



Strategisk- og regnskabsanalyse samt værdiansættelse af Carlsberg Group

Afhandling HD(R)

Navn: Sylvia Løvenskjold
Hansen Studienr 20175780

Navn: Thai Que Diep
Studienr 20175803
Vejleder: Jens Riis Andersen

Dato: 06. Maj 2019
Antal anslag: 179.067

Indholdsfortegnelse

English summary	1
1. Indledning	4
1.1 Problemstilling	5
1.2 Problemformulering	5
1.3 Afgrænsning	6
1.4 Metode, teori, empiri og kildekritik	7
1.5 Opgavestruktur	8
2. Carlsbergs historie	10
2.1 Hovedmarkederne	10
2.2 Carlsbergs strategiplan	11
3. Strategisk analyse	13
3.1 Ekstern analyse	13
3.1.1 PEST-analyse	13
3.1.2 Porters Five Forces	21
3.2 Intern analyse	28
3.2.1 Værdikædeanalyse	28
3.2.2 Konkurrence- og vækststrategier	34
3.3 SWOT-analyse	38
3.3.1 Styrker	39
3.3.2 Svagheder	39
3.3.3 Muligheder	39
3.3.4 Trusler	40
3.4 TOWS-analyse	40
3.4.1 Handlingsalternativer	41
4. Regnskabsanalyse	42
4.1 Validitet	42
4.2 Sammenlignelighed	43
4.2.1 Definition af IFRS 9	43
4.2.2 Definition af IFRS 15	44
4.2.3 Betydning af de nye standarder	44
4.2.4 Vurdering af sammenlignelighed	45
4.3 Reformulering	45

4.3.1 Reformulering af balancen.....	46
4.3.2 Reformulering af resultatopgørelsen.....	47
4.4 Benchmarkanalyse	49
4.4.1 Common-size-analyse mellem resultatopgørelserne.....	50
4.4.2 Common-size-analyse af balancen.....	50
4.5 Rentabilitetsanalyse	52
4.5.1 Analyseniveau 1 – Drifts- og finansieringsaktivitet samt finansiell gearing	53
4.5.2 Analyseniveau 2 – Dekomponering af ROIC	57
4.5.3 Analyseniveau 3 – Analyse af overskudsgrad og omsætningshastighed	59
4.6 Vækstanalyse	61
4.6.1 Vækst i nettoomsætningen	62
4.6.2 Vækst i driftsoverskud før og efter skat.....	62
4.6.3 Vækst i netto driftsaktiver.....	63
4.6.4 Vækst i egenkapitalen	64
4.7 Delkonklusion på regnskabsanalysen	65
5. Budgettering.....	67
5.1 Budgettering af salgsvæksten i de tre hovedmarkeder.....	68
5.1.1 Vesteuropa	68
5.1.2 Østeuropa	69
5.1.3 Asien	70
5.2 Budgettering af AOH.....	70
5.3 Budgettering af overskudsgraden fra salg og den effektive skatteprocent.....	71
5.4 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat	72
5.5 Sammenholdelse med aktieanalyser	72
5.6 Delkonklusion på budgettering	74
6. Værdiansættelse af Carlsberg.....	76
6.1 WACC	77
6.1.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen.....	78
6.1.2 Ejernes afkastningskrav (r_e)	78
6.1.3 Estimering af lånerenten (r_g)	81
6.1.4 Beregning af WACC.....	82
6.2 Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen	83
6.3 Prismultiple.....	84
6.4 Følsomhedsanalyse	86

6.5 Delkonklusion på værdiansættelse af Carlsberg	88
7. Konklusion.....	89
8. Litteraturliste.....	92
8.1 Bøger.....	92
8.2 Årsrapporter	92
8.3 Hjemmesider	93
Bilag 9.....	98

English summary

The purpose of this thesis is to estimate the market value of Carlsberg Group with the motive to compare the estimated share value with the actual share value on February 15th 2019. Our reason for choosing Carlsberg Group is based on the intensive competition in the brewery industry, while complying significant regulation. The fact, that Carlsberg Group is listed on the Danish OMX25 index, the most traded Danish shares, gained our interest.

The estimation of the market value of Carlsberg Group is computed by using the valuation model Discounted Cash Flow (DCF). The process for the calculation is based on discounting expected future cash flows to present value. The cash flow is based on a budget, conducted upon our future expectations for Carlsberg Group's financial performance. The assessment of the expected future financial performance is provided by a strategic and financial analysis. The conclusion from the two analyses determines the future performance, hence the budget.

The market value for Carlsberg Group's share on the February 15th 2019 was DKK 797.40 per share. This thesis wants to determine, whether the market assessment of the actual market value per share on the February 15th 2019 is under- or overvalued, compared to the estimated market value.

Strategic analysis

The strategic analysis addresses the external and internal factors, that may have a positive or negative affect on Carlsberg Group's financial performance, and therefore will influence the conducted budget. The external factors are assessed by completing a PEST and Porters Five Forces (P5F) analysis, while the internal factors are assessed by a Value Chain analysis and Porters Generic Competitive strategies.

The PEST analysis concludes that the brewery industry is particularly affected by political, legislative and economic conditions. E.g. the brewery industry is imposed of duties, legislation on the Asian market and the PET ban in Russia potentially may have a negative effect on their earnings. Whereas the socioeconomic expected development on Carlsberg Group's main markets, shows positive trends.

The P5F analysis states that the competition from smaller or micro-breweries is insignificant, while the competition between the larger breweries is fierce. It is very common that the larger breweries buy smaller breweries to gain a larger market share. Furthermore, the threat of substitute products on the brewery industry is significant, because there are several other products, that fulfill the same requirements as beer.

The Value Chain analysis illustrates that Carlsberg is aware of the intense competition of maintaining and gaining of further market share, while simultaneously trying to increase their earnings. Carlsberg Group focusses on improving their core competences. E.g. streamlining their internal procedures by focusing on improving their technology to help both customers and staff, furthermore allocating resources to their research and development department and improving their production facilities. It is assessed that Carlsberg Group's main strength is their unique brand, which is the main cause behind their value creation. Because it can not be imitated, this is considered to giving them a competitive advantage. Porters Generic Strategy concluded that Carlsberg's main object is not to preserve expenses, but rather broadening their product assortment, so they differentiate themselves on the market.

Financial analysis

The financial analysis is based on historical financial statements from Carlsberg Group within the last five years. A common-size analysis was conducted, based on a reformulated income statement and balance sheet. The common-size analysis illustrated that Carlsberg Group had a higher EBIT-margin than Heineken, however the profit-margin for both companies are identical. This development is due to the fact that Carlsberg had larger exchange rate expenses for their foreign subsidiaries.

The balance sheet showed that Carlsberg Groups had a larger proportion of intangible assets, compared to Heineken, however Carlsberg Group's proportion of financial assets, including investment in associates and joint ventures, are lower. This is consistent with their strategy, to maintain influence on the companies, they cooperate with.

A profitability analysis was completed through an extended DuPont-pyramid, which is based on Carlsberg Group's ability to create value for its shareholders (ROE). The development for Return on Equity (ROE) shows that there are some fluctuations during the five-year period. The cause of

the fluctuations are related to "other operating activities", including depreciation of intangible assets. By dividing Return on Invested Capital (ROIC) to earnings from sale and other earnings, it showed that the earnings from sales were stable during the period, while the earnings from other earnings were volatile. A growth analysis, that was conducted, showed that the growth opportunities for Carlsberg Group are positive.

Estimation

Based on the conclusions from the strategic and financial analysis, a budget was conducted spanning over a five-year period. The budget functions as the basis for the DCF calculation. The expected cash flow needs to be discounted to the present value, using the weighted average cost of capital (WACC), in order to estimate the market value of Carlsberg Group as of February 15th 2019.

The calculated valuation of Carlsberg Group's share as of February 15th of 2019 is estimated to be DKK 136,618m, while the valuation of a share is DKK 908.63. Furthermore, to validate the valuation assessed by the DCF model, the valuation was compared to the average valuation computed by price multipliers. The average price was estimated to be DKK 827.91.

Subsequently, a sensitivity analysis was computed, to emphasize the sensitivity of the share, based on changes of WACC and the constant growth rate. The analysis showed that the share was slightly more affected by adjustments to WACC than the constant growth rate.

Based on the strategic and financial analysis and also computed budget and calculations, the conclusion showed, that there is a trend that the market is considerably underestimating the valuation of Carlsberg Group as of February 15th 2019.

1. Indledning

Afhandlingens valg af emne blev den danske bryggerikoncern Carlsberg Group, som herefter vil blive benævnt ”Carlsberg”. Carlsberg er en spændende og unik dansk virksomhed, som har eksisteret siden år 1847 og har opnået betydelig vækst siden sin opstart.

Carlsberg indgår i C20 indekset, som er et indeks over de mest likvide og værdifulde aktier på Københavns Fondsbørs¹, og er én af de 10 største virksomheder i Danmark i år 2017².

Virksomheden er ikke blot kendt i Danmark; men er igennem vækst, opkøb og fusioner blevet en global koncern. Danmark har som land kun få rigtig store virksomheder, som er verdenskendte, hvorfor vi finder det interessant at undersøge en dansk, verdenskendt virksomhed som Carlsberg. Eftersom Carlsberg er verdenskendt, opererer de på mange forskellige og spændende markeder, som har hver sine udfordringer, herunder miljø, politik, adfærd m.v.. Disse skal Carlsberg forsøge at tilpasse bedst muligt og herigennem opnå vækst – ikke blot vækst på omsætning; men også indtjeningsmæssigt, hvilket er noget, som de fleste aktionærer vil fokusere på.

Bryggeribranchen er præget af høj konkurrenceintensitet³, som i væsentlig grad skyldes konsolidering blandt de større bryggerier i verden. Derudover er bryggeribranchen, som flere andre brancher, præget af flere reguleringer fra myndighederne, som fokuserer på befolkningens sundhed. Dette sætter sine begrænsninger og udfordringer, som kræver, at virksomheden omgående skal agere for at undgå for eksempel bøder ved lovmæssige reguleringer, tabt markedsandel eller i værste fald dårligt omdømme, som kan have store konsekvenser for en verdensomspændende virksomhed. Sundhed er noget, som ikke kun regeringen går op i; men også forbrugerne. Et eksempel på regeringens tiltag som konsekvens af de sundhedsbevidste individer er rygeloven, hvor enkelte danske butikker har valgt, at cigaretterne ikke længere skal være synlige for befolkningen. Det enkelte individ er som beskrevet også mere sundsbevidste og vælger derfor alternative produkter, hvilket måske kan påvirke Carlsberg på sigt og deres position på markedet.

¹ <http://www.proinvestor.com/c20> (besøgt d. 20. marts 2019)

² https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/352217/se_listen_her_er_danmarks_1000_stoerste_virksomheder.html (besøgt d. 25. marts 2019)

³ <https://finans.dk/erhverv/ECE10907459/efter-tre-oelkrak-prispres-kan-udloese-konkursboelge-blandt-bryggerier/?ctxref=ext> (besøgt d. 20. marts 2019)

På baggrund af ovenstående finder vi det interessant at undersøge værdiansættelsen af Carlsberg for at vurdere, om denne er på niveau med den aktuelle markedsværdi.

1.1 Problemstilling

Det overordnede formål med denne afhandling ved afslutning af HD-R på Aalborg Universitet er en vurdering af, om Carlsbergs aktuelle markedsværdi per 15. februar 2019 ligger på niveau med den fundamentale værdi.

For at kunne udarbejde værdiansættelse af Carlsberg vil afhandlingen indeholde et hovedspørgsmål samt 4 undersøgelses spørgsmål.

1.2 Problemformulering

Hvad er den beregnede fundamentale værdi af Carlsberg Groups aktier per 15. februar 2019, og hvordan stemmer denne overens med den aktuelle kursværdi per 15. februar 2019?

Til vurdering heraf foretages der en værdiansættelse af selskabet Carlsberg per 15. februar 2019. Der vil blive foretaget en fundamental analyse, herunder en strategisk analyse af Carlsberg. Den strategiske analyse vil fokusere på de ikke-finansielle værdidrivere. Analyserne vil danne grundlag for fastlæggelse af de interne og eksterne faktorer, der har betydning for værdiskabelsen af selskabet samt deres påvirkning på de finansielle værdidrivere.

Yderligere vil der blive udarbejdet en regnskabsanalyse for at vurdere de finansielle værdidrivere. I denne analyse vil der derudover blive foretaget en reformulering af de finansielle opgørelser samt benchmarkanalyse, rentabilitetsanalyse og sidst en vækstanalyse. Når de finansielle og ikke-finansielle værdidrivere er blevet analyseret, føres afhandlingen frem til budgettering af Carlsberg. Dette budget vil blive sammenholdt med analytikernes bud på fremtiden for at vurdere, om afhandlings bud er på rette spor.

Analyserne kortlægger de fremtidige aktiviteter i budgettet, som bidrager til værdiansættelsen af Carlsberg, og dermed den endelige konklusion på afhandlingen.

Undersøgelsesspørgsmål:

- *Hvordan er selskabets strategiske position?*
- *Hvordan har Carlsbergs regnskab udviklet sig igennem de seneste år?*
- *Hvordan påvirkes Carlsbergs fremtidige indtjening og vækstmuligheder af deres nuværende strategi?*
- *Hvad kendetegner den kapitalbaserede værdiansættelsesmodel DCF, og hvad er dens følsomhedsgrad?*

1.3 Afgrænsning

Nedenstående afgrænsninger kan få betydning for afhandlingens samlede konklusion, da disse informationer, data m.v. som anført nedenfor kan have indflydelse på værdiansættelsen, som derved kan blive over- eller undervurderet.

Ved udarbejdelsen af denne afhandling afgrænses der til koncernregnskabet for Carlsberg, hvorfor regnskaber for såvel moder- som datterselskaber ikke vil blive inddraget som separate selskaber, da disse selskaber allerede er indregnet i koncernregnskabet.

Regnskabsanalysen vil omfatte alle regnskabsdata fra Carlsberg fra år 2014 til 2018, og budgetperioden vil omfatte en 5-årig periode fra 2019 til 2023.

Endvidere afgrænses der fra at reformulere egenkapital- og pengestrømsopgørelsen, eftersom disse kan bestemmes ved beregning ud fra data i den reformulerede resultatopgørelse og balance. Det vurderes, at denne afgrænsning ikke vil have en påvirkning på afhandlingens samlede resultat.

Vores analyser er begrænset til offentligt tilgængelige data til og med den 27. marts 2019, hvorfor data som ligger senere end denne dato ikke vil blive medtaget.

Carlsbergs hovedprodukt er øl, idet øl udgør 85% af deres samlede omsætning⁴, hvorfor vores strategiske analyser afgrænses til kun at omhandle øl, heriblandt også alkoholfri øl. Hovedparten af Carlsbergs aktivitet sker på tre markeder, som er Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Derfor har vi valgt, at vores strategiske analyser afgrænses til at omhandle disse markeder.

