denne multipel handles Carlsberg til en værdi der ligger i samme niveau som peer gruppens.

**M/B:**

Carlsbergs Markedsværdi af egenkapital/Bogført værdi af egenkapital ligger på et niveau der ligger i samme niveau som peer gruppens gennemsnit, da niveauet ligger under Heinekens, men over AB-INBEV. Målt på denne multiple handles Carlsberg til en værdi der ligger i samme niveau som Peer gruppens.

## 18.1 Afrunding Multipel analyse:

For at runde afsnittet omkring multipler af, viser en sammenligning af multiplerne at Carlsberg bliver handlet til en værdi der er under peer gruppens. F.eks. bliver Carlsbergs Enterprise/EBIT handlet 12 % under peer gruppens. For at analysere på hvorfor Carlsberg handles under peer gruppens værdi udover at estimere på baggrund af multiplerne kan nøgletallene ROIC og ROE sammenlignes. Carlsbergs ROIC ligger på samme niveau som peer gruppens, imens ROE ligger 2,5 % under peer gruppens hvilket betyder at Carlsbergs rentabilitet er lavere end konkurrenternes. For at understrege at Carlsberg bliver handlet til en værdi der er under peer gruppens opstilles der en værdiansættelse i nedenstående tabel multipler gennem følgende multipler: EBITDA, NOPAT, investeret kapital.

**Tabel 34 Opstillede værdier ud fra Multipler:**

|                                                      | <b>Carlsberg</b> | <b>Multipler</b> | <b>Estimeret Enterprise værdi</b> |
|------------------------------------------------------|------------------|------------------|-----------------------------------|
| <b>EBITDA</b>                                        | 13.853.000.000   | 16,3             | 221.914.000.000                   |
| <b>NOPAT</b>                                         | 5.202.000.000    | 32,6             | 169.414.000.000                   |
| <b>Investeret kapital</b>                            | 73.603.000.000   | 2,3              | 170.739.000.000                   |
| <b>Estimeret gennemsnit af Enterprise værdi</b>      |                  |                  | 187.356.000.000                   |
| <b>Nettorentebærende gæld</b>                        |                  |                  | 24.078.000.000                    |
| <b>Minoritetsinteresser</b>                          |                  |                  | 499.000.000                       |
| <b>Endelig estimeret gennemsnit Enterprise værdi</b> |                  |                  | 162.779.000.000                   |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

I tabellen er der opstillet tre forskellige bud på Carlsbergs markedsværdi. Ved at tage et gennemsnit af disse bliver Carlsbergs markedsværdi 187 mia.kr. Fratrukket nettorentebærende gæld og minoritetsinteresser og dermed bliver den endelige ordinære egenkapital på 163. mia. kr. hvilket giver 1.067 kr. pr. aktie, der er 36 % højere end den værdi der blev estimeret via DCF og EVA modellerne, og som understreger at Carlsbergs værdi bliver handlet til en værdi der er under konkurrenterne.

## 19. Følsomhedsanalyse:

En værdiansættelse afhænger af mange nøglefaktorer og beregninger. Den teoretiske værdi på cirka 104 mia. kr. i den teoretiske Carlsbergs case scenariet er beregnet på baggrund af en række vurderinger. Grundet der altid er usikkerhed forbundet med, at vurdere en fremtidig værdiskabelse vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse med udgangspunkt i den teoretiske case for, at identificere nøglefaktorer som har væsentlig indflydelse på den teoretiske værdi.

De udskilte faktorer udgør WACC, markedets risikopræmie, beta, det specifikke risikotillæg, vækstraten g, samt EBIT margin for salg og AOH i terminalperioden. Der henvises til bilag 1 for opgørelse af tallene. Nedenfor ses tabellen med en opstillet simultananalyse med forskellige procentvise ændringer i vækstraten g og EBITDA Margin. Den procentvise ændring i vækstraten g står vandret, imens den procentvise ændring i EBITDA margin står lodret.

**Nedenfor ses tabel 35 følsomhedsanalyse:**

|      | -2 %            | -1 %            | 0 %             | 1 %             | 2 %             |
|------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| -2 % | 74.944.298.505  | 78.034.853.614  | 100.698.924.410 | 79.580.131.168  | 81.125.408.722  |
| -1 % | 91.169.712.825  | 89.495.662.141  | 102.501.748.223 | 92.843.763.509  | 94.517.814.193  |
| 0 %  | 78.034.853.614  | 91.169.712.825  | 104.304.572.037 | 117.439.431.248 | 130.574.290.460 |
| 1 %  | 113.576.237.362 | 115.507.834.305 | 106.107.395.850 | 119.371.028.191 | 121.302.625.134 |
| 2 %  | 126.453.550.315 | 128.513.920.387 | 107.910.219.663 | 132.634.660.532 | 134.695.030.604 |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

Følsomhedsanalysen viser, at den estimerede værdi er markant afhængig af nøglefaktorerne EBITDA margin og vækstraten g, da procentvise ændringer i disse faktorer medfører estimerede værdier der svinger markant. En isoleret stigning i EBITDA margin eller i vækstraten g på 2 % vil medføre en estimeret på henholdsvis cirka 107 og 130 mia. kr. Således ændringer på henholdsvis 4 og 26 mia. kr. fra den estimerede værdi på 104 mia. kr. i den teoretiske case. Tabellen understreger den estimerede værdis følsomhed overfor nøglefaktorerne.

## 20. Analyse af EVA

De følgende afsnit vil indeholde en analyse af nøgletallet EVA som beregner om Carlsbergs indtjening efter skat er højere end dens kapitalomkostninger, og hvilken effekt resultaterne fra de konkrete markeder i Østeuropa og Asien har på Carlsbergs samlede EVA som ses i nedenstående tabel 36.

**Tabel 36 Udvikling EVA**

|                  | 2013          | 2014          | 2015           | 2016        | 2017        |
|------------------|---------------|---------------|----------------|-------------|-------------|
| <b>EVA i kr.</b> | 1.508.578.400 | 1.536.343.500 | -1.613.481.000 | 416.950.000 | 786.043.600 |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

I tabellen ses det at Carlsberg indtjening efter skat er højere end dens kapitalomkostninger i alle år i analyseperioden på nær 2015, hvilket må siges at være overordnet positivt for Carlsberg. Det negative EVA i år 2015 skal ses i lyset af et negativt koncernresultat på baggrund af store omkostninger i særlige poster som blev brugt til omstrukturering af virksomheden, samtidig med at Carlsberg nedskrev flere af deres varemærker på forskellige markeder. Den efterfølgende del af dette afsnit vil indeholde en analyse af det østeuropæiske og asiatiske markeds effekt på Carlsbergs samlede EVA, og om en forklaring på dette.

Beregningerne af de respektive markeder Østeuropa og Asiens EVA er beregnet ud fra en fordelingsnøgle hvor den investerede kapital på de respektive markeder som indgår i beregning af ROIC og til sidste beregning af EVA er fordelt ud fra hvor meget den respektive nettoomsætning fra hvert marked udgør af den samlede nettoomsætning. Derudover er der brugt den organiske opgjorte EBIT fra hvert marked til beregning af NOPAT som også indgår i beregning af EVA. Analytiker er klar over at de beregnede EVA nøgletal fra bilag ”udregning af EVA” ikke er det præcise EVA nøgletal som Carlsberg har, hvilket ses beregnet i bilag Excel Carlsberg. De nedenstående tabeller 37 og 38 er kun et estimat af hvordan udviklingen i EVA nøgletallet har været på de to markeder i analyseperioden.

**Tabel 37 Østeuropas effekt på Carlsbergs samlede EVA:**

|                            | 2013        | 2014        | 2015         | 2016        | 2017        |
|----------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>EVA i kr.</b>           | 985.473.400 | 681.731.000 | -227.598.000 | 227.072.000 | 370.602.000 |
| <b>EVA % af samlet EVA</b> | 38 %        | 28 %        | 19 %         | 21 %        | 23 %        |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

Det østeuropæiske marked har overordnet set bidraget positivt til Carlsbergs værdi på nær år 2015 hvor Carlsberg havde store omkostninger til restrukturering på blandt andet det østeuropæiske marked samtidig med at de også nedskrev værdien på deres største aktiv på dette marked, bryggeriet Baltika Breweries. Selvom det østeuropæiske marked som sagt overordnet har tilført værdi til Carlsberg hvilket er positivt, har dette marked set gennem hele analyseperioden mistet noget betydning da dette markeds andel af det samlede EVA er faldet fra 38 % til 23 % og den tilførte værdi er blevet mindre gennem årene. Det ser dog ud til at Carlsberg i årene 2016 og 2017 har fået vendt den negative tendens til en positiv tendens hvor den tilførte værdi til Carlsberg er blevet større.

**Tabel 38 Asiens effekt på Carlsbergs EVA:**

|                            | 2013        | 2014        | 2015         | 2016        | 2017        |
|----------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>EVA i kr.</b>           | 444.227.000 | 491.998.300 | -339.585.900 | 345.180.000 | 477.419.600 |
| <b>EVA % af samlet EVA</b> | 17 %        | 20 %        | 28 %         | 28 %        | 29 %        |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

Det asiatiske marked har ligesom det østeuropæiske marked overordnet set bidraget positivt med tilført værdi til Carlsberg, da afkastet på investeringer er større i alle år på nær 2015 hvilket som sagt tidligere skyldes restrukturering af aktiver og nedskrivninger på aktiver på markeder som blandt andet det asiatiske marked. I modsætning til det østeuropæiske marked har det asiatiske marked igennem haft en opadgående tendens med hvor meget markedet procentvis bidrager til den samlede tilførte værdi hvis der ses bort år 2015. Specielt årene 2016 og 2017 skiller sig ud med at det asiatiske marked har tilført værdi for henholdsvis 7 % og 6 % mere end det østeuropæiske marked gjorde i samme periode.

## 20.1 Afrunding af Østeuropa & Asiens effekt på Carlsberg samlede EVA nøgletal:

Ovenstående to tabeller understreger at Carlsberg får tilført værdi af deres to markeder Østeuropa og Asien. Tabellerne understreger også at Asien har overhalet Østeuropa de sidste to år, og med de makroøkonomiske udfordringer Carlsberg står overfor i specielt Rusland samtidig med den stigende vækst i Asien, hvad skal Carlsberg fremadgående strategi være for disse markeder?

Jeg mener som analytiker, at selvom det russiske marked og dermed grundstammen på det østeuropæiske marked er Carlsbergs største enkeltstående marked selvfølgelig skal have opmærksomhed og der skal laves tiltag på markedet for at fastholde at markedet tilfører positiv værdi til Carlsberg. Det er dog bedre for Carlsberg at investere mere i Asien for at bygge videre på den positive tendens med stigning i tilført positiv værdi på markedet. Begrundelsen for dette er at nuværende udfordringer på det russiske marked og en mulig regulering af disse samtidig med den negative BNP udvikling gør at analytiker vurderer indtjeningsevnen som værende bedre i Asien de næste par år da BNP væksten i Asien stiger, og som resultat af dette en voksende middelklasse med vestlige tendenser som er potentielle kunder for Carlsberg.

## 20.2 Sammenligning af EVA nøgletal med Heineken og AB-Inbev:

Det følgende afsnit vil indeholde en sammenligning af Carlsbergs EVA nøgletal med deres konkurrenter Heineken og AB-INBEV for at analysere på hvordan Carlsberg står i forhold til deres konkurrenter med hensyn til udviklingen i positiv tilført værdi. Nedenstående tabel vil vise udviklingen i procent for Carlsberg og deres konkurrenter. I beregningerne regnes der med en WACC på 6 % der går igen for alle tre virksomheder da det vurderes som et passende niveau også for Carlsbergs to konkurrenter, da der ikke er foretaget beregningerne på WACC for de to virksomheder.

**Tabel 39 Sammenligning Carlsbergs EVA med Heinenken & AB-Inbev:**

|                                  | 2013           | 2014           | 2015           | 2016            | 2017           |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| <b>Carlsberg EVA</b>             | 1.509.000.000  | 1.536.000.000  | -1.667.000.000 | 417.000.000     | 786.000.000    |
| <b>Carlsberg % udvikling EVA</b> |                | 2 %            | -210 %         | -72 %           | -48 %          |
| <b>Heineken EVA</b>              | 10.994.000.000 | 12.070.000.000 | 13.312.000.000 | 11.778.000.000  | 5.608.000.000  |
| <b>Heineken udvikling EVA</b>    |                | 10 %           | 21 %           | 7 %             | -49 %          |
| <b>AB-InBEV EVA</b>              | 46.878.000.000 | 24.068.000.000 | 22.308.000.000 | -12.789.000.000 | -1.974.000.000 |
| <b>AB-InBEV udvikling EVA</b>    |                | -49 %          | -7 %           | -157 %          | -85 %          |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