⁴ Årsrapport 2018 s. 13

1.4 Metode, teori, empiri og kildekritik

Afhandlingen vil blive affattet ved brug af empirisk data understøttet af redskaber fra det teoretiske til at afdække undersøgelsesspørgsmålene for at kunne besvare problemformuleringen. Overvejelserne omkring vores brug af teori og empiri ligger til grund for dataindsamling til anvendelse for udarbejdelsen af afhandlingen.

Til vurdering af hvilken metode, som anvendes i afhandlingen, skal det afgøres hvilket formål afhandlingen omfatter. I teorien kan der skelnes mellem seks forskellige kategorier af formål som er: beskrivende, eksplorative/problemidentificerende, forstående, forklarende, problemløsende og det interventionsorienterede formål. Denne afhandling vil hovedsageligt besvare problemformuleringen og undersøgelsesspørgsmålene med fokus på det problemløsende formål.

Den metodemæssige tilgang i afhandlingen kan enten være deduktiv (bevisførelsens eller tænkningensvej) eller induktiv (opdagelsens vej).⁵ Det er vurderet, at tilgangen er deduktiv, eftersom afhandlingen tager udgangspunkt i kendte teorier og data for at udarbejde analyser og værdiansættelse af Carlsberg, som til sidst vil besvare hovedspørgsmålet i problemformuleringen.

De teoretiske modeller, der vil blive anvendt i de strategiske analyser, bliver beskrevet nærmere under kapitel 3, mens modeller anvendt til værdiansættelse af Carlsberg vil blive beskrevet under kapitel 6.

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i udvalgte kendte teorier fra pensum, desuden vil vi gøre brug af yderligere teori uden for pensum. Fælles for alle anvendte teorier er, at der er foretaget tjek af forfatterne gennem google scroller for at kvalitetssikre validiteten og kvaliteten på forfatteren.

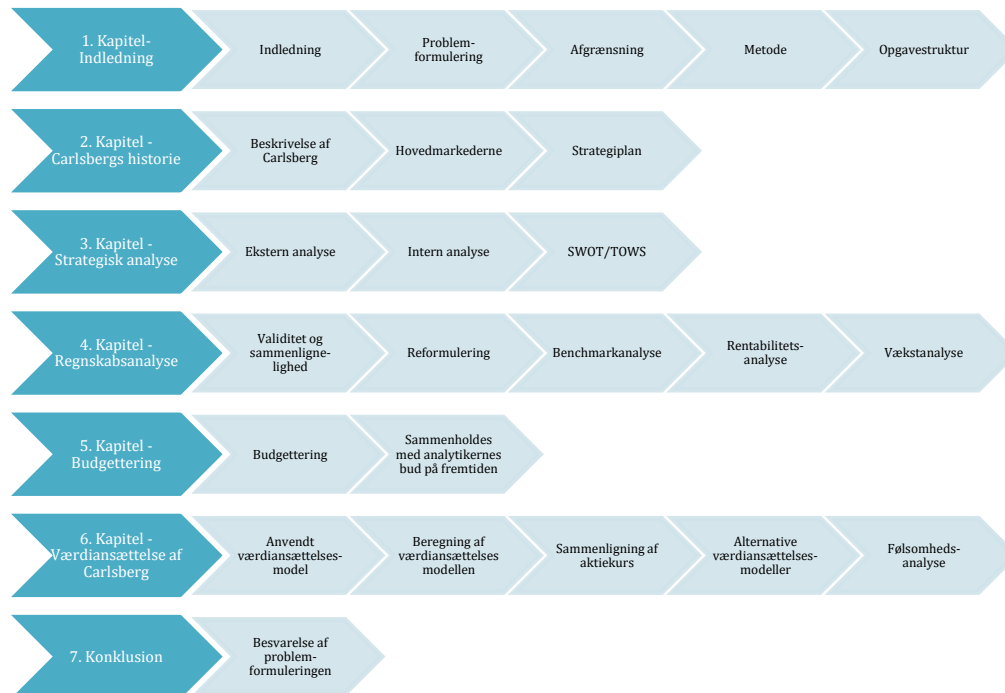
Ved udarbejdelse af afhandlingen er det nødvendigt at indsamle data til indholdet. Empirisk data vil i afhandlingen komme fra forskellige kilder, som vil blive vurderet ud fra deres relevans og validitet. Der skelnes mellem kvantitativ og kvalitativ data ved dataindsamlingen, hvor de kvantitative data består af årsrapporter og statistikker, mens de kvalitative data består af anvendte bøger og artikler.

De kvantitative og kvalitative data vil være i form af primære data fra Carlsberg eller konkurrenters hjemmeside, mens de sekundære data vil være i form af offentligt tilgængelige artikler på nettet

⁵ (Andersen I. , 2013, s. 31)

samt bøger. De primære data fra Carlsberg eller konkurrenternes hjemmeside vurderes at være valide. Eftersom det er tale om børsnoterede virksomheder hvor oplysninger og handlinger, som ikke er etisk korrekt kan skade virksomhedernes images. Ligeledes vurderes årsrapporterne at være valide, da de alle indeholder en revisionspåtegning, hvorved årsrapporten er sikret et retvisende billede. Ved brug af sekundær data vil vi forholde os kritisk til datas validitet og reliabilitet

1.5 Opgavestruktur



Figur 1 – Opgavestruktur. Kilde: Egen tilvirkning

Afhandlingen vil være opdelt i syv kapitler som illustreret i ovenstående figur 1. Kapitel 1 har til formål at kortlægge baggrunden for afhandlingen, opstille problemformuleringen og beskrive afhandlingen generelt samt metoden for sikre, at udarbejdelsen opfylder validitets- og reliabilitetskriterierne.

Kapitel 2 omhandler en kort redegørelse for Carlsbergs historie, deres tre hovedmarkeder og deres strategi. Dette opbygger et generelt kendskab til virksomheden og dens aktiviteter.

Kapitel 3 vil identificere Carlsbergs ikke-finansielle værdidrivere og har til formål at afdække undersøgelsesspørgsmålet ”Hvordan er selskabets strategiske position?”. Dette vil vi besvare ved at udforme en strategisk analyse, som identificerer de ikke-finansielle værdidrivere, herunder en

ekstern analyse, som vil afdække de eksterne og konkurrencemæssige forhold, som Carlsberg må agere overfor, samt en intern analyse, som klarlægger Carlsbergs styrker og svagheder.

Efterfølgende vil der i kapitel 4 foretages en regnskabsanalyse, som vurderer Carlsbergs finansielle værdidrivere. Således vil kapitlet afdække undersøgelsesspørgsmål 2 *”Hvordan har Carlsbergs regnskab udviklet sig igennem de seneste år?”*. Der vil først i kapitlet blive foretaget en vurdering af Carlsbergs regnskabs validitet og sammenlignelighed, hvorefter regnskabsanalysen vil bestå af en reformulering af balancen og resultatopgørelsen, en benchmarkanalyse, rentabilitetsanalyse og til sidst en vækstanalyse.

På baggrund af den strategiske og regnskabsmæssige analyse i kapitel 3 og 4, vil der i det 5. kapitel blive udformet en budgettering af Carlsbergs pengestrøm. Dette kapitel vil afdække afhandlingens 3. undersøgelsesspørgsmål *”Hvordan påvirkes Carlsbergs fremtidige indtjening og vækstmuligheder af deres nuværende strategi?”*. Estimerne i budgetterne er en afgørende faktor for selve værdien, hvilket vil omfatte balancen og resultatopgørelsen.

I kapitel 6 vil der på baggrund af budgetteringen i kapitel 5 blive foretaget en værdiansættelse af Carlsberg aktien per 15. februar 2019. Dette kapitel vil ligeledes afdække afhandlingens sidste undersøgelsesspørgsmål *”Hvad kendetegner den kapitalbaserede værdiansættelsesmodel DCF, og hvad er dens følsomhedsgrad?”*. Der vil først i kapitlet være en beskrivelse af den anvendte værdiansættelsesmodel, hvorefter de forskellige faktorer i beregningen vil blive estimeret, og slutteligt selve beregningen af værdiansættelsen vil blive foretaget. Kapitlet vil ligeledes indeholde en sammenligning med den aktuelle aktiekurs per samme dato. Dernæst vil vi komme ind på alternative værdiansættelsesmodeller, og sidst i kapitlet vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse i forhold til den beregnede værdiansættelse.

Afhandlings kapitel 7 indeholder en konklusion på hele afhandlingen, hvor vi vil få besvaret afhandlingens problemformulering.

2. Carlsbergs historie

Carlsberg blev grundlagt tilbage i år 1847 af Jacob Christian Jacobsen og er blevet opkaldt efter Jacobs søn, Carl. Carlsberg fik for første gang deres øl uden for Danmarks grænser allerede i 1868⁶.

Efter uenigheden mellem Jacob Christian Jacobsen og hans søn, Carl Jacobsen, oprettede Carl sit eget selvstændige bryggeri, Ny Carlsberg, i 1868, mens Carlsberg blev til Gammel Carlsberg. Efter Jacobs død, blev Gammel og Ny Carlsberg fusioneret til Carlsberg Bryggeriet, hvor Carl blev den første direktør for det samlede bryggeri⁷.

Carlsberg fik sit første bryggeri i udlandet i år 1968 og et par år efter i år 1970, fusionerede Carlsberg og Tuborg til De Forenede Bryggerier A/S, som efterfølgende skiftede navn til Carlsberg A/S.

Branchen var i 1990'erne præget af fusioner og opkøb mellem bryggerierne. Carlsberg indgik i år 2001 et samarbejde med et russisk bryggeri, Scottish & Newcastle, og endte i år 2008 med at opkøbe halvdelen af selskabet, hvilket medførte fuld kontrol over en række russiske og baltiske bryggerier⁸. Carlsberg benyttede desuden lejligheden til at skifte navn til Carlsberg Group.

Siden da er Carlsberg kommet ind på det asiatiske marked via opkøb. Opkøb igennem tiden har medført en udvidelse af Carlsbergs produktportefølje, som indeholder mange forskellige produkter lige fra internationale til lokale eller specielle brands.

2.1 Hovedmarkederne

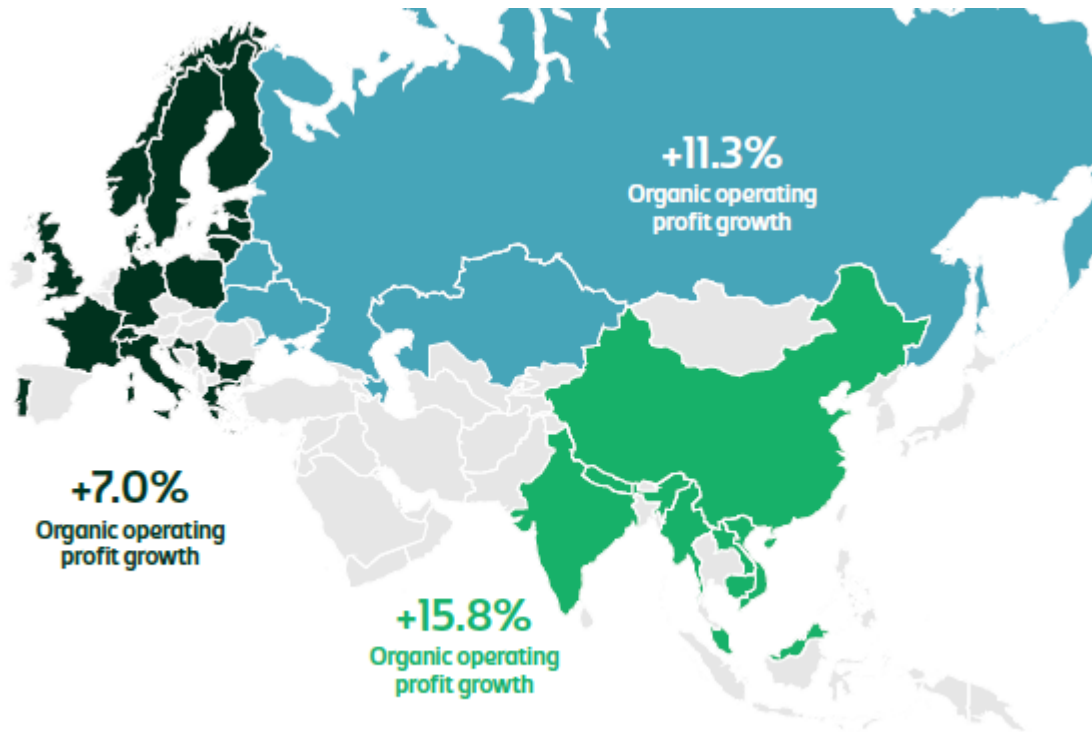
Carlsberg er et internationalt bryggeri, som sælger drikkevarer til det meste af verden. Det er dog specielt 25 markeder fordelt på Vesteuropa, Østeuropa og Asien, hvor Carlsberg har sat sit fodprint som enten markedsposition nummer to eller som markedsleder⁹. De tre markeder har til sammen udgjort 75% af Carlsbergs samlede salg bestående af både øl og andre drikkevarer som sodavand og cider i år 2018.

⁶ <https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/> (besøgt d. 14. marts 2019)

⁷ <https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/> (besøgt d. 14. marts 2019)

⁸ <https://www.carlsbergfondet.dk/da/Om-fondet/Carlsbergfondet/Tidslinie-for-Carlsbergfamilien/Tidslinie-for-Carlsbergfamilien> (besøgt d. 14. marts 2019)

⁹ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 9



Figur 2 - Kort over de tre hovedmarkeder. Kilde: Årsrapport 2018.

I Asien, især Kina, bemærkes stigende efterspørgsel på internationale ølmærker, mens man i Vesteuropa og Rusland oplever større efterspørgsel på alkoholfri øl grundet forbrugernes ønske om mindre alkoholindtag og sundere livsstil¹⁰.

2.2 Carlsbergs strategiplan

Efter at de 60 øverste ledere i Carlsberg havde identificeret, evalueret og konkluderet en række strategiske muligheder, præsenterede Carlsberg deres SAIL '22-strategi i 2016. De strategiske parametre i SAIL '22 baseres på afgørende globale tendenser i ølindustrien, som skaber værdi, samtidig med, at den er i overensstemmelse med gruppens styrker.

Carlsbergs ambition er at være succesrig, professionel og et attraktivt bryggeri på dets markeder. Succesrig omfatter, at Carlsberg løbende opnår en bæredygtig top- og bundlinjevækst, bliver en

¹⁰ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 23

professionel virksomhed ved at styrke forholdet til deres kunder og til sidst at være en attraktiv virksomhed for aktionærene, samfundet og medarbejderne¹¹.

Ledelsen lavede fire fundamentale prioriteringer, for at leve op til deres ambitioner. Prioriteringerne består i at kerneforretningen styrkes, positionering i forhold til vækst, at levere værdi til aktionærene og at skabe en vinder-kultur i gruppen. Carlsberg vil styrke deres kerneforretning ved at blive bedre til dét, de allerede er gode til. Positioneringen for opnåelse af vækst fokuserer på at vinde markedsandele i afgørende demografiske områder. Værdien til aktionærene leveres ved, at Carlsberg oplever en bæredygtig vækst samtidig med at fokus er på udvalgte Key Performance Indicators (KPI), såsom ROIC, den frie pengestrøm, EBIT-margin m.v. Vinderkulturen forekommer ved, at kulturen i gruppen præges af en teambaseret, resultatorienteret kultur, som skal sikre, at medarbejderne opnår en følelse af ejerskab og ansvar.¹²

¹¹ <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/03/16/carlsberg-praesenterer-sin-sail22-strategi/13330844> (besøgt d. 27. marts 2019)

¹² https://carlsberggroup.com/media/4137/sail22_investor_presentation_final.pdf (besøgt d. 26. marts 2019)

3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse er det første skridt i en fundamental værdiansættelsesproces. Den strategiske analyse har til formål at identificere de faktorer, der påvirker værdien af Carlsberg, hvilket vil sige virksomhedens ikke finansielle værdidrivere. Nedenfor vil der blive udarbejdet en ekstern og en intern analyse af Carlsberg, med fokus på ølbranchen og deres tre hovedmarkeder, som vi afgrænsede os til i afsnit 1.3.

3.1 Ekstern analyse

I de kommende afsnit vil vi foretage en analyse af Carlsbergs fjernmiljø, hvor forhold med påvirkning på Carlsbergs omverden, vil blive analyseret. Til vurdering af de eksterne faktorer, der har indflydelse på Carlsbergs fremtidige værdiskabelse, vil der først og fremmest blive udarbejdet en PEST-analyse. PEST-analysen er en analysemodel, der har fokus på de eksterne faktorer på samfundsniveau. Herefter vil der blive udarbejdet en brancheanalyse ved brug af analysemodellen Porters Five Forces, som giver mulighed for at vurdere konkurrencesituationen i bryggeribranchen.

3.1.1 PEST-analyse

PEST-analysen anvendes som nævnt ovenfor til at analysere de eksterne forhold på samfundsniveau, der har betydning for Carlsbergs fremtidige værdiskabelse. Modellen opdeler omverden i fire hovedområder: Politiske og lovgivningsmæssige forhold, økonomiske og demografiske forhold, sociale og kulturelle forhold samt teknologiske og miljømæssige forhold. PEST-analysen kritiseres i høj grad for at være baseret på fortiden. Modellen får også kritik for, at den ikke hjælper til, hvordan man håndterer og arbejder med de eksterne forhold, som bliver identificeret i analysen. Derimod åbner den op for diskussion om, hvilke forhold man som virksomhed skal tage højde for og med baggrund heraf vurderes modellen, som værende et godt analyseværktøj til analyserer virksomhedens fjernmiljø. I nedenstående afsnit vil forhold ene med betydning for Carlsbergs fremtidige værdiskabelse blive identificeret.

3.1.1.1 Politiske og lovgivningsmæssige forhold

Moms og afgifter

Bryggeribranchen er underlagt løbende reguleringer som for eksempel politiske indgreb for at påvirke befolkningens sundhed og levestandarder. Dette ses i form af punktafgifter, som er en

afgift, der pålægges produkter, heriblandt alkoholiske drikkevarer, hvor med staten ønsker at påvirke eller regulere forbruget her af.

Mange af de virksomheder, der opererer inden for landegrænser, som er underlagt forbrugsbeskatning, bliver direkte påvirket i den forstand, at salgsprisen for produktet til slutforbrugeren stiger. Forbrugsbeskatning omfatter henholdsvis moms og afgifter. Det er de politiske aktører i landene, der regulerer beskatningen. I Danmark pålægges samtlige varer, som sælges til slutforbrugeren, en momssats på 25%. Den pålagte momssats påvirker forbrugeren købekraft således, at forbrugeren kan finde på at fravælge en vare, hvis købsprisen overstiger en vis grænse, hvilket uddybes nærmere i afsnit 3.1.2. Satserne for afgifterne varierer ofte mellem forskellige produktsortimenter afhængig af den politiske og/eller samfundsmæssige interesse, eksempelvis ved fokus på helse, klima eller bæredygtighed. I lande med højt beskatningsniveau forekommer det, at forbrugeren vælger at tage til nabolandet for at købe varer, som er prissat lavere. På det danske hjemmemarked ses det ofte, at danskerne vælger at tage til den tyske grænse for at handle blandt andet øl og sodavand til en billigere pris, end hvad de ellers skulle have betalt i Danmark. I 2018 besluttede den danske regering i samarbejde med Dansk Folkeparti at sænke afgifterne på øl og vin i forbindelse med finansloven 2019. Afgiftslettelsen vil udgøre omkring DKK 500 mio. som bryggeribranchen tildeles og dermed får bedre forhold til at styrke deres position på hjemmemarkedet i Danmark, da formålet med afgiftslettelsen er at gøre de danske varer mindre følsomme over for grænsehandel.¹³ Dette initiativ antages at styrke Carlsbergs position på hjemmemarkedet, idet prisen for produktet formentlig vil falde, hvorved afsætningen vil stige, og grænsehandlen kan blive mindsket.

PET-forbud i Rusland

Den russiske regering har indført skrappe regler for salg af øl, da alkoholisme er et alvorligt problem i Rusland. Tiltag som nye regler for salg af alkohol og afgiftsforhøjelse er iværksat for at mindske alkoholforbruget, og dette kan have betydning for de store bryggerier. Ligeledes blev der for to år siden indført forbud mod salg af øl i større plastikflasker, også kaldet PET-flasker, hvilket

¹³ <https://finans.dk/politik/ECE11042917/afgiften-paa-øl-og-vin-bliver-saenket/?ctxref=ext> (besøgt d. 19. marts 2019)

har ramt bryggeriernes volumensalg. Det er fra 1. januar 2019 blevet forbudt at sælge øl i større flasker end en liter og fra næste år vil det også blive forbudt at sælge øl i flasker større end en halv liter¹⁴. Cirka 40% af Carlsbergs salg til Rusland foregår på plastikflasker¹⁵. På trods af at ovenstående tiltag påvirker bryggeriernes volumensalg, har Carlsberg formået at øge deres andel af ølmarkedet i Rusland med hele 3%, og dermed for første gang siden 2007 oplevet vækst. Denne stigning skyldes det vejr i andet kvartal 2018 samt indvirkningen fra verdensmesterskabet i fodbold, der blev afholdt i Rusland tredje kvartal 2018.¹⁶

Sanktioner mod Rusland

For ottende gang er sanktionerne mod Rusland blevet forlænget, hvilket både presser Rusland og resten af de europæiske lande.¹⁷ Sanktionerne har indflydelse på importen og eksporten, som særligt presser den russiske økonomi. Sanktionerne mod Rusland, har medført, at den russiske rubel er blevet svækket, hvilket er dårligt nyt for de virksomheder, som er meget udsat over for den russiske valuta, heriblandt Carlsberg. Som konsekvens af den svækkede rubel faldt Carlsberg aktien i 2018, og den lave valutakurs vil ligeledes påvirke Carlsbergs indtjening.¹⁸

Lovreguleringer i Asien

På det asiatiske marked foretager regeringen også lovreguleringer for at undgå salg til mindreårige. Dette er implementeret i form af at forbyde salg af alkohol i kiosker og små supermarkeder.¹⁹ I 2017 blev salg af alkohol tæt på motor- og landeveje også forbudt, hvilket påvirkede bryggeriernes salg, som følge af at antallet af salgssteder er faldet.²⁰

Brexit

Konsekvenserne af Storbritanniens eventuelle udtrædelse af EU, er stadig usikre og uafklarede, da der endnu ikke er opnået enighed omkring udtrædelsesaftalen mellem det britiske parlament og

¹⁴ <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article10485714.ece> (besøgt d. 25. marts 2019)

¹⁵ <https://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/195530/artikel.html> (besøgt d. 25. marts 2019)

¹⁶ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 21.

¹⁷ <https://www.dr.dk/nyheder/udland/eu-forlaenger-sanktioner-mod-rusland-1> (besøgt d. 25. marts 2019)

¹⁸ <https://npinvestor.dk/nyheder/rublen-sv%C3%A6kkes-anden-dag-i-streg-og-tr%C3%A6kker-carlsberg-med-ned> (besøgt d. 25. marts 2019)

¹⁹ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/alkoholforbud-kan-ramme-carlsberg-i-asien> (besøgt d. 25. marts 2019)

²⁰ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/forbud-giver-carlsberg-modvind-i-indien> (besøgt d. 25. marts 2019)

Europaparlamentet. Når disse to parlamenter til enighed vil, de nuværende regler som udgangspunktet gælde frem til slutningen af 2020, hvormed virksomheder, som handler med virksomheder i Storbritannien, først vil opleve ændringer fra 1. januar 2021. Opnås der derimod ikke enighed, vil reglerne allerede blive ændret i slutningen af marts 2019. Dette vil særligt få konsekvenser for Storbritannien; men også for virksomheder, der har samhandel med dem. Storbritannien vil i toldmæssig forstand blive betragtet som et tredjeland, hvorfor told vil være et af de helt centrale punkter for virksomheder, som handler med Storbritannien, da de vil blive berørt af denne. Det vil utvivlsomt også betyde meromkostninger for disse virksomheder.

Den forbundne usikkerhed med Storbritanniens udtræden af EU og udsigten til en no-deal Brexit aftale skaber også negative dønninger i forsyningskæderne mellem briterne og resten af Europa. Den store bekymring om en no-deal aftale får virksomhederne til at hamstre, hvilket betyder, at de fylder deres varelagre op i god tid frem mod slutningen af marts. Disse oplagringer af varer er både omkostningstunge for virksomhederne; men vil også skabe en negativ forsyningskædeeffekt, ved at destabilisere produktionen og distributionen på længere sigt, både i Storbritannien og på tværs af Europa. Denne effekt vil blive forstærket, såfremt forbrugerne også begynder at hamstre.²¹ Brexit vurderes ikke at have en direkte påvirkning på Carlsberg, eftersom Carlsberg producerer i Storbritannien. Det vil til gengæld påvirke dem indirekte ved en negativ udvikling i forbrugertilliden, da dette vil slå igennem på forbrugeradfærden og derved ramme ølmarkedet, fortæller topchefen for Carlsberg i et telefonpressemøde.²² En af Carlsberg største konkurrenter, Heineken, er en af de virksomheder, der oplagrer øl foran en Brexit aftale, eftersom 10% af deres volumen importeres til Storbritannien.²³ Brexit effekterne vil også påvirke butikskæderne, ved at disse bliver mere forsigtige ved indkøb, hvor de måske vil få en ny tendens til at købe færre varianter af øl, hvilket vil påvirke bryggeribranchen negativt.²⁴

Brexit aftalen vil ligeledes have en indvirkning på byg- og malthandel, der sammen med andre kornsorter anvendes i forbindelse med brygning af øl. Hvis parterne ikke kommer frem til en

²¹ <https://scm.dk/brexit-giver-negative-supply-chain-effekter> (besøgt d. 25. marts 2019)

²² <https://www.berlingske.dk/virksomheder/carlsberg-topchef-brexit-paavirker-os-ikke-direkte> (besøgt d. 25. marts 2019)

²³ <https://www.inside.beer/news/detail/uk-heineken-is-stockpiling-beer-for-brexit.html> (besøgt d. 24. marts 2019)

²⁴ <https://www.inside.beer/news/detail/uk-heineken-is-stockpiling-beer-for-brexit.html> (besøgt d. 24. marts 2019)

løsning, vil det hæmme byg og malthandel mellem begge parter. EU har importafgifter på byg på 93 EUR og 131 EUR for malt, hvilket også vil gælde for de britiske produkter medmindre en midlertidig aftale bliver indgået, eller en forlængelse af perioden bliver aftalt.²⁵

3.1.1.2 Økonomiske og demografiske forhold

Bryggeribranchen er, ligesom de fleste andre brancher påvirket af samfundsøkonomiske faktorer, herunder konjunktur, forbrug, inflation, valutakursudvikling, renteniveau samt prisudviklingen på råvarer. Disse faktorer påvirker forbrugernes købekraft ligesom bryggeribranchens driftsomkostninger. Desuden er de politiske forhold omtalt i forrige afsnit. For eksempel vil sanktioner mod Rusland have betydelig indvirkning på det østeuropæiske marked, mens usikkerheden omkring Brexit kan blive en bekostelig affære og påvirke forbrugerens købekraft.

Konjunkturudsving

Udsvingene i konjunkturen har en effekt på forbrugerens købekraft. Hvis samfundet befinder sig i en højkonjunktur, vil forbrugerne være mere købevillige, da de tillader sig et større forbrug. Omvendt vil forbrugernes købekraft være mere tilbageholdende hvis samfundet opererer i en lavkonjunktur, idet forbrugerne vil begrænse deres indkøb.

En anerkendt indikator på den samfundsøkonomiske tilstand er bruttonationalproduktet (BNP). BNP kan blandt andet anvendes til at beregne forbrugernes købekraft. Nedenstående tabel 1 viser BNP udviklingen på Carlsbergs mest centrale markeder, henholdsvis Vesteuropa, Østeuropa og Asien.²⁶

	2016R	2017R	2018E	2019P	2020P	2021P
Øst Europa	1,7%	4%	3,1%	2,3%	2,7%	2,9%
Vest Europa	1,9%	2,4%	1,9%	1,6%	1,5%	1,3%
Øst Asien	6,3%	6,6%	6,3%	6%	6%	5,8%

Tabel 1 - BNP estimate. Kilde: The World Bank. (R: realiseret, E: estimeret, P: prognose).

Det mest iøjnefaldende i tabel 1 er prognosernes høje BNP vækst i Østasien. Kategorien, Østasien omfatter blandt andet Kina, Malaysia, Thailand, Vietnam m.m. Østasien, er det marked, som klart

²⁵ <https://www.inside.beer/news/detail/uk-hard-brexit-and-its-impacts-on-barley-and-malt-trade.html> (besøgt d. 24. marts 2019)

²⁶ http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects?fbclid=IwAR2ga1lvdYlhJih4x0F-J_Gziys5M_H9T99bDenhEw1oJfYj25kW7Kngn4 (besøgt d. 24. marts 2019)

har realiseret den højeste vækst, og prognosen viser, at tendensen fortsætter. Udviklingen indikerer, at forbrugernes købekraft i Østasien er styrket, hvormed forbrugerne vil være mere købevillige. Den samfundsøkonomiske udvikling i denne kategori antyder, at Carlsberg har et stort potentiale for at øge deres vækst på markedet sammen med deres indtjening. Flere konkurrenter har dog fået øje på markedet og er begyndt at forsøge at vinde markedsandele, hvilket vil blive beskrevet yderligere i afsnit 3.1.2.3.

Prognosen for Østeuropa, som omfatter lande som Rusland, Polen, Rumænien, Ukraine m.m., vurderes at være særdeles overraskende, idet Rusland er pålagt sanktioner, jf. 3.1.1.1. Selvom Rusland er stærkt afhængige af eksporten af gas og olie, estimerer forfatterne af prognosen, at disse markeder vil opleve en stabil vækst gennem den næste årrække. Det antages, at det politiske modspil fra vesten, ikke forventes at blive formindsket i den nærmeste fremtid. Derfor tyder det på, at Rusland og de øvrige markeder formår at håndtere de samfundsmæssige udfordringer. Prognoserne viser, at forbrugernes på disse markeder, herunder middelklassen, vil være mere forbrugsvillige.