Carlsbergs procentvise udvikling for EVA nøgletallet har overordnet set i den analyserende periode været negativ da den tilførte værdi er faldet med 48 procent samlet over perioden. Isoleret set på udviklingen i 2016 og 2017 er der positive takter da den tilførte værdi for Carlsberg er steget igennem denne periode, selvom den tilførte værdi stadig er mindre end i 2013. Analyseres der på Carlsberg præstation i forhold til at tilføre ens virksomhed værdi er Carlsbergs bedre end deres konkurrenter igennem analyseperioden da Carlsbergs konkurrenters tilførte værdi er faldet med en større procentdel end Carlsberg. Heinekens tilførte værdi er igennem analyseperioden samlet set faldet med 49 procent, og til forskel fra Carlsberg ligger Heinekens gode periode tilbage til 2014 og 2015 hvor deres tilførte værdi til virksomheden steg. I 2016 og 2017 hvor Carlsberg har haft en positiv periode, har Heineken haft en negativ periode hvor den tilførte værdi er faldet med 70 procent fra 2015 til 2017. AB-InBEV's tilførte værdi er igennem analyseperioden samlet set faldet med 85 procent. AB-INBEV har fra 2016 til 2017 haft en positiv udvikling forstået på den måde at deres tilførte værdi er gået fra at være negativ med 12,8 mia.kr. til kun at være negativ med cirka 2 mia. kr., selvom det samlet set er negativt med en negativ tilført værdi. Samlet kan det konkluderes at Carlsberg er ligeså konkurrencedygtige som deres konkurrenter med hensyn til at tilføre positiv værdi til ens virksomhed. Specielt de sidste par år i analyseperioden har været gode for Carlsberg og har vist, at de er konkurrencedygtige på dette parameter da Carlsberg som den eneste af de tre virksomheder har haft en procentvis stigning i at tilføre positiv værdi til ens virksomhed.

### 20.3 Analyse af hvilke faktorer der kan tilføre Carlsberg positiv værdi:

Nøgletallet EVA består som tidligere nævnt af tre faktorer, som er ROIC, WACC og investerede kapital. For at Carlsberg kan opnå tilført værdi til virksomheden skal ROIC være større end WACC, hvilket vil sige at afkastet på Carlsbergs investeringer er større end deres gennemsnitslige kapitalomkostninger. Derudover kan en nedbringelse i den investerede kapital også forbedre den tilførte værdi.

En måde analytiker kan vurdere på om Carlsbergs ROIC kan forbedres eller ligger i et passende leje er ved en beregning af hvilket niveau det generelle aktiemarked forventer ROIC skal ligge på, hvilket ses beregnet i nedenstående tabel 40.

Formlen for denne beregning er som følgende:

$$ROIC = \frac{(Markedsværdi \text{ egenkapital}) - \text{bogført egenkapital} * (WACC - g)}{\text{investeret kapital}} + WACC$$

Hvor

$g$  = betegner en konstant vækst i EVA som er en antagelse modellen bygger på.

I nedenstående tabel står WACC i procent vandret, imens væksten i procent,  $g$  står lodret.

Beregningerne i modellen er bygget på grundlag af år 2017 for Carlsberg hvor markedsværdien er beregnet til 113,6 mia. kr. ud fra en aktie beholdning på 152.556.806 stk. og en aktiekurs på 745 kr. (euroinvestor.dk den 25/5 2018). Den bogførte egenkapital 49,5 mia. kr. og den investerede kapital på 73,6 mia. kr. er fundet i Carlsbergs årsrapport fra 2017.

**Tabel 40 generelle aktiemarkeds forventede ROIC for Carlsberg.**

|     | 6 %    | 6,5 %  | 7 %    |
|-----|--------|--------|--------|
| 0 % | 11,2 % | 12,2 % | 13,1 % |
| 1 % | 10,4 % | 11,3 % | 12,2 % |
| 2 % | 9,5 %  | 10,4 % | 4,8 %  |
| 3 % | 8,6 %  | 9,5 %  | 5,6 %  |

Kilde: (bilag Excel Carlsberg).

Baseret på de antagelser der er foretaget i beregningerne, forventer det generelle aktiemarked en ROIC for Carlsberg der ligger imellem 4,8 % og 13,1 %. For eksempel ved en vækst på 3 procent



og en WACC på 6,5 procent, forventer aktiemarkedet at Carlsberg vil have et evigt afkast på 9,5 procent. Siden 2013 har Carlsbergs gennemsnitslige ROIC på 6,5 procent, hvor de særlige poster i regnskabet er fjernet da det som tidligere skrevet ifølge analytikere side ikke er med til at vise den primære drift hvis de medtages. Tabellen viser en svingende ROIC for Carlsberg, men hvor de fleste ligger over gennemsnittet på 6,5 procent. Med en tabel hvor de fleste estimerer af ROIC ligger over Carlsbergs gennemsnitslige ROIC de sidste fem år tyder det på at aktiemarkedet er optimistiske på Carlsbergs vegne og forventer at Carlsberg i de kommende år opnår en stigning i ROIC, hvilket vil være med til at Carlsbergs vil øge deres EVA med det forbehold at den estimerede WACC fastholdes på det nuværende niveau.

#### **20.4 Kvaliteten af vækst:**

Som tidligere nævnt består ROIC af overskudsgrad og omsætningshastighed for ens investerede kapital. Det følgende afsnit vil analysere hvilke faktorer der står bag disse nøgletal og Carlsbergs aktuelle mulighed for at skrue på disse faktorer til deres egen fordel.

For at forbedre ens overskudsgrad og dermed skabe vækst i EVA anbefales det at gøres igennem indtjening fra en virksomheds kerneforretning, da kerneforretningen er mere attraktiv end indtjening fra ikke tilbagevende aktiviteter, da indtjening fra kerneforretningen forventes at komme igen da indtjeningen fra kerneforretningen som regel bliver positiv påvirket fra investeringer. (Financial Statement Analysis 2017. 194). Det er tidligere blevet understreget at størstedelen af Carlsbergs indtjening kommer fra deres kerneaktivitet med øl og læskedrikke. De følgende punkter er generelle muligheder for en virksomhed for at forbedre dens kerneforretning (Financial Statement Analysis 2017 s. 195).

##### **Forbedret salgsmix:**

Dette punkt er allerede en del af Carlsbergs nuværende strategi da Carlsberg som tidligere beskrevet bruger en strategi på markeder i Rusland og Kina hvor de er udfordret på salgsmængden af øl. I stedet for satser Carlsberg på mere profitable øl, og derigennem forsøger at forbedre indtjeningsmuligheden for virksomheden. En strategi som analytiker ikke vurderer til at kun at være en overgangsstrategi, da Carlsberg gerne vil satse på de mere profitable øl på flere af deres markeder. Profitable øl som de hele tiden forsøger at udvikler flere forskellige slags af gennem produktudvikling.

### **Mere produktionseffektive metoder - Outsourcing til lande med lavere lønninger:**

Carlsberg har opbygget deres forretning på at have produktionsfabrikker på de markeder hvor de sælger deres produkter for at have den lokale ekspertise, tilhørsforholdet og spare distributionsomkostninger ved ikke at skulle transportere produkterne over lang afstand.. Jeg som analytiker tror derfor ikke at Carlsberg vil opnå en økonomisk fordel ved at outsource for eksempel produktion af de produkter der sælges på det danske marked til et marked med lavere lønninger, da først og fremmest produktionsfabrikkerne er blevet så automatiseret at produktion næsten er selvkørende og lønudbetalingerne på fabrikkerne bruges til medarbejdere der styrer og holder øje med produktionen.