3.1.1.3 Sociale og kulturelle forhold

Livsstil, miljø, sundhed og forskelle mellem generationer har betydning for bryggeribranchens afsætningen og dermed dens omsætning. Sundhedsbølgen, som længe har stået på, giver flere ønsket om at leve et sundere liv. Denne tendens gør også, at flere vælger alkoholfri øl, vin og spiritus, hvorfor udvalget af alternative alkoholiske drikke også bliver større.

Hvis man ser på tendenserne på Carlsbergs tre hovedmarkeder, er disse forskellige. I Vest- og Østeuropa er efterspørgslen efter de alkoholfrie øl højere på grund af lysten til at indtage mindre alkohol og føre en sundere livsstil, mens man i Asien og især Kina særligt efterspørger de internationale ølmærker.²⁷ Sydøstasien anses også som værende et lovende marked for bryggerierne, da Sydøstasien har oplevet en høj økonomisk vækst og et lavt alkoholforbrug, samt på grund af den unge befolkning.²⁸

²⁷ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 23.

²⁸ http://cdiasiabusiness.com/wpglobal/wp-content/uploads/2016/04/CDI_SEA-Beer-Industry-Report_Apr2016-EN.pdf (besøgt d. 25. marts 2019)

3.1.1.4 Teknologiske og miljømæssige forhold

Teknologisk effektivitet

Den anvendte teknologi, i bryggeribranchen i dag ligger langt fra den ”gammel dags” bryggeribranche. Selvom brygningen stadig er baseret på århundredes gamle principper, er teknologiens fremskridt med til at ændre bryggeribranchen og har dannet vejen for en mere effektiv produktion. Teknologien har været med til at udvikle automatiske processer, som har minimeret mængden af manuelt arbejde. Ved at effektivisere nogle af disse omkostningstunge processer i bryggeribranchen som produktion, emballering, lager og distribution har man også kunnet minimere omkostningerne, og derved opnået en forbedret indtjening. Topmoderne teknologiske processer hjælper altså bryggerierne til at producere mere effektivt, og er med til at forbedre dyrkning af råvarerne. Anvendelse af den nyeste teknologi forøger ikke blot virksomhedernes effektivitet, men virksomhederne opnår også konkurrencefordele i forhold til deres konkurrenter. Det ses klart, at Carlsberg gør brug af den nyeste teknologi, idet de er gået i gang med et projekt, der går ud på at smage deres øl til ved hjælp af kunstig intelligens. Ved at anvende sensorteknologi til at smage på øllet, vil de hurtigt kunne udvælge de bedste typer, der kan anvendes til fremstilling af øl af den højeste kvalitet.²⁹ Desuden har Carlsberg deres eget forskning- og udviklingscenter³⁰, som er med til at forbedre og udevide den brede produktportefølje. Carlsberg er også begyndt at bevæge sig ind i den digitale tidsalder, da de i starten af 2019 har lanceret en onlinebestilling, hvor kunderne nu har mulighed for bestille Carlsbergs øl. De forventer ligeledes, at halvdelen af alle deres ølbestillinger i Danmark vil ske gennem denne onlineservice.³¹ Dette er første skridt i deres nye digitale strategi.

Stigende råvarepriser

Klimaet ændres over hele jorden af naturlige og menneskeskabte årsager. Vi får voldsommere vejr og temperaturstigninger, som har en vis påvirkning på ølsalget. Manglen på nedbør og ekstrem varme medføre dårligere afgrøder, hvilket har en negativ effekt på kvaliteten og volumen af byg og andre kornsorter, der bruges til brygning af øl. Dette vil alt andet lige medføre prisstigninger,

²⁹ <https://ing.dk/artikel/kunstig-intelligens-skal-hjaelpe-carlsberg-med-at-smage-paa-oel-208319> (besøgt 25. marts 2019)

³⁰ <https://www.carlsbergfondet.dk/da/Om-fondet/Carlsbergfondet/Tidslinie-for-Carlsbergfamilien/Tidslinie-for-Carlsbergfamilien> (besøgt d. 23. marts)

³¹ <https://finans.dk/erhverv/ECE11187904/carlsberg-lancerer-onlinebestilling/?ctxref=ext> (besøgt 25. marts 2019)

hvilket ses ved, at prisen på byg er steget med næsten 40% i forhold til sidste år. Stigningen i råvarepriserne betyder, at bryggerierne kan se frem til en stigning i produktionsomkostningerne på omkring 16%.³² Stigningen i råvarepriserne vil sandsynligvis ikke kunne ses på ølpriserne med det samme, da bryggerierne først vælger at absorbere omkostningerne og reducere deres egne marginer³³ for derved stadig at have konkurrencedygtige priser. Trods stigende råvarepriser på grund af varmere temperatur, havde Carlsberg i 2018 de bedste to måneder herhjemme i maj og juni i 10 år.³⁴ Ligeledes var det varmere og bedre vejr i Rusland også medvirkende til væksten af ølsalget i Rusland i 2018, som er den første siden 2007.³⁵

For at mindske omfanget af stigende råvarepriser, har Carlsberg valgt at afdække denne risiko ved at opkøbe råvarerne i god tid og på den måde sikre sig, mod yderligere prisstigninger, og at de får råvarer af god kvalitet.³⁶

Bæredygtighed

Da brygning af øl medfører en stor miljøbelastning, er der i dag meget opmærksomhed på bæredygtighed i bryggeribranchen. Der er særligt fokus på at reducere forbruget af ressourcer ved optimering af energiforbrug, begrænsning af vandforbrug, reduktion af udledning af spildevand samt begrænsning af emballageforbrug.³⁷ Dette er også noget Carlsberg gør meget ud af. De har valgt at forsøge at være et mere bæredygtigt bryggeri, hvorfor de arbejder på at reducere vandspild og CO₂-udledning samt har udviklet en ny emballage, der har formået at mindske forbruget af plastik med hele 76%.³⁸ I 2018 skiftede Carlsberg plastikken på deres dåseøl i sixpack ud med lim, så øllene i stedet blev limet sammen, hvilket både gavner miljøet; men også Carlsberg på bundlinjen.³⁹ Virksomheders samfundsansvar er også noget, forbrugerne er blevet mere bevidste om. Jf. årsregnskabsloven § 99 a skal store virksomheder supplere ledelsesberetningen med en

³² <https://finans.dk/erhverv/ECE10876131/daarligt-nyt-oelpriserne-vil-stige-med-raketfart/?ctxref=ext> (besøgt 25. marts 2019)

³³ <https://www.bt.dk/erhverv/kornkrise-paa-vej-i-europa-kan-give-dyrere-oel> (besøgt 25. marts 2019)

³⁴ <https://www.bt.dk/erhverv/kornkrise-paa-vej-i-europa-kan-give-dyrere-oel> (besøgt 25. marts 2019)

³⁵ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf>, s. 21.

³⁶ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf>, s. 35.

³⁷ <https://www.bryggeriforeningen.dk/ol/emballage-og-miljo/miljo/> (besøgt 25. marts 2019)

³⁸ <https://finans.dk/erhverv/ECE10851459/carlsbergchef-vil-goere-din-oel-mere-groen/?ctxref=ext> (besøgt 25. marts 2019)

³⁹ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/carlsberg-dropper-plastik-omkring-daaseoel-i-sixpack> (besøgt d. 25. marts)

redegørelse for samfundsansvar, hvor de skal oplyse om deres samlede CO₂-udledning, og idet en overskridelse af CO₂ kvoten kan resultere i en bødestraf.

3.1.1.7 Delkonklusion på PEST-analysen

Ud fra overstående PEST-analyse kan det konkluderes, at Carlsberg og dermed bryggeribranchen er påvirket af forhold i den fjerne omverden, som har betydning for Carlsbergs fremtidige værdiskabelse. Carlsberg er i høj grad berørt af de politiske, lovgivningsmæssige og økonomiske forhold. Eksempelvis er bryggeribranchen pålagt afgifter, som påvirker driftsoverskuddet, PET-forbuddet i Rusland formindsker salgsvolumen og lovreguleringer i Asien skaber en salgsbarriere. Den samfundsøkonomiske tilstand hos Carlsbergs tre hovedmarkeder Østeuropa, Vesteuropa og Asien viser positive tegn. Især den forventede økonomiske fremgang på det asiatiske marked vil have en gunstig indvirkning på salget, da forbrugerne vil være mere købevillige. Det øgede fokus på social adfærd omkring forbrugernes sundere levestandard kan påvirke Carlsberg i den forstand, at forbrugerne i højere grad efterspørger alkoholfrie øl eller sundere alternativer. Carlsberg har deres eget forsknings- og udviklingscenter, som kan hjælpe dem til at imødekomme denne efterspørgsel af alkoholfrie øl ved at have større fokus på dette. Klimaændringerne udgør en stor trussel for bryggeribranchen, idet råvarepriserne vil stige i takt med, at høsten forværres.

3.1.2 Porters Five Forces

I det følgende afsnit vil der blive udarbejdet en brancheanalyse, som giver mulighed for at vurdere konkurrencesituationen i bryggeribranchen, og hvilke påvirkninger, der sker fra henholdsvis leverandører, kunder, mulige nye konkurrenter og substituerende produkter. Porters Five Forces møder kritik for, at det er en statisk model, der eksisterer i et miljø, som er under konstant udvikling. Modellen kritiseres også for, at alle fem konkurrencekræfter har nogenlunde ensartet betydning, hvilket ikke helt stemmer overens med virkeligheden. Ydermere er ulempen ved modellen, at den ikke behandler forhold omkring udvikling af organisationen og de menneskelige ressourcer, hvilket spiller en stor rolle for virksomhedens strategiske udvikling i samspil med de andre aktører i branchen. Det skal dog fremhæves, at når analysen er foretaget, kan der udvikles en strategi på baggrund af denne.⁴⁰

⁴⁰ (Lægaard & Vest, 2018, s. 119-120)

3.1.2.1 Trusler fra nye indtrængere

Det antages at være væsentligt at opdele trusler fra nye indtrængere på bryggeribranchen i to: En trussel fra mindre og lokale bryggerier og en trussel fra internationale bryggerier med markante markedsandele.

Mindre og internationale bryggerier

I de seneste fem år er antallet af bryggerier, der kendetegnes som mikro- eller specialbryggerier, eksploderet. De fokuserer på at overtage markedsandele på det lokale marked, hovedsageligt ved at udbyde specialøl til forbrugerne.⁴¹ Denne tendens vurderes at være en effekt af den samfundsøkonomiske vækst de senere år, som har resulteret i, at forbrugerne er blevet mere købevillige. På trods af at flere indtrængere har bevæget sig ind på dette marked, er der meget som tyder på, at bryggerierne har svært ved at overleve. De kæmper med røde tal på bundlinjen samtidig med, at større og mere kapitalstærke bryggerier også har bevæget sig ind på markedet ved selv at producere specialøl.⁴² Større bryggerier, såsom Carlsberg, kan udbyde deres specialøl til en lavere pris end mikrobryggerierne, idet de besidder stordriftsfordele, og desuden har bedre forudsætninger for distribution og markedsføring.⁴³

De internationale bryggerier identificeres som de bryggerier, der opererer på de globale markeder og har erobret store markedsandele på disse markeder. De store internationale bryggerier anvender stort set den samme strategi: De opkøber eller indgår samarbejde med de små og lokale bryggerier, hvormed de opnår større markedsandele. Ved at opkøbe eksisterende bryggerier opnås fordelene, at kunderne allerede kender til produkterne, og bryggerierne har derved lettere adgang til disse kunder. De bryggerier, der er bedst til at styre deres omkostninger og får slået deres brands fast i markedet, opnår konkurrencemæssige- og stordriftsfordele, hvilket er nødvendigt for at kunne konkurrere på det globale marked. Det vil derfor være svært for nye indtrængere at komme ind på det globale marked, da de nuværende aktører besidder stordriftsfordele, og kunderne kender deres brands. Da bryggeribranchen som nævnt er en omkostningstung branche at operere i, vil det også kræve stor kapital for de nye indtrængere at etablere sig på markedet.

⁴¹ <https://fodevarewatch.dk/secure/Drikkevarer/article9681762.ece> (besøgt d. 25. marts 2019)

⁴² <https://finans.dk/erhverv/ECE10907459/efter-tre-oelkrak-prispres-kan-udloese-konkursboelge-blandt-bryggerier/?ctxref=ext> (besøgt d. 25. marts 2019)

⁴³ <https://fodevarewatch.dk/secure/Drikkevarer/article9681762.ece> (besøgt d. 25. marts 2019)

Bryggeribranchen vurderes at være en attraktiv branche for nye indtrængere at komme ind på, da det er en branche i vækst. Samtidig er konkurrencen hård og særligt for mikrobryggerierne, da de bliver udkonkurreret af de store bryggerier, der gør brug af deres stordriftsfordele. Forbrugerne har ligeledes svært ved at skelne mellem øl brygget af store og små bryggerier, hvilket får konsekvenser for de mindre bryggerier.⁴⁴ At der også stilles store kapitalkrav til nystartede bryggerier, gør det svært at komme ind på markedet samtidig med, at det er en omkostningstung branche. Trods de høje adgangsbarrierer, som de nuværende udbydere er beskyttet af, er bryggeribranchen en meget attraktiv branche at være i. Det vurderes, derfor at truslen fra nye indtrængere er lav, på grund af Carlsbergs og de andres store øl-giganters stordriftsfordele samtidig med, at konkurrencen på markedet er utrolig intensiv med de mange aktører, og en omkostningsfuld branche at operere i.

3.1.2.2 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder dækker over branchens konkurrencemæssige tilstand og dermed den samlede rentabilitet. Rentabiliteten reduceres, hvis der er en høj grad af rivalisering, i det rivaliseringen ofte vil være fokuseret på at erobre markedsandele fra de øvrige konkurrenter. Konkurrenceformen i bryggeribranchen betegnes som differentieret oligopol, da der er få store bryggerier og nogle mindre bryggeri i branchen. Branchen er kendetegnet ved, at de store aktører opkøber de mindre bryggerier for derved at erobre markedsandele fra de øvrige. Carlsberg ligger i dag blandt verdens tre største bryggerier, sammen med Anheuser-Busch Inbev og Heineken.⁴⁵ Da der er langt i mellem bryggerierne i top fem vurderes der på baggrund heraf, at deres position på markedet at være sikret.

3.1.2.3 Trusler fra substituerende produkter

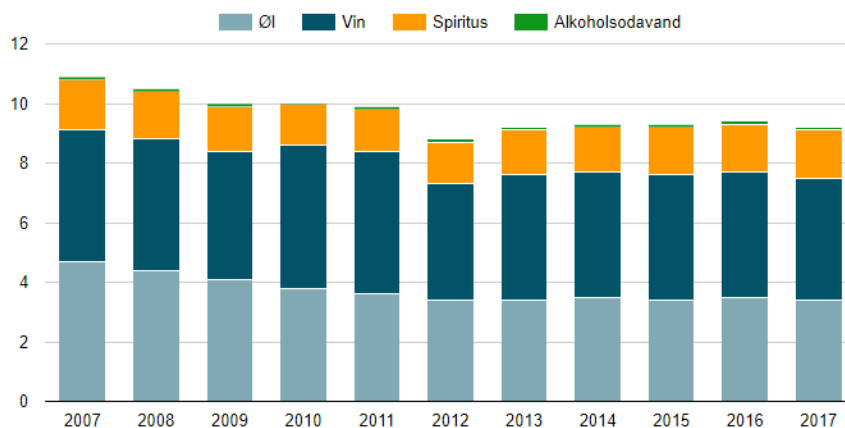
Truslen fra substituerende produkter til øl findes i mange forskellige former. Substitution dækker over produkter, som kan erstatte samme behov hos forbrugerne. De substituerende produkter gør sig særligt gældende, når de kan tilbydes af bedre kvalitet eller fås billigere. Substituerende produkter til øl er blandt andet vin, spiritus, cider, Ready-To-Drink (RTD) og alkoholsodavand, som alle opfylder samme behov hos forbrugerne i form af beruselse og nydelse. Fælles for

⁴⁴ <https://www.bt.dk/erhverv/giganters-sats-paa-specialoel-presser-mikrobryggerier> (besøgt d. 25. marts 2019)

⁴⁵ <https://www.kristeligt-dagblad.dk/erhverv/fakta-carlsberg-verdens-tredjestoerste-bryggeri> (besøgt d. 27. marts 2019)

ovennævnte produkter er, at de fås i varierende kvaliteter og i forskellige prisklasser, hvorfor der vil være noget til både de kvalitetsbevidste og prisbevidste forbrugere. Derfor vil skifteomkostningerne være lave i forhold til det pågældende substituerende produkt.

Nedenfor i figur 3 ses udviklingen af salg af alkohol i perioden 2007 til 2017. Det fremgår af figuren, at øl og vin er de to produkter, som har den største andel af alkoholsalget i denne periode. Det ses også, at salget af alkohol fra 2007 til 2017 er faldet, hvilket kan henføres til, at folk er blevet mere sundhedsbevidste og fravælger alkoholiske drikke, hvorfor til gengæld salget af alkoholfri drikke er steget meget de seneste år.⁴⁶



Figur 3 - Salg af alkohol i perioden 2007-2017. Kilde: Bryggeriforeningen.

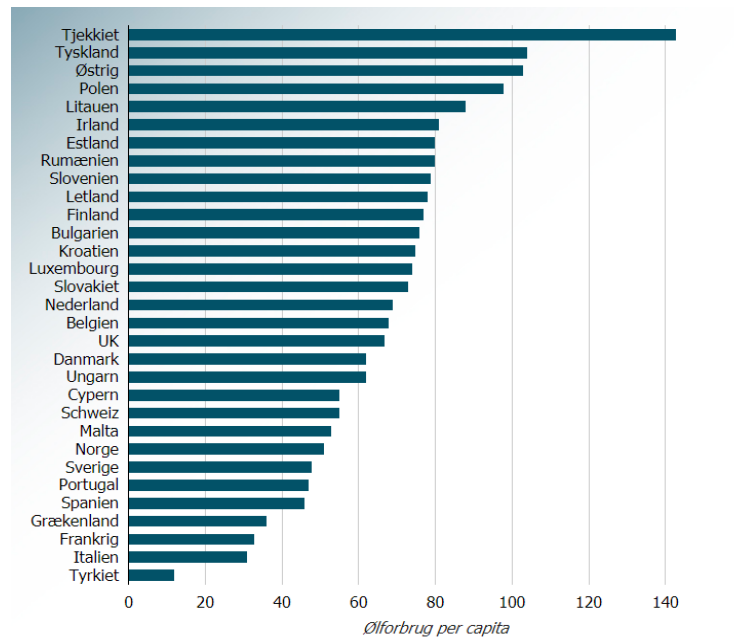
Alt afhængig af hvilket land man kommer fra, vil der være forskel på salget af de forskellige varianter af alkohol. Lande som Danmark, Tyskland, Litauen, Slovenien, Rumænien, Polen, Estland, Østrig, Irland og Tjekkiet er traditionelle øllande, hvorfor ølforbruget i disse lande også ligger i den høje ende, som også fremgår af nedenstående figur 4. Lande, der betegnes som de mest vindrikkende lande, er blandt andet Frankrig, Italien, USA, Kina, Spanien og Storbritannien.⁴⁷

Carlsberg har særligt fokus på deres ølsalg i Kina, hvor de drikker færre øl, og hvor priskonkurrencen på den billigste øl er hård. Carlsberg satser derfor stort på at sælge deres premium-øl til kineserne, der har råd til at betale for de dyre øl. De har således afsat ekstra midler

⁴⁶ <https://www.bryggeriforeningen.dk/artikler/flere-danskere-vaelger-alkoholfri-oel/> (besøgt d. 25. marts 2019)

⁴⁷ <https://ekstrabladet.dk/vin/vinnyheder/vidste-du-det-folk-i-disse-lande-drikker-mest-vin/6065796> (besøgt d. 24. marts 2019)

på DKK 1 mia. til markedsføringsfremstød på deres asiatiske markeder.⁴⁸ Konkurrencen er hård på de asiatiske og dermed også det kinesiske markeder, da to af Carlsbergs største konkurrenter, Anheuser-Busch Inbev og Heineken, også har fået øjnene åbnet op for salget af premium-brands på disse samme markeder.⁴⁹



Figur 4 - Ølforbrug i Europa i perioden 2007-2017. Kilde: Bryggeriforeningen.

Når forbrugerne har flere substituerende produkter at vælge i mellem i forhold til det pågældende produkt, vil truslen fra de substituerende produkter også være store. Dette vil være med til at gøre branchen mindre attraktiv, hvorfor det er vigtigt for bryggerierne at differentiere og markedsføre sig for ikke at blive fravalgt til fordel for udbyderne af de substituerende produkter.

3.1.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke i en branche afhænger af, hvor høj en grad de kan påvirke branchen. Jo mindre udbyderen er i forhold til leverandøren, jo større forhandlingsstyrke vil leverandøren have. I bryggeribranchen er Carlsberg blandt verdens tredje største bryggerier⁵⁰, hvormed deres volumen gør, at leverandørernes forhandlingsstyrke over for Carlsberg ikke er ret

⁴⁸ <https://www.fodevarefokus.dk/carlsberg-vil-saelge-flere-premium-oel-i-kina/> (besøgt d. 24. marts 2019)

⁴⁹ <https://www.fodevarefokus.dk/carlsberg-vil-saelge-flere-premium-oel-i-kina/> (besøgt d. 24. marts 2019)

⁵⁰ https://penge.borsen.dk/artikel/1/311120/fusion_mellem_sabmiller_og_ab_inbev_skaber_en_gigant.html (besøgt 26. marts 2019)

stor. Det vil derfor betyde mere for leverandørerne at miste Carlsberg som kunde, end det vil for Carlsberg at miste en leverandør, der leverer råvarer, der sælges på det homogene marked. Dog vil bryggerier, der anvender mindre udbredte råvarer, have en lav forhandlingsstyrke i forhold til leverandøren, da der er færre af disse leverandører. Klimaforandringerne, i form af temperaturændringer og voldsommere vejr, spiller også en vigtig rolle, når det kommer til de anvendte råvarer i bryggeribranchen. Disse er som nævnt i afsnit 3.1.1.4. udsat for stigende priser, da kvaliteten og volumen påvirkes af klimaforandringerne. Carlsberg vil derfor opleve, at leverandørerne vil kunne stå stærkere over for dem, da de vil være påvirket af de stigende priser og volumen.

3.1.2.5 Kundernes forhandlingsstyrke

Kunderenes forhandlingsstyrke består i, hvor prisbevidste de er, og hvor god viden, de har omkring de enkelte leverandørers priser. Denne bevidsthed kan have stor indflydelse på konkurrencesituationen i branchen. Carlsbergs afsætning sker på Business-to-Business markedet, hvor kunderne kan deles op i to segmenter: Henholdsvis off-trade kunder og on-trade kunder. Det er dog i sidste ende slutforbrugerne, der får fornøjelsen af varen. Off-trade markedet består af detailkæderne og on-trade markedet består af restauranter, barer og hoteller m.v.

Forhandlingsstyrken er forskellig på de to trade markeder. De store detailkæder vil have en bedre forhandlingsstyrke over for Carlsberg, da Carlsberg er afhængig af, at detailkæderne sælger deres produkter. Detailhandlerne vil desuden have en tendens til at forhandle gode aftaler hjem. Carlsberg vil dog stadig stå stærkere over for de mindre detailkæder, da disse kæder ikke påvirker Carlsbergs salg i lige så høj grad. Skifteomkostningerne på off-trade markedet vurderes at være lave, da produkterne er lette at erstatte. På on-trade markedet er restauranter, hoteller og barer m.v. afhængige af deres gæster, hvis fokus primært vil være på kvaliteten af maden, hvormed drikkevarerne vil være en anden prioritet. Aktørerne på on-trade markedet vil derfor have en vis forhandlingsstyrke over for Carlsberg, da deres kunder primært vælger drikke på baggrund af kvaliteten og udvalget af maden. Således vil de heller ikke have de store skifteomkostninger ved at skifte til en anden leverandør af substituerende produkter. Skift af leverandør vil på begge markeder dog være forbundet med en vis risiko idet forbrugerne kan fravælge aktøren med baggrund i en forventning om at kunne købe kendte mærker som Carlsberg, når de handler eller er ude at spise.

3.1.2.6 Delkonklusion på Porters Five Forces

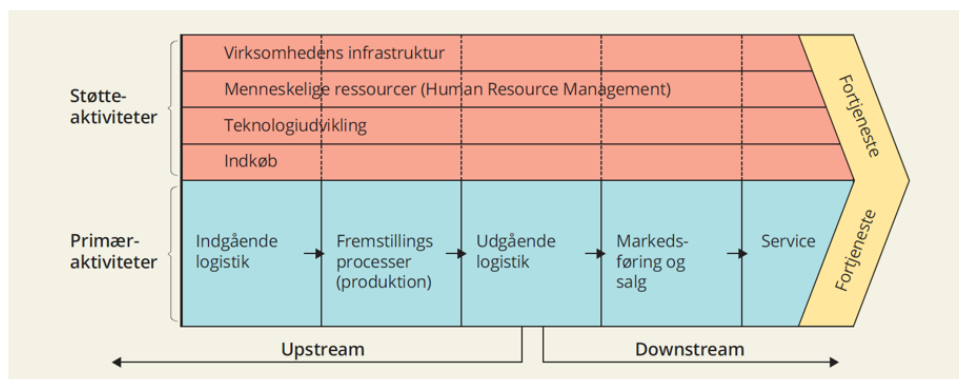
Af ovenstående brancheanalyse kan det konkluderes, at truslen fra nye indtrængere er til stede, men den vurderes ikke at være væsentlig. Selvom det kræver en væsentlig kapital at etablere et bryggeri, bliver der hvert år etableret mange nye mikro-bryggerier. Disse typer af bryggerier går ofte konkurs eller bliver opkøbt af større og mere etablerede konkurrenter, da disse besidder bedre stordriftsfordele. Rivaliseringen i branchen kan kendetegnes som et oligopol, da der findes enkelte store aktører på markedet og flere mindre aktører. Konkurrencen mellem de store aktører i bryggeribranchen er intensiv, hvormed de ofte vinder markedsandele ved at opkøbe de mindre konkurrenter. De substituerende produkter udgør en trussel for bryggeribranchen, da der findes adskillige produkter, som opfylder samme behov hos forbrugeren i form af nydelse og beruselse. Som angivet afhænger leverandørernes forhandlingskraft af deres evne til at påvirke branchen. Idet Carlsberg betragtes som en stor aktør på markedet, vurderes leverandørens forhandlingskraft derfor ikke at være væsentlig.

3.2 Intern analyse

Der vil i det kommende afsnit blive foretaget en analyse af Carlsbergs nærmiljø, hvilket er forhold, som Carlsberg dagligt har kontakt med. Der vil blive udarbejdet en værdikædeanalyse og en analyse af Carlsbergs konkurrencestrategi for at vurdere de interne forhold. Til brug for værdikædeanalysen vil Porters værdikæde blive anvendt, mens Porters generiske strategi vil danne baggrund for at analysere Carlsbergs konkurrencestrategier. Nedenstående analyser vil blive foretaget som en samlet oversigt over de interne forhold og vil derfor ikke blive opdelt på de tre hovedmarkeder.

3.2.1 Værdikædeanalyse

Ved brug af en værdikædeanalyse kan virksomheden identificere og vurdere de aktiviteter, der skaber produktets værdi for kunden og dermed medvirker til, at virksomheden opnår konkurrencemæssige fordele. Porters værdikæde kritiseres for, at den kun tager højde for de allerede eksisterende elementer og værdier i organisationen og altså kun et billede af organisationens værditilførsel, som den ser ud nu. Skal virksomheden udvikle sin strategi, vil det derfor være nødvendigt at se ud over allerede eksisterende forhold og analysere hvilke områder, man med fordel vil kunne arbejde med for at skabe nye unikke kombinationer af værdiskabende aktiviteter.⁵¹



Figur 5 - Værdikæden. Kilde: International Markedsføring, 5. udgave.

⁵¹ <http://betabox.dk/2016/08/04/porters-vaerdikaede/> (besøgt d. 26. marts 2019)

Værdikæden opdeler virksomhedens aktiviteter i primære aktiviteter og støtteaktiviteter. Hvor de primære aktiviteter består af virksomhedens hovedaktivitets områder, har støtteaktiviteterne til formål at integrere og understøtte disse.⁵²

3.2.1.1 Indgående og udgående logistik (Primære aktiviteter)

Indgående logistik omfatter modtagelse og lagring af indkøbte råvarer samt planlægning af indgående logistik.⁵³ Udgående logistik omhandler aktiviteter forbundet med ordremodtagelse og pakning af ordrer samt distribution af det ordren.⁵⁴

Logistikken er en vigtig aktivitet for Carlsberg, da de har mange bryggerier fordelt ud på deres tre hovedmarkeder. Omkostningerne, der er forbundet med distribution, har Carlsberg stort fokus på at få effektiviseret og gjort ”grønne”. I 2015 lancerede Carlsberg en ny spareplan ”Founding the Journey”, hvis formål blandt andet er at få reduceret Carlsbergs distributionsomkostninger.⁵⁵ Resultatet af denne plan ses i årsrapporten for 2018, hvor de har formået at reducere deres distributionsomkostninger fra DKK 6,6 mia. til DKK 6,3 mia..⁵⁶ Som tidligere beskrevet har Carlsberg også fokus på at få gjort deres distribution mere grøn, hvilket de i Danmark har formået ved at skære ned på deres CO₂-forbrug. De har valgt at skifte gummihjul ud med skinner, hvorfor deres fragt fra produktionsfaciliteterne i Fredericia til Høje Taastrup nu foregår med tog. Besparelsen på at benytte tog resultere ligeledes i, at Carlsberg har fået en mere omkostningseffektiv transport, da det er billigere at fragte med tog.⁵⁷ Ved opkøb af mindre bryggerier reduceres ligeledes transportomkostningerne som er forbundet med eksport til disse markeder.