### **Optimere marketingtilgangen:**

Marketingtilgangen er et punkt Carlsberg hele tiden prøver at optimere, da det er vigtigt grundlag for at fastholde deres konkurrenceevne og dermed indtjeningsevne. Carlsberg har blandt andet som tidligere omtalt i afsnit store sponsorater indenfor sports og koncertverden. Derudover har de som et af deres seneste marketing indslag brugt den kendte skuespiller Mads Mikkelsen i en reklamefilm. (Carlsbergdanmark.dk).

### **Optimere administrationen:**

Som en del af effektivitetsplanen "Founding the Journey" er strategien for Carlsberg at arbejde hen imod at arbejde reducere deres driftsomkostninger og der iblandt administrationsomkostningerne som skal gøres mere effektive. Carlsberg har med effektivitetsplanen fået en positiv start og er lykkedes med at sænke administrationsomkostningerne fra 5.220 mia. kr. til 4.887 mia.kr. (Årsrapport 2017 s.52). Ud fra den positive start med at gøre administrationen mere effektiv vurderer analytiker at en yderligere effektivisering de kommende år kan bidrage til vækst i indtjeningen og dermed bidrage til EVA.

### **Optimere investeret kapital:**

Carlsberg har som virksomhed haft en positiv periode 2016-2017 med at optimere deres investerede kapital på baggrund af blandt andet at have sænket varebeholdningen fra 3,9 mia.kr. til 3,8 mia. kr. (Årsrapport 2017 s.53). Optimeringen har været med til at Carlsberg har fået forbedret deres ROIC fra 6,5 procent til 7,1 procent og dermed direkte har været med til at bidrage positivt til den tilførte værdi i EVA nøgletallet. Den positive udvikling antager analytiker vil fortsætte de kommende år, da

den positive tendens i forhold til optimering har været positiv i alle år i analyseperioden 2013-2017 på nær overgangen fra 2015 til 2016, hvor Carlsberg var nødt til at øge deres investerede kapital for at rette op på det negative resultat som 2015 endt ud med.

### **Ikke tilbagevendende aktiviteter som kan bidrage til vækst i EVA er følgende:**

Aktiviteter som på kort sigt kan bidrage til at forbedre en virksomheds indtjening, men som primært ikke er tilbagevendende aktiviteter er som følgende (Financial Statement Analysis 2017 s.195):

### **Gevinster og tab på salg fra ikke tilbagevendende aktiviteter:**

Carlsberg indtjening fra ikke andre driftsaktiviteter og andel af overskud fra associerede virksomheder er meget begrænset, og har i analyseperioden ligget på mellem 4 procent og 9 procent som ses i bilag "Andre driftsindtægters andel af EBIT". Med det begrænsede bilag til primær drift er det ikke fra andre driftsindtægter og overskud fra associerede virksomheder at Carlsbergs vækst i EVA skal komme fra.

### **Restruktureringsomkostninger:**

Punktet restruktureringsomkostninger er et vigtigt punkt som er benævnt under "særlige poster" i Carlsbergs drift. Carlsberg bruger mange omkostninger på som regel årsbasis, på at tilpasse og restrukturere deres forretning på deres forskellige markeder hvis det findes nødvendigt for Carlsberg for at optimere deres indtjeningsmuligheder. For eksempel brugte Carlsberg 1.2 mia.kr. i 2016 og 258 mio. kr. i 2017 på at restrukturere bryggerier i primært Nord og Vesteuropa samt Asien. (Årsrapport 2016 s. 84 & 2017 s. 82).

### **Discount operationer:**

Carlsberg er som tidligere nævnt lykkedes med at tilpasse deres omkostninger de seneste par år som følge af spareplanen "Founding The Journey". Tilpasningen af omkostninger har gjort at Carlsberg har fået mere økonomisk fleksibilitet som kan investeres i produktudvikling, marketingsoptimering og indgåelse af joint ventures eventuelt for at forbedre Carlsbergs indtjeningsevne. En økonomisk fleksibilitet som det godt kan tyde på at vil fortsætte de kommende år for Carlsberg, og dermed er et vigtigt for virksomheden for at kunne agere igennem de tidligere nævnte makroøkonomiske udfordringer i Østeuropa og en faldende salgsmængde i Asien. For at kunne bevare indtjeningsevnen til trods for udfordringerne på disse markeder, er det vigtigt Carlsberg har et

økonomisk råderum til at kunne ændre strategi eller igangsætte tiltag som skal kunne forbedre virksomhedens indtjening.

### **Ændring i selskabsskat:**

Effekten af ændringer på en virksomheds betalte skat på dens indtjening indeholder elementer der både er tilbagevende og ikke tilbagevende. På den ene hånd, vil en ændring i selskabsskatten have en effekt på virksomhedens fremtidige indtjening og er derfor en tilbagevendende faktor. På den anden hånd vil en ændring i selskabsskatten have en effekt på værdien af udskudt skat, hvor det vil resultere i en gevinst hvis selskabsskatten falder og et tab hvis selskabsskatten øges. Disse elementer med enten gevinst eller tab er ikke tilbagevende faktorer som en virksomhed ikke kan regne med (Financial Statement Analysis 2017 s. 194). Hvilken effekt vil en ændring i selskabsskatten have på Carlsberg? En effekt der i analyseperioden har været svingende og derfor både bidraget positivt og negativt til virksomhedens resultat. For eksempel var en ændring i den effektive skat i perioden 2016-2017 fra 33 procent til 41 procent i 2017 med til at bidrage negativt til Carlsbergs resultat. Den ustabile tendens i den effektive skat antager analytiker vil fortsætte fremover og er derfor et punkt hvor Carlsberg ikke kan regne med at de opnår en positiv effekt.

### **Valutakurs tab og gevinster:**

Valutakurser er et meget økonomisk punkt i den globale bryggeribranche, og er det også for Carlsberg. Selvom Carlsberg i en periode har en stigende organisk vækst i nettoomsætning på deres forretningsmarkeder er det nødvendigvis ikke sikkert det er det samme nettoomsætning der bliver rapporteret i koncernregnskabet, da Carlsberg både opnår gevinster og tab på nettoomsætningen ved valutasingninger når nettoomsætningen på de lokale markeder skal veksles til danske kroner som er valutaen Carlsbergs koncernregnskab offentliggøres i. Carlsberg kan til en vis grad som det er tidligere beskrevet valutasikre en procentdel af deres omkostninger på markeder som specielt det russiske marked. Men at valutasikre ens nettoomsætning er en kompliceret opgave og er sandsynligvis omkostning der vil være for store i forhold til den gevinst Carlsberg vil opnå med dette. Valutasingninger er derfor en faktor der både kan resultere i en gevinst og et tab for Carlsberg.