3.2.1.2 Produktion (Primær aktivitet)

Produktion omfatter de aktiviteter, herunder brygning, bearbejdning, indpakning, m.v., som er med til omdanne råvarer til færdigvarer.⁵⁸

⁵² (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 47)

⁵³ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 49)

⁵⁴ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 49)

⁵⁵ <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article8202168.ece> (besøgt d. 25. marts 2019)

⁵⁶ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf>, s. 67.

⁵⁷ https://www.transportmagasinet.dk/article/view/223617/carlsberg_sparer_pa_co2en (besøgt d. 25. marts 2019)

⁵⁸ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 49)

Carlsberg har fokus på innovation i form af forskning og produktudvikling, da de er meget kvalitetsbevidste, hvorfor det vurderes, at Carlsbergs kernekompetence er under produktionen, nemlig at brygge øl. Carlsberg Supply Company (CSC) er ansvarlig for bryggerinetværket i Carlsberg. De har til opgave at sikre en stabil forsyning af varer, kontrollere kvaliteten af øl, opretholde driftsmidler på den mest effektive måde og styre opførelsen af nye bryggerier verden over.⁵⁹

Carlsberg har som tidligere beskrevet i afsnit 3.1.2.1 kontra små bryggerivirksomheder en stordriftsfordel i forbindelse med produktion. Produktionen varetages af bryggerier rundt omkring i markederne. Carlsberg optimerer løbende deres produktion, hvor det er muligt, hvilket tidligere har medført lukning af bryggerier i enkelte lande.⁶⁰ Lukningerne er sket for at samle produktionen i landet i ét bryggeri for dermed at kunne udnytte stordriftsfordele og formindske unødvendige omkostninger.

Carlsberg har uden for hovedmarkederne indgået alliancer med mindre bryggerier, for at kunne være til stede i flere lande. Dog har det den betydning, at Carlsberg ikke har kontrol over produktionen heraf.

Endvidere er der valutakursændringer samt stigende råvarepriser som følge af en varm sommer i 2018 grundet klimaændringer som beskrevet i afsnit 3.1.1.4, der kan påvirke ikke mindst kvaliteten men også konkurrenceevnen.

3.2.1.3 Markedsføring og salg (Primær aktivitet)

Markedsføring og salg dækker over de aktiviteter, som udføres for at få kunderne til at købe produkterne.⁶¹

Carlsberg havde i 2018 salg- og marketingsomkostninger for DKK 17.474 mio. svarende til 19,4% af den samlede omsætning før afgifter m.v.⁶² Salgs- og marketingomkostninger omfatter blandt andet salgskampagner, reklame- og sponseromkostninger samt omkostninger i forbindelse med markedsføring hos leverandørerne ud til slutbrugerne. Carlsberg har for eksempel sponsoreret det

⁵⁹ <https://carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/integrated-supply-chain/> (besøgt d. 25. marts 2019)

⁶⁰ <https://carlsberggroup.com/media/10899/carlsberg-group-annual-report-2016.pdf> s. 3-28

⁶¹ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 49)

⁶² <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf>

danske fodboldlandshold siden 1978 og er officiel partner til og med slutrunden af Europamesterskabet i 2020⁶³, hvorfor de er til stede under flere internationale fodboldturneringer. Desuden er de sponsor for flere forskellige lokale klubber.

Carlsberg har en bred marketingstrategi, eftersom hovedmarkerne er forskellige og dermed kræver varierede strategier. Desuden har Carlsberg flere populære brands såsom Tuborg, Baltika, Kornenbrug m.m., som markedsføres forskelligt. Anvendelse af forskellige strategier kan være omkostningsfuldt for en virksomhed, hvilket man også kan se ud af årsrapporterne.

3.2.1.4 Service (Primær aktivitet)

Service er de aktiviteter, som skal sikre øget værdi eller opretholde værdien af produktet for kunden.⁶⁴

Carlsberg sælger drikkevarer, hvorfor der ikke er behov for service som garantier, vedligeholdelse eller lignende. Servicering er dog stadig en vigtig aktivitet for Carlsberg, idet det har en betydning for kunderne. Kunderne kan hurtigt skifte Carlsberg ud som leverandør til fordel for et andet ølbrand. Carlsberg tilbyder on trade og off trade service til sine kunder som beskrevet i afsnit 3.1.2.5.

Ved at integrere CSC beskrevet i afsnit 3.2.1.2 har Carlsberg kunnet forbedre sin udnyttelse af aktiver, standardisere og effektivisere processer samt effektivisere og forbedre kundeservicen.⁶⁵

3.2.1.5 Indkøb (Støtteaktivitet)

Indkøb omfatter de aktiviteter, der har med indkøb og fremskaffelse at gøre herunder valg af leverandører m.v.⁶⁶

Integrated Supply Company (ISC) administrerer et verdensomspændende netværket i Carlsberg Group, som håndterer de globale indkøbsprocesser og fastsætter de globale standarder inden for flere områder.⁶⁷ Ved at centralisere indkøb på koncernniveau kan Carlsberg optimere betingelser

⁶³ <https://www.carlsberg.dk/fodbold/landsholdet/> (besøgt d. 25. marts 2019)

⁶⁴ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 49)

⁶⁵ <https://carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/integrated-supply-chain/> (besøgt d. 25. marts 2019)

⁶⁶ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 51)

⁶⁷ <https://carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/integrated-supply-chain/> (besøgt d. 25. marts 2019)

og vilkår samt drage fordel af flere besparelser og bedre priser ved større indkøb. ISC har til ansvar at indkøbe de nødvendige råvarer til produktion af øl m.v., herunder også emballage. Deres rolle er at sikre en stabil levering og forsyning af råvarer, forhandle priser samt formindske kompleksiteten i Carlsbergs leverancer.

3.2.1.6 Teknologiuudvikling (Støtteaktivitet)

Teknologiuudvikling dækker over de aktiviteter, der blandt andet skal sikre et funktionelt produktionsudstyr og effektive produktionsprocesser samt forskning og udvikling herunder optimering af IT m.m.⁶⁸

Under afsnit 3.1.1.4 blev det teknologiske miljø omtalt. Teknologien har været medvirkende til udviklingen af automatiske processer, som har minimeret mængden af manuelt arbejde. Det ses klart, at Carlsberg gør brug af den nyeste teknologi, da de er gået i gang med et projekt der går ud på at smage deres øl til ved hjælp af kunstig intelligens.

Carlsberg Research Center hører til Carlsberg. De er opdelt i 3 afdelinger, som forsker i blandt andet udvikling af brygning af øl og bioteknologiske produktionsprocesser. De har med andre ord til opgave at udvikle nye metoder inden for brygning af især øl, bioteknologi og den biomedicinske sektor.⁶⁹

3.2.1.7 Menneskelige ressourcer (Støtteaktiviteter)

Menneskelige ressourcer dækker over de aktiviteter i forbindelse med rekruttering, uddannelse, motivation og aflønning af medarbejdere og ledelse.⁷⁰

Der er i 2018 et gennemsnitligt antal ansatte på 40.837 i Carlsberg Group og 97% heraf arbejder i de tre hovedmarkeder.⁷¹ De menneskelige ressourcer er sammensat af diverse kulturer, kompetencer, uddannelser og erfaringer. Medarbejderne er et vigtigt aktiv for Carlsberg, hvis ambition er at have kvalificerede medarbejdere på alle niveauer af organisationen. Carlsberg går op i uddannelse og personlig udvikling af deres medarbejdere og giver derfor medarbejderne mulighed for personlig udvikling. Carlsberg arbejder desuden med diverse udviklingsprogrammer

⁶⁸ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 51)

⁶⁹ <https://carlsberggroup.com/news-archive/exciting-future-for-carlsberg-research-center/> (set d. 27. marts 2019)

⁷⁰ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 49)

⁷¹ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 107

for deres medarbejdere. Herunder kan talent management nævnes, hvor nøglestillinger identificeres og udvikles. Endvidere har Carlsberg fokus på holdånd samt inddragelse medarbejdere i højere grad ved at skabe følelse af ansvarlighed, ejerskab og handling hos den enkelte medarbejdere. Dette giver dem en fordel i forhold til andre på grund af stabilitet og mere effektive medarbejdere.

3.2.1.8 Infrastruktur (Støtteaktiviteter)

Infrastruktur omfatter over de aktiviteter, der støtter de øvrige otte aktiviteter i værdikæde. Infrastruktur dækker over selve organiseringen af virksomheden samt planlægning, strategi, ledelse mm.

Carlsberg er ejet af én hovedaktionær, Carlsberg Fonden. Carlsberg er en organisation bestående af syv direktionsmedlemmer. Der er en CEO, en CFO og de resterende fem har stor international erfaring og har titler som “executive vice president”. Heraf er der en “executive vice president” til hvert hovedmarkeder og så er der en “group commercial” og sidst en “Group supply chain”. CEO og CFO er dermed de øverste og de resterende fem har hver deres ansvarsområde. Herunder kommer der forskellige ledere til fabriksmedarbejdere.

3.2.1.9 Delkonklusion på værdikædeanalysen

Carlsberg har fokus på værdikæden og har i denne forbindelse samlet deres ressourcer for at udnytte deres kompetencer og kapacitet bedst muligt. Indkøb sker for eksempel via en indkøbsafdeling, som kan opnå fordelagtige rabatter og priser. Derudover har hvert hovedmarked hver sin leder, som er ansvarlig og kan tage beslutninger på et meget højt ledelsesniveau, eftersom de tre leder sidder i direktionen.

Carlsberg vil som mange andre virksomheder effektivisere deres procedurer m.v., hvorfor de har fokus på teknologi, som ikke blot skal hjælpe de ansatte, men også hjælpe kunderne. For eksempel et online bestillingssystem, som skal gøre det nemmere for kunderne at bestille varer, og her igennem undgår Carlsberg menneskefejl.

Brygning af øl er deres kerneaktivitet og Carlsberg går meget op i kvaliteten, hvorfor de har højt fokus på produktudvikling. Desuden har deres egen forsknings- og udviklingsafdeling, som ikke blot har fokus på produktet, men også emballage, som skal gøre det mere bære- og konkurrencedygtige. På baggrund heraf vurderes Carlsberg at have et unikt brand, som er grunden

til deres værdiskabelse, som ikke umiddelbart kan imiteres, hvilket vurderes at give dem en vedvarende konkurrencemæssig fordel.

3.2.2 Konkurrence- og vækststrategier

3.2.2.1 Konkurrencestrategier

Michael Porter (1990) kom med teorien om, at virksomhedens succes afhænger af, om virksomheden følger den korrekte konkurrencestrategi. En virksomhed kan opnå konkurrencefordele på to måder. Enten ved have lavere omkostninger end konkurrenterne eller ved at have et mere unikt produkt end sine konkurrenter. Porters generiske strategier er illustreret i figuren nedenfor:

Generiske strategier			
		Konkurrencefordel	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Bearbejdet marked	Stor andel af total-marked	Omkostningsleder Lav pris	Differentiering Høj pris
	Lille andel af total-marked	Omkostningsfokus Lav pris	Fokuseret differentiering Høj pris

Figur 6 – Porters konkurrencestrategier (generiske strategier). Kilde: International Markedsføring, 5. udgave.

Carlsberg har en stor andel af hovedmarkederne, hvor de enten er markedsleder eller lige under som nummer to på markedet. De henvender sig til en bred målgruppe og har et bredt produktportefølje. Carlsberg må ud fra dette befinde sig i den øvre del af figuren. Carlsberg fokuserer på bæredygtighed som beskrevet i afsnit 3.1.1.4.3 og konkurrerer på produktkvalitet, innovation og signalværdi i deres brands frem for at gå efter på laveste omkostninger. Det vurderes derfor på baggrund af vores foregående analyser og ovenstående, at Carlsberg anvender konkurrencestrategien "differentiering".

3.2.2.2 Ansoff's vækstmatrix

Vækst er en finansiell værdidriver, der kan føre til en forøgelse i aktionærværdien, og som er for det meste er forbundet med en positiv klang. En ledelses ambitioner med at opnå høje vækstrater i omsætning, markedsandel og overskud medfører imidlertid ikke nødvendigvis en forøgelse i aktionærværdien. Vi vil i dette afsnit, analysere, om Carlsbergs vækststrategi skaber eller

nedbryder værdi.⁷² Vækst kan opnås på to måde, nemlig organisk væske og vækst via opkøb eller fusion.

Ansoff's fire vækststrategier er illustreret i figuren herunder:

		Vækststrategier	
		Produkt	
		Nuværende produkt	Nyt produkt
Marked	Nuværende marked	Markedspenetrering • Øge markedsandelen • Øge forbrug hos nuværende kunder • Få flere fra målgruppen til at bruge produktet	Produktudvikling • Produktforbedringer • Produktlinieudvidelse • Nyt produkt til samme målgruppe
	Nyt marked	Markedsudvikling • Udvide markedet til nye segmenter • Geografisk ekspansion	Diversifikation • Koncentrisk diversifikation • Konglomerat diversifikation

Figur 7 - Ansoffs vækstmatrix. Kilde: *International Markedsføring*, 5. udgave.

Carlsberg har siden deres opstart benyttet sig af alle ovenstående strategier; men har dog i de seneste kun benyttet enkelte af strategierne. Vi vil herunder foretage en gennemgang af ovenstående vækststrategier.

Markedspenetrering

Øverst til venstre har vi ”markedspenetrering”, hvor vækst opnås i de nuværende markeder ved øget salg af nuværende, eksisterende produkter. Formålet er øget markedsandel, forøget forbruget hos nuværende kunder eller at motivere flere personer fra målgruppen til at forbruge produkterne. Der er derfor tale om en vækststrategi, som Carlsberg opererer med på nuværende tidspunkt på de tre hovedmarkeder, nemlig Østeuropa, Vesteuropa og Asien.

Et marked vil på et tidspunkt nå et stadie, hvor det ikke længere er muligt at opleve mere vækst gennem markedspenetrering, hvilket kaldes ”mætningspunktet”, hvor væksten vil begynde at aftage. Af de tre hovedmarkeder, vurderes Vesteuropa at være det marked, som ligger tættest på mætningspunktet. Dog og vurderes Carlsberg ikke at være nået dette punkt, men markedet er

⁷² (Sørensen, 2018, s. 84)

derimod blevet et modnet marked. Carlsberg har opnået en pæn markedsposition i Europa, hvor de er markedsledere eller ligger lige under i flere lande desuden er Brexit stadig usikkert og uafklarede, hvorfor der forsat er plads til vækst.

Vækststrategien markedspenetrering vurderes dog primært at være anvendt på det asiatiske marked, som er i økonomisk vækst og oplever vækst i BNP, hvilket blev konstateret i PEST-analysen, og giver mulighed for vækstpotentiale i Asien ved brug af denne vækststrategi.

Produktudvikling

Øverst til højre ses vækststrategien ”produktudvikling”. Denne strategi går ud på, at virksomheden forsøger med nye produkter på de nuværende, eksisterende markeder. For Carlsbergs vedkommende har produktudvikling altid været et fokusområde som også beskrevet i afsnit 3.2.1.2. Carlsberg har som tidligere nævnt en bred produktportefølje og forsøger løbende at udvikle nye produkter og dermed tilpasse markedet.

Markedsudvikling

Nederst til venstre er vækststrategien ”markedsudvikling”, som går ud på, at øge salgets af nuværende, eksisterende produkter til et nyt marked. Carlsberg har igennem tid anvendt strategien på henholdsvis markedet i Vesteuropa og Asien, hvor de fik deres eksisterende produkt ud på et mere ukendt og nyt marked.

Diversifikation

Sidst blandt de fire vækststrategier i Ansoff’s vækstmatrice har vi ”diversifikation”, hvor en virksomhed vælger at gå ud på et nyt marked med et nyt produkt. Denne kan være risikofyldt, eftersom man både satser på et nyt marked og et nyt produkt. Carlsbergs kerneprodukt er øl og relaterede produkter, og de har fokus på at produktudvikle deres kerneprodukt, hvorfor strategien diversifikation ikke ligger til Carlsberg.

3.2.2.3 Delkonklusion på konkurrence- og vækststrategier

Carlsberg fokuserer ikke på at holde omkostninger nede; men derimod nye produkter, som de kan differentiere sig fra de øvrige konkurrenter. Carlsberg har benyttet forskellige vækststrategier gennem tiden og benytter sig forsat af vækststrategier.

Som angivet først i dette afsnit vil der blive foretaget en vurdering af, hvorvidt Carlsbergs vækststrategier skaber eller nedbryder værdi. Carlsberg har fokus på produktudvikling og tilpasning af markedet, hvilket er et bredt fokus, som kan have en fortsat vækst til følge på længere sigt. Det vurderes på baggrund af vores gennemgang, at Carlsbergs anvendte strategier kan skabe værdi.

3.3 SWOT-analyse

SWOT-modellen er et enkelt og effektivt analyseværktøj til at opnå et indblik i virksomhedens konkurrencemæssig og ledelsesmæssige strategiske situation. Modellen har fokus på både de interne og eksterne faktorer og opdeler dem i henholdsvis styrker, svagheder, muligheder og trusler, som illustreres herunder:

Interne forhold	
Styrker (Strengths)	Svagheder (Weaknesses)
Veletableret og velkendte brands, herunder Tuborg, Kronenburg 1664, Grimbergen m.v.	Flere større konkurrenter, som har bedre likviditet og har væsentlig større salgsvolumen end Carlsberg.
Stærk position, som markedsleder eller lige under som nummer to, på flere markeder.	Manglende tilstedeværelse på flere større markeder, herunder Amerika og Afrika.
Bred produktportefølje bestående af både internationale og nationale brands samt har si eget forsknings- og udviklingscenter til udvikling af nye produkter eller forbedring af de eksisterende produkter.	Brands i risikofyldte lande såsom Rusland, som indtil videre har vist sig primært at have påvirket Carlsberg negativt.
Eksterne forhold	
Muligheder (Opportunities)	Trusler (Threats)
Økonomisk vækst i Asien samtidig med, at de efterspørger internationale brands.	Flere lovmæssige restriktioner og sanktioner i lande som Rusland.
Ny trend på markederne for eksempel sundhedsbevist adfærd som tidligere angivet, som kan blive en mulighed for Carlsberg.	Substituerende produkter, som konkurrerer om den samme målgruppe samt store internationale konkurrenter på ølmarkedet.
	Markedsleder i lande, hvor der sker nedgang, eller som er omkostningsfulde herunder for eksempel Rusland og Danmark.
	Klimaændringer, som kan medføre stigende råvarepriser og mangel på kvalitetsråvarer.
	Konkurrenterne har fået øje på det asiatiske markedet og dens økonomiske vækst

Figur 8 - SWOT. Kilde: Egen tilvirkning

Vi vil herunder gennemgå de fire ovenstående faktorer hver for sig og uddybe yderligere.

SWOT-modellen møder kritik for at være en forenkling af problemstillingerne, utilstrækkelig og forældet som analysemetode. SWOT-modellen er dog rigtig god til at indramme og konkludere på resultaterne fra den eksterne og interne analyse, som er foretaget ved hjælp af for eksempel analysemodellerne PEST, Porters Five Forces, Værdikæden m.v. Den skaber overblik og fokuserer på de mest relevante og essentielle punkter. Modellen bliver dog aldrig bedre end det arbejde, som ligger forud for modellen.

3.3.1 Styrker

Som observeret i den interne analyse afsnit 3.2, har Carlsberg et verdenskendt og stærkt brand, som er en fordel på det hårde marked, især over for nye indtrængende. Dette er medvirkende til, at de er konkurrencedygtige. Derudover har Carlsberg gennem tiden opnået en meget bred produktportefølje af både nationale og internationale brands samt specielle og almindelig øl, hvilket gør dem i stand til at tilpasse sig de enkelte markeders udvikling og præferencer. Som beskrevet i afsnit 3.1.1.3 ses det på det europæiske marked, at befolkningen er blevet mere sundhedsbevidste og derfor efterspørger mere alkoholfri produkter, mens befolkningen i Asien med større disponibel indkomst har præferencer for premium-segmentet og derfor efterspørger mere internationale brands.

3.3.2 Svagheder

Én af Carlsbergs svagheder er, at de ikke er til stede på flere større markeder, hvor der er markedspotentiale, som Amerika og Afrika, hvor de største konkurrenter opererer. Disse konkurrenter, er større end Carlsberg og har også en større salgsvolumen.

Derudover er Carlsberg markedsleder i Rusland, hvor der i de seneste år har været restriktioner, sanktioner, forbud m.v., som er medvirkende til, at det er sværere at agere på markedet. Dette har påvirket Carlsbergs resultat negativt med de store nedskrivninger på brands, som følger af valutakursudsvingene.

3.3.3 Muligheder

En af Carlsbergs muligheder er det asiatiske markedet, som er i økonomisk vækst, og som ønsker internationale brands. Dette giver Carlsberg mulighed for at vokse på et marked med stigende

efterspørgsel. Nye trends på markedet kan også medføre, at Carlsberg har mulighed for at opnå vækst med andre produkter såsom alkoholfrie øl.

3.3.4 Trusler

Den økonomiske vækst i Asien, er nævnt som en mulighed i afsnit 3.3.3. Det vurderes dog også som værende en trussel for Carlsberg, da de øvrige konkurrenter også har bemærket væksten og derfor vil satse mere på markedet. Det kan betyde hårdere konkurrence på markedet og flere omkostninger som følge af mere markedsføring for at bevare sin position.

En anden af Carlsbergs trusler for fremtiden er deres marked i Rusland, som også er anført i afsnit 3.1.1.1. Sanktioner, forbud m.v. i Rusland mindsker Carlsbergs mulighed for at øge volumen af salget af øl i landet. Der har gennem tiden været lovmæssige restriktioner vedrørende salg og markedsføring samt sanktioner som påvirker import og eksport samt øget ølafgifter, som har påvirket den russiske kurs. Endvidere er der en driftsrisiko, da valutakursudviklingen har været svingende, hvilket vil medføre stigende kreditrisiko og der igennem påvirke Carlsbergs position i landet.

Ud over kursændringer er der også miljøændringer. Grundet klimaændringer havde vi i 2018 en meget varm sommer, som har betydet et utrolig dårligt år for rigtig mange landmænd. Lavt udbud har medført øgede råvarepriser, som kan være stigende, hvis det lave udbud vedbliver.

3.4 TOWS-analyse

TOWS-analysen supplerer SWOT-analysen fra i foregående afsnit ved at sammenholde kombinationer mellem muligheder og trusler med styrker og svagheder. Ved at kombinere disse faktorer fås fire felter som viser hvilke overordnede handlingsaktiver, som virksomheden skal forholde sig til.

Forskellen på TOWS-analysen og SWOT-analysen er, at SWOT-analysen fokuserer på at identificere de fire sider, hvorimod TOWS-analysen har til formål, at generere handlingsalternativer med udgangspunkt i forholdene identificeret i SWOT-analysen.⁷³

⁷³ (Andersen, Jensen, Olsen, & Schmalz, 2017, s. 353)

3.4.1 Handlingsalternativer

	Stærke sider	Svage sider
Muligheder	Maxi-Maxi	Mini-Maxi
Trusler	Maxi-Mini	Mini-Mini

Figur 9 - TOWS. Kilde: Egen tilvirkning.

3.4.1.1 Maxi-Maxi (Stærke sider kombineret med muligheder)

Der er ulighed for vækst i Asien med Carlsbergs nuværende, brede portefølje bestående af internationale og nationale brands samtidig med, at Carlsberg har fokus på produktudvikling, som de kan udnytte på markeder, som står over for en markedsændring.

3.4.1.2 Mini-Maxi (Svage sider kombineret med muligheder)

Carlsberg er som beskrevet ikke til stede på andre større markeder som Amerika og Afrika, og på denne måde fokuseres der på det asiatiske marked, som er i vækst. Markedsføring bliver således måde mindre omkostningstungt, hvorved de kan nøjes med at koncentrere sig om markedsføring i Asien og for en stund koncentrere sig om at få den største markedsandel som muligt.

3.4.1.3 Maxi-Mini (Stærke sider kombineret med trusler)

Østeuropa er et af de markeder, hvor Carlsberg har flest udfordringer. Som beskrevet i PEST-analysen har der været lovreguleringerne påbud m.v. i Rusland, hvorfor det er et marked, som flere aktører ikke tør komme ind på. Dette kan til gengæld være medvirkende til, at Carlsberg har ”nemmere” ved at bibeholde deres position på markedet som markedsleder.

Carlsberg kan med deres forsknings- og udviklingscenter fremstille produkter, som kan konkurrere med substituerende produkter. For eksempel har Carlsberg til de finere forbrugere flere forskellige specialøl, hvor substituerende produkter kan være vin eller cocktails.

3.4.1.4 Mini-Mini (Svage sider kombineret med trusler)

Carlsberg er markedsleder i Rusland, som også er det land, hvor Carlsberg mærker en modstand. Der har de seneste år været lovmæssige restriktioner, sanktioner og forbud, som har medført markante omkostninger som tidligere beskrevet i afsnit 3.1.1.1.

Carlsberg er ikke til stede på flere større markeder, herunder USA. Der er ingen åbne døre i USA og der er allerede mange spillere på banen, hvilket gør det endnu sværere for Carlsberg at komme ind på det amerikanske marked.

4. Regnskabsanalyse

I det foregående kapitel er der udarbejdet en strategisk analyse, hvor der har været fokus på at identificere, analysere og vurdere de ikke-finansielle værdidrivere. Der foretages i dette kapitel en regnskabsanalyse af Carlsberg, som har til formål at skabe en dybere forståelse for virksomheden samt identificere de finansielle værdidrivere, der ligger til grund for virksomhedens historiske finansielle udvikling. De to analyser vil til sammen danne grundlaget for den fremtidige budgettering (proforma-opgørelse).⁷⁴

Dette kapitel har således til formål at besvare nedenstående underspørgsmål fra problemformuleringen i afsnit 1.2:

- *Hvordan har Carlsbergs regnskab udviklet sig igennem de seneste år?*

Reformuleringen af Carlsberg er baseret på offentliggjorte årsrapporter for de seneste fem år, hvilket svarer til perioden 2014 til og med 2018. Der vil indledningsvis blive foretaget en vurdering af kvaliteten af de offentliggjorte årsrapporter for at sikre validiteten af regnskabsanalysen, hvor det afgøres, hvorvidt der kræves korrektioner inden videre anvendelse af årsrapporterne.

4.1 Validitet

Carlsbergs offentliggjorte årsrapporter i analyseperioden indeholder alle en blank revisionspåtegning, som er afgivet og underskrevet af uafhængige statsautoriserede revisorer, hvorved årsrapporterne er sikret et retvisende billede

Revisionspåtegningen i de gennemgåede årsrapporter er afgivet af henholdsvis Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KMPG) og PricewaterhouseCoopers (PwC), som er to af de fire største revisionshuse på verdensplan. Det må derfor antages, at disse besidder de nødvendige kompetencer, og at regnskabsoplysningerne dermed må være valide ud fra en væsentlighedsbetragtning.

⁷⁴ (Sørensen, 2018, s. 15)

4.2 Sammenlignelighed

Carlsberg er en børsnoteret virksomhed, som indgår i en koncern, og er derfor underlagt krav om at aflægge regnskab efter International Financial Reporting Standards, herefter benævnt IFRS. Der bliver løbende implementeret nye standarder og ændringer til de nuværende, som virksomhederne skal tilpasse sig. Desuden skal effekten heraf beskrives i anvendt regnskabspraksis, hvorfor anvendt regnskabspraksis i de respektive årsrapporter er gennemgået for at sikre metodisk sammenhæng.

Det fremgår af regnskabspraksis fra årsrapporten for 2018, at der er sket ændringer, som har talmæssig påvirkning som følge af implementering af de to nye IFRS standarder, nemlig IFRS 9 og IFRS 15. Disse træder i kraft for regnskabsår, der begynder den 1. januar 2018 eller senere. Nedenfor vil de to IFRS'er kort blive beskrevet og vurderet.

4.2.1 Definition af IFRS 9

Bestemmelserne i IFRS 9 vedrørende værdiforringelse af finansielle aktiver tager udgangspunkt i et forventet tabs-princip i modsætning til de nugældende regler i IAS 39, som er baseret på et princip om faktisk indtrufne tab. Ifølge IFRS 9 skal hensættelse til tab på et finansielt aktiv opgøres løbende fra tidspunktet for første indregning med et beløb svarende til forventede tab på aktivet i hele aktivets levetid (full lifetime expected credit losses).⁷⁵

Derudover vedrører bestemmelserne i IFRS 9 hedging, som er et sikringsværktøj, hvormed man forsøger at afdække sine risici. En væsentlig forskel til IAS 39's model for regnskabsmæssig sikring er, at kravet om effektivitet inden for et interval på 80-125% og den bagudrettede effektivitetstest ikke er medtaget i IFRS 9. Kravet til regnskabsmæssig sikring i IFRS 9 består i, at der eksisterer en økonomisk sammenhæng mellem det sikrede og sikringsinstrumentet.⁷⁶

⁷⁵ <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/> og <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/ifrs-9/ifrs-9-understanding-the-basics.pdf> (besøgt d. 24. marts 2019)

⁷⁶ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2017/regnskabshaandbogen-pi-2018.pdf> (besøgt d. 24. marts 2019)

4.2.2 Definition af IFRS 15

I den nye standard ændres modellen for indregning af omsætning. Modellen baseres ikke længere på overgang af fordele og risici; men derimod på overgang af kontrol med de varer, som overdrages til kunden.⁷⁷

Omsætningen skal således måles til det beløb, som virksomheden forventer at være berettiget til at modtage for de overdragede varer. I forbindelse med indregning af omsætningen tages der allerede i dag højde for variable vederlag såsom rabatter, bonus m.v., som således reducerer den indregnede omsætning.