## 20.5 Afrunding af vækst:

De ovenstående muligheder er alle muligheder der kan bidrage til en forbedring af en virksomheds EVA. Carlsberg bruger som virksomhed flere af faktorerne og har positive tendenser indenfor flere af dem. Blandt andet har virksomheden haft et bedre salgsmix i perioden 2016-2017 hvor de ikke sælger mere volumenmæssigt, men sælger flere produkter hvor de har en større indtjening på.

Carlsberg har også omkostningerne i fokus for den vej rundt at forbedre indtjeningen.

Omkostninger der i perioden efter spareplanen "Founding The Journey" blev indført er blevet mindsket. Den investerede kapital er blevet mindsket og dermed har Carlsberg ikke så mange likvider bundet for at skabe deres nettoomsætning. De ikke tilbagevendende faktorer er også muligheder Carlsberg aktivt benytter sig af og i andre tilfælde bliver påvirket af. Restrukturering er en nødvendighed for Carlsberg da virksomheden er nødt til at tilpasse deres forretninger på deres markeder for at være konkurrencedygtige på det globale marked. En faktor som Carlsberg i det store hele ikke har indflydelse på, men som har en markant betydning for virksomheden er valutasvingninger som både kan give virksomheden en gevinst eller et tab alt efter om valutakurserne går op eller ned.

## 21. Sammenhæng mellem overskudsgrad og omsætningshastighed:

Følgende afsnit vil analysere på hvilken sammenhæng der er mellem overskudsgraden og omsætningshastigheden på en virksomheds investeringer, og hvilken effekt ændringer i faktorer har på en virksomheds værdiskabelse. Analysen vil komme ind på hvilke konsekvenser god eller dårlig styring af en virksomheds investeret kapital (Financial Statement Analysis 2017 s.157).

Nedenstående tabel viser hvilken effekt Carlsberg kan opnå ved at have en god styring af deres investerede kapital. Tabellen tager udgangspunkt i følgende tal fra Carlsbergs årsregnskab for 2017 (Årsrapport 2017 s. 52).

Investeret kapital = 73.603.000.000 kr.

Nettoomsætning = 61.808.000.000 kr.

Overskudsgrad = 8,4 %

WACC = 6 %

**Tabel 41 Sammenhæng mellem overskudsgrad og omsætningshastighed:**

| Invest.<br>Kap/DA<br>GE | Nettoo<br>ms.<br>Mio.kr. | NOPAT<br>mio.kr | OG     | Investe<br>ret kap.<br>Mio. kr. | OSH/Inve<br>st kap | WAC<br>C | ROIC   | EVA   | Ændring<br>OG |
|-------------------------|--------------------------|-----------------|--------|---------------------------------|--------------------|----------|--------|-------|---------------|
| 250                     | 61.808.                  | 5.202           | 8,42 % | 42.922                          | 1,44               | 6 %      | 12,1 % | 2.627 | 2.627 %       |
| 300                     | 61.808                   | 5.202           | 8,42 % | 51.507                          | 1,20               | 6 %      | 10,1 % | 2.112 | 2.112 %       |
| 350                     | 61.808                   | 5.202           | 8,42 % | 60.091                          | 1,03               | 6 %      | 8,7 %  | 1.597 | 1.597 %       |
| 400                     | 61.808                   | 5.202           | 8,42 % | 68.676                          | 0,90               | 6 %      | 7,6 %  | 1.081 | 1.081 %       |
| 429                     | 61.808                   | 5.202           | 8,42 % | 73.603                          | 0,84               | 6 %      | 7,1 %  | 0     | 0 %           |
| 500                     | 61.808                   | 5.202           | 8,42 % | 85.844                          | 0,72               | 6 %      | 6,1 %  | 51    | 51 %          |
| 550                     | 61.808                   | 5.202           | 8,42 % | 94.429                          | 0,65               | 6 %      | 5,5 %  | -464  | -464 %        |
| 600                     | 61.808                   | 5.202           | 8,42 % | 103.03                          | 0,60               | 6 %      | 5,0 %  | -979  | -979 %        |
| 650                     | 61.808                   | 5.202           | 8,42 % | 111.598                         | 0,55               | 6 %      | 4,7 %  | -1494 | -1494 %       |

Kilde (bilag Excel Carlsberg).

Den ovenstående tabel viser at Carlsberg i udgangspunktet fra 2017 har en omsætningshastighed på deres investeringer på 0,84 gange som samtidig betyder at deres investeringer er bundet i 429 dage, samtidig med at virksomheden har en ROIC på 7,1 procent. Derudover kan det ud fra tabellen konkluderes at for eksempelvis at en forbedring i ROIC fra 7,1 procent til 7,6 procent har den samme positive effekt på EVA for Carlsberg, som hvis virksomheden kan sænke dagene bundet op med investeret kapital fra 429 dage til 400 dage. Omvendt vil et fald i ROIC fra 7,1 procent til 5,5 procent have den samme negative effekt som hvis dagene bundet op med investeret kapital blev øget fra 429 dage. til 550 dage. Som afrunding kan det konkluderes at Carlsberg selv med en relativ lille ændring i parametrene ROIC og investeret kapital kan påvirke EVA betydeligt enten positivt eller negativt.

## 22. Balanceret vækst:

Salgsvækst er ofte forbundet med et forbrug af likvider, da det kræver investeringer i langvarige aktiver som for eksempel produktionsanlæg og produktionsmaskiner for at skabe en større produktion. Derudover stiger ens netto arbejdskapital, da varebeholdninger og tilgodehavender fra leverandører øges og samtidig stiger en virksomheds pengeforbrug. Det kan konkluderes at salgsvækst er forbundet med en virksomheds pengeforbrug. Det er derfor vigtigt at en virksomhed

har styr på dens pengeforbrug, da en dårlig styring af pengeforbruget kan få store økonomiske konsekvenser som at en virksomhed ikke kan betale dens regninger til tiden, og i sidste ende resultere i en konkurs (Financial Statement 2017 s. 184).

Til at måle om en virksomhed har balanceret vækst kan analytiker bruge følgende formel:

$$g = ROE * (1 - PO)$$

Hvor

$g$  = balanceret vækst rate

$ROE$  = Egenkapitalens afkast efter skat

$PO$  = Payout ratio (udbetalingsrate)

Den balancerede vækst rate indikere hvilken hastighed en virksomhed kan vokste i, imens den finansielle gearing fastholdes, hvilket er forholdet mellem gæld og egenkapital.

Nedenstående tabel viser Carlsbergs balancerede vækst rate sammenlignet med deres realiserede vækstrate.

**Tabel 42 Balanceret vækst:**

|                  | 2013   | 2014 | 2015  | 2016   | 2017   |
|------------------|--------|------|-------|--------|--------|
| ROE              | 12,4 % | 15 % | 7,6 % | 10,3 % | 10,5 % |
| Udbetalingsrate  | 22 %   | 31 % | 0 %   | 34 %   | 50 %   |
| Balanceret vækst | 10 %   | 10 % | 0 %   | 7 %    | 5 %    |
| Realiseret vækst | 0,1 %  | -3 % | 1 %   | -4 %   | 0,3 %  |

Kilde (Bilag Excel Carlsberg).

I tabellen kan det ses at Carlsberg har haft mulighed for at have en vækst på mellem 5 og 10 procent som stadigvæk vil have været balanceret. I tabellen ses det også at de har haft en realiseret vækst i analyseperioden på mellem – 4 procent til 1 procent, hvilket afviger en del fra den mulige balancerede vækst. Det kan derfor konkluderes ud fra denne afvigelse at Carlsberg har overskud på finansielle midler. Potentialet for Carlsberg har dog været større end hvad virksomheden har opnået i analyseperioden, og det kan derfor konkluderes at Carlsberg har mulighed for at øge deres finansielle gearing uden at det vil have negative økonomiske konsekvenser for virksomheden.

Selv om Carlsberg gennem analyseperioden ikke har realiseret en vækst der har nærmet sig den mulige balancerede vækst, har Carlsberg i fremtiden mulighed for at øge den mulige balancerede vækst gennem ændringer i følgende to parametre:

### **Udbetalingspolitik:**

En virksomheds udbetalingsrate til dens aktionærer er bestemt efter en virksomheds politik for denne post. Hvis en virksomhed vælger at øge dens udbetalingsrate falder den mulige balancerede vækst. Omvendt vil en formindskelse af udbetalingsraten resultere i en øget mulig balanceret vækst. I ekstreme tilfælde hvor udbetalingsraten er 100 procent, vil den mulige balancerede vækst være 0 procent. Det kan også konkluderes at virksomheder som baserer deres drift på et konstant gæld/egenkapital forhold ikke kan opnå en vækst der overgår egenkapitalens afkast. (Financial Statement Analysis 2017 s.187).

På baggrund af udbetalingsrate tallene fra tabel 42, ses det at Carlsberg har en meget varieret udbetalingsrate. Det kan derfor konkluderes at Carlsberg som virksomhed ikke har en fastlagt udbetalingspolitik, og virksomheden forsøger derfor alt andet lige at give deres aktionærer et så stort afkast som muligt, afhængigt af årets resultat.

ROE er som tidligere beskrevet, en funktion af ROIC og finansiell gearing. I det følgende afsnit analyseres der på hvilken effekt ROIC og finansielle gearing har på den mulige balancerede vækst. Nedstående formel viser hvilken effekt ROIC kan have på den mulige balancerede vækst.

$$g = ROIC + (ROIC - NBC * \frac{NIBL}{BVE} * (1 - PO))$$

Hvor

NBC = finansielle udgifter i procent

NIBL = Nettorentebærende udgifter

BVE = Bogført egenkapital

PO = Udbetalingsrate

$$g = 7,1 \% + (7,1 \% - 2 \%) * \frac{24.078}{49.525} * (1 - 0,5)$$



$g = 8,35$  procent

Ligningen viser at nøgletallene fra de involverede parametre i år 2017 vil resultere i at Carlsberg vil have en mulig balanceret vækst på 8,35 procent ved en ROIC på 7,1 procent. En højere ROIC vil andet lige give en højere mulig balanceret vækst (Financial Statement Analysis 2017 s. 188).

Effekten fra finansiell gearing på den mulige balancerede vækst afhænger af en virksomheds ROIC og finansielle udgifter i procent. I forlængelse af heraf skal spredningen mellem ROIC og finansielle udgifter være positiv, for at bidrage positivt til den mulige balancerede vækst (Financial Statement Analysis 2017 s. 189).

## **23. Delkonklusion analyse af EVA og Carlsbergs muligheder for at optimere EVA**

De ovenstående afsnit med forskellige analyser af EVA viser at Carlsberg udelukkende i analyseperioden har haft et positiv EVA og derfor har tilført virksomheden positiv værdi. Den positive udvikling i EVA gør at Carlsberg er konkurrencedygtige overfor deres globale konkurrenter Heineken og AB-InBev som i perioden 2016 til 2017 har haft en negativ udvikling på deres EVA og derfor har haft en nedgang i deres tilførte værdi. Analysen konkluderer også at det er nøgletallene ROIC og investeret kapital som kan påvirke en virksomheds EVA i positiv retning, og ikke nøgletallet WACC hvor en virksomheds indflydelse er begrænset. Derudover viser analysen at det generelle aktiemarked grundlæggende er positivt stemt overfor Carlsberg, og tror på at de kan opnå en forbedring i virksomhedens ROIC.

Carlsberg har ud fra analysen gode muligheder for at øge deres salgsvækst som kan være til at forbedre EVA. Virksomheden er blandt andet allerede i gang med en optimeret salgsstrategi som hvor det handler mere om prisen frem for volumen. Det blev også understøttet at nøgletallene ROIC og investeret kapital har den samme effekt på EVA, som for eksempel hvis ROIC forbedres, vil det have den samme effekt hvis dagene hvor den investerede kapital er bundet op på falder. Til sidst i analysen blev det også påvist at Carlsberg har et uforløst potentiale i forhold til den mulige balancerede vækst, hvis denne sættes op imod virksomhedens realiserede vækst.

## 24. Konklusion:

Den strategiske analyse og regnskabsanalysen har været fundamentet for værdiansættelsen af Carlsberg. Den strategiske analyse som indeholder en intern og ekstern analyse af Carlsberg er udarbejdet gennem blandt andet modellerne PESTEL, Porters 5 forcers, værdikædeanalyse og vækststrategi for at give analytiker indblik i Carlsbergs omverden. En strategisk analyse som viser at Carlsberg har monopol lignende tilstande i Danmark, imens de internationalt opererer på markeder med skarp konkurrence fra specielt bryggerierne Heineken og AB-InBev. En konkurrence de klarer sig i grundet en god konkurrenceevne som er skabt på en solid sammenhængende vækststrategi som Carlsberg hele tiden forsøger at optimere. Deres fusioner og samarbejde med virksomheder internationalt, som udgør deres forhandlernetværk på de respektive internationale markeder er et vigtigt parametre for at opnå vækst igennem en forbedret indtjeningsevne.

Regnskabsanalysen viser, at egenkapitalsforrentningen ROE gennem analyseperioden har været ustabil, grundet afkastet på investeringerne har ROIC også været ustabil i analyseperioden. Den ustabile udvikling i ROIC viser en svingende udvikling i overskudsgraden som primært er drevet af Core driftsoverskud fra salg, hvilket er positivt da det vedrører Carlsbergs kerneaktivitet. I gennem likviditetsanalysen bliver Carlsberg fremstillet som en økonomisk solid virksomhed som i perioden 2016-2017 er inde i en positiv økonomisk periode hvor det er lykkedes Carlsberg at nedbringe virksomhedens finansielle gearing. Fremgangen i likviditeten skyldes at tiltagene i Carlsbergs spareplan "Founding The Journey" har haft en positiv effekt på Carlsbergs omkostninger som er blevet nedbragt i perioden 2016-2017. Alt i alt fremstilles Carlsbergs rentabilitet og likviditet igennem regnskabsanalysen som stærk, og som er med til at gøre at Carlsberg kan fastholde en god konkurrenceevne. Regnskabsanalysen har sammen med forventninger til fremtiden lagt grundlaget for Carlsbergs fremtidige værdiskabende evne i budgetteringen.

Budgetteringen er opstillet med en teoretisk case, samt et best og worst case scenarie for den fremtidige værdiskabende evne. Gennem DCF modellen kommer analytiker frem til et scenarie i den teoretiske case hvor værdien af Carlsberg bliver estimeret til 104 mia.kr. Denne estimerede værdi bekræftes igennem EVA modellen. De tre forskellige scenarier estimerer en værdi der spænder i intervallet 92 til 128 mia.kr. Dette er med til at give et billede af, at Carlsbergs problemer på markederne i Østeuropa og Asien med henholdsvis makroøkonomiske problemer og faldende salgsmængde i Asien har haft stor indflydelse på den estimerede værdi af virksomheden og understreger dermed, at virksomheden er følsom overfor ændringer på deres internationale

markeder. Den efterfølgende følsomhedsanalyse viser der er en usikkerhed forbundet med værdiansættelsen, da analysen påpeger, at den estimerede værdi i den teoretiske case er markant følsom overfor ændringer i flere nøgelfaktorer, herunder EBITDA margin og væksten g i terminalperioden. Den estimerede værdi i DCF og EVA modellerne testes også efter, af analytiker efterfølgende i en multipel analyse som viser at Carlsberg er værdisat til en pris under deres konkurrenter Heineken og AB-InBev.

Efterfølgende analyseres EVA nøgletallet i specialeprojektet, hvor det konkluderes at markederne Østeuropa og Asien har tilført Carlsberg positiv værdi gennem hele analyseperioden på nær år 2015, og dermed kan analytikeres antagelse om at markederne Østeuropa og Asien har påvirket Carlsbergs indtjeningsevne negativt, ikke fuldt ud bekræftes. Markedet i Østeuropa har i hele analyseperioden på nær år 2016 og 2017 haft en negativ tendens i EVA som i disse år er blevet mindre år for år og dermed har påvirket Carlsbergs indtjeningsevne i negativ retning. Markedet i Asien har i gennem hele analyseperioden på nær år 2015 haft en positiv tendens i EVA. Analysen af EVA indeholder også en analyse af Carlsbergs evne til at tilføre virksomheden værdi i forhold til dens konkurrenter Heineken og AB-InBev. En analyse som viser at Carlsberg igennem analyseperioden og specielt i årene 2016 og 2017 som den eneste af de tre virksomheder har en procentstigning i EVA og dermed kan det konkluderes fra analytikeres side at Carlsberg har fuldt ud konkurrencedygtig med deres konkurrenter på dette parameter. Det kan også konkluderes at elementerne ROIC, investeret kapital og WACC er elementer der kan påvirke en virksomheds EVA i enten positiv eller negativ retning enten ved at forbedre virksomhedens ROIC eller sænke dens investerede kapital. I denne forbindelse påviser analysen også at en forbedring i ROIC har den samme effekt på EVA som en nedbringelse af dage bundet op på investeret kapital har. Til sidst i analysen påpeges der nogle økonomiske og organisatoriske muligheder hvorfra det er muligt for en virksomhed at forbedre ens vækst i EVA. Muligheder som Carlsberg allerede har taget i brug eller har den økonomiske ballast til at tage i brug. Slutteligt i analysen påpeges det at Carlsberg har et uforløst potentiale i mulig balanceret vækst, hvilket understreger at virksomheden har den økonomiske ballast til at skabe vækst uden at komme i økonomisk uføre. Den samlede konklusion baseret på foretagende analyser og beregninger viser at Carlsberg er en meget solid virksomhed som står foran en sikker fremtid hvor virksomheden skal videreføre deres strategiplan ”SAILS 22” som har haft en positiv udvikling. Carlsberg burde dog efter analytikeres mening overveje om de skal satse mere på det asiatiske marked frem for østeuropæiske marked selvom dette marked er Carlsbergs største enkeltstående marked. Argumentationen for at satse på det asiatiske marked

skyldes den store BNP vækst der opleves i Asien i disse år, samt en stigende interesse for dyrere vestlige produkter. Derudover oplever Asien som dokumenteret i analysen en større procentvis stigning i EVA end Østeuropa i årene 2016 og 2017 sammensat med en generel stigning i hele analyseperioden imens Østeuropa har haft et procentvis fald i EVA.

## 25. Perspektivering:

Generelt er EVA meget velanset blandt analytikere fordi nøgletallet er det bedste nøgletal til at vurdere fremtidige økonomiske præstationer. En stigning i EVA skulle gerne resultere i en øget virksomhedsværdi. (Financial Statement Analysis 2017 s. 433). EVA nøgletallet har dog også fået kritik, da nøgletallet bygger en virksomheds historiske finansielle nøgletal og derfor kræver en reformulering af tilgængelige basis tal. Det anslås at det kræver mere end 150 justeringer for at EVA nøgletallet kan beregnes, hvilket ses af analytikere som en stor ulempe (Financial Statement Analysis 2017 s.433). Derudover viser EVA ved økonomisk præstations måling ikke tilstrækkelig hensyn til om målinger foretages kort eller langsigtet, hvilket vil sige at EVA kun tager hensyn til effekten for det nuværende år. For eksempelvis restruktureringsomkostninger som har en negativ økonomisk effekt på det nuværende år, selvom fremtidige EVA 'er, vil blive forbedret (Financial Statement Analysis s.435).

I fremtidige projekter kan det fra analytikeres side overvejes om EVA er det bedste økonomiske nøgletal til at måle en virksomheds økonomiske præstation, da ovenstående afsnit fremhæver ulemper ved nøgletallet og sår tvivl om det er bedre end andre nøgletal som EBIT eller NOPAT. For eksempelvis i Carlsberg og bryggeribranchen generelt forekommer store omkostninger i forbindelse med rekonstruering af bryggerier på forskellige markeder for at optimere ens konkurrenceevne og imødekomme politiske krav. Rekonstrueringsomkostninger som bliver brugt til at forbedre fremtidige EVA 'er, men går ind og påvirker det nuværende års EVA.

## Litteraturliste

### Bøger

- Christian Vriberg Petersen, Thomas Plenborg, Finn Kinserdal. Financial Statement Analysis. Udgave: 2017 Forlag: Fagbokforlaget.
- Ole Sørensen. Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang. Udgave 4, 2012. Forlag: Gjellerup/Gads.
- Burrell & Morgan, G (1979) "Sociological Paradigms and Organisational Analysis" First edition - Heinemann Educational Books.
- Luft, J., and Shieds, M. D. 2007. Mapping management accounting: Graphics and guidelines for theory-consistent empirical research. In *Handbook of Management Accounting Research*, edited by Chapman, C. S., Hopwood, A. G., and Shields, M. D., 27–95.

### PHD Projekt

- The Roles of Finance functions, Management Accounting, and lean. Henrik Nielsen Adjunkt AAU.

### Artikler

Børsen:

- Artikel nr.1 "Optakt: Rubel og pris/miks giver Carlsberg fremgang i lille kvartal" Offentliggjort af børsen den 3. maj 2017
- Artikel nr. 2 "Carlsberg: Rige kinesere skal sikre væksteventyr" offentliggjort af børsen den 5. januar 2018
- Artikel nr. 3 "Medier: Carlsberg indgår 2 nye produktionsaftaler" offentliggjort af børsen den 13. februar 2017
- Artikel nr. 4 "Carlsberg kan være et skridt nærmere opkøb" offentliggjort af børsen den 13. december 2017
- Artikel nr. 5 "Carlsberg konkurrent hugger markedsandele i Rusland" offentliggjort af børsen den 15.januar 2018
- Artikel nr. 6 "Carlsberg bekræfter rygter og sælger Malawi bryggeri – men bliver i Afrika" offentliggjort af børsen den 10.august 2016
- Artikel nr. 7 "Nye forbud kan øge pres på Carlsberg i Rusland" offentliggjort af børsen den 6.april 2018

- Artikel nr. 8 ”Carlsberg vil erobre ølmarkedet med ny fadølsteknik” offentliggjort den 29. september 2016

Berlingske Business:

Artikel nr. 1 ”Rublen svækkes for anden dag i træk og trækker Carlsberg med ned” offentliggjort af Berlingske Business den 10. april 2018

Artikel nr. 2 ”Derfor er Carlsberg fast em deltager, så meget stiger salget” af Berlingske Business den. 10. juni 2016

Artikel nr. 3 ”Begyndelse på enden for Carlsberg som EM sponsor ” offentliggjort Berlingske Business den 20. juni 2016

Artikel nr. 4 ” Salget af energidrikke spurter afsted i Danmark”

Fødevarewatch:

Artikel nr. 1 ”Carlsberg udfordringer med specialøl skal overvindes i Østeuropa” offentliggjort den 5. januar 2018

Artikel nr. 2 ” Rekordmange nye bryggerier i Danmark” offentliggjort den 13. marts 2018

Artikel nr. 3 ” Carlsberg konkurrent overrasker positivt på væksten” offentliggjort den 4. maj 2017

Finans:

Artikel nr.1 ”Carlsberg i rekordstor aftale med fodboldlandsholdet” offentliggjort den 1. september 2016

Artikel nr. 2 ”Carlsberg indgår samarbejde med global energikæmpe” offentliggjort den 8. juni 2016

### Internetkilder

- Carlsberg fonden
- Globalis.dk
- World Bank.org (World Bank)
- Dansk industry.dk
- Euroinvestor.dk

- Eu.dk
- Dr.dk
- Politikken.dk
- Bryggeriforeningen.dk
- Skm.dk (Skatteministeriet)
- Dansk statistik. [www.dst.dk](http://www.dst.dk)
- Carlsberg Danmark [www.Carlsberg.dk](http://www.Carlsberg.dk) Reklamefilm med Mads Mikkelsen
- B.dk

### Andre kilder

- PDF-fil: PWC: Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis. Udgivet februar 2016.
- Carlsbergs årsrapporter 2013-2017
- Heinenkens årsrapporter 2013-2017
- AB-InBev årsrapporter 2013-2017
- Damodaran (estimering af Beta værdi)

### Figurer

- Figur 1:Paradigme mix
- Figur 2: Speciale projektets opbygning
- Figur 3:Organisations diagram
- Figur 4: PESTEL analyse
- Figur 5: BNP-udvikling
- Figur 6: Carlsbergs nettoomsætning fordelt på diverse valutaer
- Figur 10: Porters 5 Forces opsummering
- Figur 11: Værdikædeanalyse
- Figur 12: Vækstmatrice
- Figur 13: Opsummering af vækststrategi
- Figur 14: SWOT-analyse
- Figur 15: Dupont pyramide

### Tabeller

- Tabel 1: Enterprise værdi multipler

- Tabel 2: Egenkapital værdi multipler
- Tabel 3:Udvikling salgsvolumen
- Tabel 4: Udvikling Carlsbergs nettoomsætning
- Tabel 5: Udvikling EBIT
- Tabel 6: Ølforbrug i Europa
- Tabel 7: Resultatopgørelse
- Tabel 8: Balancen
- Tabel 9: Effektiv skattesats
- Tabel 10: Udvikling i EVA
- Tabel 11: Udvikling i ROE
- Tabel 12: Udvikling i Spread
- Tabel 13: Udvikling i FGEAR
- Tabel 14: Dekomponering af ROIC
- Tabel 15: Driftsmæssig rentabilitet
- Tabel 16: Common Size analyse
- Tabel 17: Finansiell gearing
- Tabel 18: Rentedækning
- Tabel 19: Gæld/EBITDA
- Tabel 20: Nettorentebærende gæld/EBITDA
- Tabel 21: Likviditetscyklus
- Tabel 22: Omsætningsratio
- Tabel 23: Effektiv lånerente
- Tabel 24: Estimering af kapitalstruktur
- Tabel 25: Salgsvækst i Nord- og Vesteuropa
- Tabel 26: Salgsvækst i Østeuropa
- Tabel 27: Salgsvækst i Asien
- Tabel 28: Budgetforudsætninger
- Tabel 29: Samlet budget
- Tabel 30: DCF-model
- Tabel 31: EVA-model
- Tabel 32: Nøgletal multipler



- Tabel 33: Multipler
- Tabel 34: Opstillede værdier ud fra multipler
- Tabel 35: Følsomhedsanalyse
- Tabel 36: Udvikling af EVA
- Tabel 37: Østeuropas effekt på Carlsbergs samlede EVA
- Tabel 38: Asiens effekt på Carlsbergs samlede EVA
- Tabel 39: Sammenligning af Carlsbergs EVA med Heineken og AB-InBev
- Tabel 40: Det generelle aktiemarkeds forventede ryk for Carlsberg
- Tabel 41: Sammenhæng mellem overskudsgrad og omsætningshastighed
- Tabel 42: Balanceret vækst

Bilag: Vedlagt USB – stik.

Bilag under navnet Excel Carlsberg indeholder alle beregninger der er vist speciale projektet