4.2.3 Betydning af de nye standarder

Effekten af IFRS 9 vurderes at være minimal, da denne som beskrevet omhandler hedging samt nedskrivning, som analyseres og vurderes hver for sig.

Ud fra vores gennemgang af årsrapporten for 2018 fremgår det, at Carlsbergs vurdering af effektiviteten af hedging var som forventet, hvorfor dette ikke har haft en påvirkning på regnskabet. Vi kan ikke ud fra det offentliggjorte materiale vurdere, om dette er korrekt, men eftersom der er afgivet en revisorpåtegning uden fremhævelse af forbehold, vurderes dette at være retvisende.⁷⁸

Carlsberg har i deres årsrapport 2018 ikke valgt at ændre på balancen per 1. januar 2018. Endvidere fremgår det af regnskabet, at nedskrivning af finansielle aktiver er DKK 0 mio. i 2018, hvilket indikerer, at Carlsberg tidligere har nedskrevet tilstrækkeligt og at der ikke forventes at være yderligere tab. Ændringen i nedskrivningsmetoden betyder for vores vedkommende, at det kan være tilfældet, at nedskrivningen i perioden 2014 til og med 2017 bør fordeles anderledes, dog vurderes den samlede nedskrivningsstørrelse i perioden at være korrekt, eftersom der ikke er foretaget yderligere nedskrivning i 2018.

Implementering af IFRS 15 har betydet, at der er sket en reklassifikation mellem nettoomsætning og omkostninger, som dermed ikke har haft resultatpåvirkning. Vi har således derfor foretaget korrektion af de offentliggjorte regnskaber for at gøre dem sammenlignelige.

⁷⁷ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2017/ifrs-15.pdf> (besøgt d. 24. marts 2019)

⁷⁸ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 116

Vi har taget udgangspunkt i ændringerne for 2017-tallene fra den offentliggjorte årsrapport for 2017 over til den offentliggjorte årsrapport for 2018, da Carlsberg som led i udarbejdelsen af årsrapport for 2018 har ændret sammenligningstallene for 2017, så de er sammenlignelige med 2018.

For at gøre alle fem årsrapporter sammenlignelige har vi beregnet et estimat på ændringen i nettoomsætningen for 2017. Med en antagelse om, at ændringen i omsætningen udelukkende skyldes implementeringen af IFRS 15, har vi ud fra beregnet ændringen på nettoomsætningen fra 2017 og sammenholdt den med tallene for 2017 fra årsrapporten for 2018. Det fremgår heraf, at der er sket et fald på DKK 1.214 mio. svarende til 1,3%. Vi har herefter beregnet en fordelingsnøgle baseret på udviklingen på i alt produktions-, administrations- og salgsomkostninger, som fremgår af bilag 1.

Årsrapporterne fra 2014 til og med 2016 er ligeledes reguleret således, at de er sammenlignelige med 2017 og 2018.

4.2.4 Vurdering af sammenlignelighed

Der er ikke herudover identificeret forhold, som indikerer, at regnskaberne indeholder yderligere potentielle kilder til regnskabsmæssig støj eller forvrængninger, som kræver yderligere korrektioner.⁷⁹

Med baggrund i ovenstående vurderes Carlsbergs årsrapporter og hermed de anvendte tal i regnskabsanalysen som værende sammenlignelige og tilstrækkelige til efterfølgende regnskabsanalyse.

4.3 Reformulering

I dette afsnit vil der blive foretaget en reformulering af Carlsbergs balance og resultatopgørelse, som anvendes i de efterfølgende nøgletalsanalyser af rentabilitet og vækst.⁸⁰

⁷⁹ (Sørensen, 2018, s. 155)

⁸⁰ (Sørensen, 2018, s. 203-220)

Dette har til formål at mindske den regnskabsmæssige støj ved at klassificere regnskabsposterne i de offentliggjorte balancer og resultatopgørelser under henholdsvis finansiering og drift for at få det mest korrekte billede af de underliggende økonomiske aktiviteter og Carlsbergs performance.⁸¹

Formålet med reformulering af egenkapitalopgørelsen er at opdele transaktioner på egenkapitalen i mellem ejerne samt transaktioner som indgår i totalindkomsten. Eftersom det er et krav for børsnoterede virksomheder at udarbejde en separat totalindkomst, vurderes det ikke relevant at reformulere egenkapitalen, som beskrevet i vores afgrænsning jf. afsnit 1.3.

4.3.1 Reformulering af balancen

Balancen klassificeres som finansieringsaktivitet og driftsaktiviteter i forhold til at kunne identificere de kilder, som generer rentabilitet. Reformuleringen har til formål at identificere virksomhedens evne til at skabe overskud.⁸²

Reformuleringen foretages for hver enkelt balancepost, hvor aktiver og passiver klassificeres enten som værende driftsaktivitet eller finansieringsaktivitet. Finansielle aktiver og -forpligtelser er balanceposter, som anvendes i forbindelse med finansieringen af aktiviteten, mens driftsaktiver og -forpligtelser er balanceposter, som har en direkte tilknytning til den primære aktivitet. Herved skabes et overblik over, hvordan driften og finansieringen hver især bidrager til rentabiliteten.

I bilag 2 fremgår Carlsbergs balance og den reformulerede balance for 2018. Illustration af, hvordan man kommer fra den officielle balance til den reformulerede balance er foretaget med pile. Reformulerede balancer for perioden 2014 til og med 2018 fremgår af bilag 3.

4.3.1.1 Særlige forhold ved reformulering af Carlsbergs balance

Selskabets likvide beholdninger er i reformuleringen klassificeret som henholdsvis driftsaktiver og finansielle aktiver. Dette skyldes, at en del af den likvide beholdning medtages som driftslikviditet, da den almene drift i en virksomhed har behov for likviditet. Som tommelfingerregel anvendes der 0,5-2% af nettoomsætningen⁸³, som medtages under driftsaktivitet, mens hvor den resterende del

⁸¹ (Sørensen, 2018, s. 203-220)

⁸² (Sørensen, 2018, s. 204-206)

⁸³ (Sørensen, 2018, s. 207)

medtages under finansielle aktiviteter, hvorfor vi i vores reformulering har valgt at anvende 1% af nettoomsætningen.

Det fremgår af Carlsbergs årsrapporter, at Carlsberg ejer kapitalandele i associerede virksomheder og joint ventures. Disse kapitalandele er placeret under driftsaktiviteter, hvilket er baseret på, at de underliggende virksomheders aktivitet hovedsageligt er sammenlignelig med Carlsbergs kerneaktivitet.

Aktiver bestemt for salg vurderes at være med henblik på salg indenfor et år. Med baggrund heri vurderes disse som overskydende likviditet og klassificeres i tilknytning til finansieringsposterne.

Endvidere fremgår det af årsrapporten, at der ydes lån til forhandlere og associerede virksomheder. Lånene klassificeres som andre tilgodehavender under driftsaktiviteter, da de vurderes at være driftsrelaterede.

Udskudt skat kender vi som forskellen mellem den skattemæssige og regnskabsmæssige værdi. Eftersom skatteopgørelserne ikke er offentligt tilgængelige, er det ud fra regnskabet svært at argumentere for klassificeringen heraf. Derfor vi har valgt at antage, at den udskudte skat i årsrapporten vedrører regnskabsposter med direkte tilknytning til selskabets primære aktiviteter og derfor anses som driftsforpligtelse eller driftsaktiv.

4.3.2 Reformulering af resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen reformuleres for at identificere kilderne, der generer virksomhedens samlede overskud. Dette sker som følge af opdeling af resultatopgørelsen i driftsoverskud og netto finansielle omkostninger, idet disse overskudskomponenter skal indgå i beregningen af nøgletal til vurdering af rentabiliteten fra virksomhedens driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter.⁸⁴

I bilag 4 fremgår Carlsbergs resultatopgørelse og den reformulerede resultatopgørelse for 2018. Illustration af, hvordan man kommer fra den officielle resultatopgørelse til den reformulerede resultatopgørelse er foretaget med pile. Reformulerede resultatopgørelser for perioden 2014 til og med 2018 fremgår af bilag 5.

⁸⁴ (Sørensen, 2018, s. 217)

4.3.2.1 Særlige forhold ved reformulering af resultatopgørelsen

Virksomhedens permanentoverskud er de tilbagevendende indtægter og udgifter, som har en direkte tilknytning til virksomhedens aktivitet. Disse vil blive præsenteret under driftsoverskud.

Konstateret tab er modregnet i nettoomsætningen og fragået under salgs- og distributionsomkostninger for alle regnskabsårene i analysen. Dette er begrundet med, at vi udligner omsætningen til disse konstaterede tab, da virksomheden ellers kan spekulere i at sælge til marginkunder, der driftsføres som driftsomkostninger og på denne måde oppuste nettoomsætningen.⁸⁵

Af tilbagevendende udgifter er der tale om driftsomkostninger som produktions-, salgs- og distributions- samt administrationsomkostninger, der alle er fratrasket af- og nedskrivninger i regnskabsperioden. Renteomkostninger, som vedrører pensionsforpligtelsen, vurderes at være lønomkostningsrelaterede og er medtaget under produktionsomkostninger.

De tilbagevendende indtægter og omkostninger, som ikke direkte har en tilknytning til virksomhedens kerneaktivitet, vil blive præsenteret under andet driftsoverskud. Resultatet fra associerede virksomheder og joint ventures er placeret under andet driftsoverskud med begrundelsen, at Carlsberg ikke har bestemmende indflydelse, hvorfor disse ikke kan indgå i Carlsbergs fremtidige strategier.

Nedskrivninger på immaterielle og materielle aktiver præsenteres som usædvanlige poster, da det vurderes, at posten er præget af usædvanlig og uforudsigelige karakter.

Gevinst og tab fra pensionsforpligtelser er præsenteret under usædvanlige driftsposter baseret på, at posten vurderes at indebære en del uforudsigelighed og dermed at være usædvanlig. Endvidere er særlige poster som restruktureringsomkostninger præsenteret under særlige driftsposter, som dækker over typiske planlagte omkostninger til løbende afvikling af virksomhedens aktivitet og organisation.⁸⁶

⁸⁵ (Sørensen, 2018, s. 221)

⁸⁶ (Sørensen, 2018, s. 224-225)

Posten ”særlige poster, netto” indeholder primære transaktioner, som har en skatteeffekt og derfor klassificeres under ”andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering”.

På baggrund af de foregående afsnit, hvori balance og resultatopgørelse er reformuret, kan vi nu analysere nærmere i de kommende afsnit.

4.4 Benchmarkanalyse

Dette afsnit indeholder en benchmarkanalyse mellem Carlsberg og en sammenlignelig virksomhed. Sammenlignelige bryggerivirksomheder er reelt ikke så sammenlignelige, hvis man kigger på egenkapitalen i de største bryggerier. Heineken, som er en af Carlsbergs største konkurrenter på ølmarkedet, vurderes dog at være det bedste bud, da de opererer på de samme markeder og minder mest om Carlsberg. Heineken er det andetstørste bryggeri i verden, mens Carlsberg er verdens tredjestørste.⁸⁷

For at kunne vurdere Carlsbergs performance, foretages der en common-size-analyse, som standardiserer de enkelte poster for at eliminere forskellen mellem størrelsen af de to virksomheder, som skal sammenlignes. Dette sker ved at de enkelte poster udtrykkes i forhold til en given størrelse, som reflekterer omfanget af virksomhedens aktivitet. Dette vil endvidere afsløre relevante og specifikke kendetegn ved Carlsberg og usædvanlige forhold, som kræver yderligere analyse, blive identificeret.⁸⁸

I resultatopgørelsen sætter vi nettoomsætningen til indeks 100 og beregner en procentsats for de forskellige poster i forhold til nettoomsætningen. På samme vis sætter vi i balancen driftsaktiver og –forpligtelser samt finansielle aktiver og forpligtelser til indeks 100 og beregner de forskellige posters indeks heraf.

Til brug for denne common-size-analyse skal vi have sammenlignelige grundlag, hvorfor der også foretages en reformulering af Heinekens årsrapport. Reformulering af Heineken er sket efter de samme principper og afgrænsninger som ved reformuleringen af Carlsberg i afsnit 4.3.

⁸⁷ <https://www.kristeligt-dagblad.dk/erhverv/fakta-carlsberg-verdens-tredjestoerste-bryggeri>

⁸⁸ (Sørensen, 2018, s. 242-243)

4.4.1 Common-size-analyse mellem resultatopgørelserne

Af bilag 9 fremgår common-size-analysen af Carlsberg og Heineken. Her er de to virksomheders reformulerede regnskaber for 2018 sat imod hinanden.

Det første, som ses af analysen, er størrelsesforskellen på Carlsberg og Heineken, hvor Heinekens omsætning er mere end dobbelt så stor. Spørgsmålet er herefter, hvor gode de hver især er til at udnytte deres omsætning bedst muligt. Det fremgår af analysen, at Carlsberg har en overskudsgrad (driftsoverskud fra salg før skat) på 14,3% mod Heinekens 13,6%. Carlsberg tjener dermed 14,3 øre for hver omsætningskrone i driften før skat og 10,3 øre efter skat, mens Heineken ligger lidt lavere med 13,6 øre for hver omsætningskrone i driften før skat og 9,8 øre efter skat.

Præsentationen af posterne under driftsomkostninger er forskellig i de to regnskaber, hvorfor det ikke er muligt at sammenholde dem.

Hvis man ser på de finansielle poster, er de på niveau med hinanden. Netto finansielle omkostninger i alt efter skat i Carlsberg udgør -0,6% af nettoomsætningen, hvorimod de i Heineken udgør -1,5%. Dette indikerer, at der ingen fordel er for hverken Carlsberg eller Heineken.

Totalindkomst er et udtryk i procent af nettoomsætningen også kaldet netto overskudsgrad. Carlsbergs netto overskudsgrad udgør 8,5%, som er på niveau med Heineken, som er et udtrykt for, at hver omsætningskrone tjener både Carlsberg og Heineken 8,5 øre.

Ud fra den beskudne forskel, som er konstateret i analysen, fremgår det, at fordelingen af omkostningerne i forhold til omsætningen er meget ens i de to virksomheder. Der er tale om en branche, som er presset og præget af stor konkurrence.

4.4.2 Common-size-analyse af balancen

I common-size-analysen udtrykkes de enkelte driftsaktiver og -forpligtelser i procentsats af deres respektive summer. For eksempel udtrykkes materielle aktiver i procentsats af de samlede driftsaktiver. Common-size-analysen af balancen fremgår af bilag 10, hvor balancerne sammenholdes.

Ud fra analysen med start i driftsaktiver, ligger den største forskel i procent ved immaterielle aktiver. Carlsbergs immaterielle aktiver udgør 59,3%, mens de udgør 44,4% ved Heineken. Det vedrører primært goodwill og brands, som er indregnet under immaterielle hos begge parter. Heraf indgår deres opkøb på 50% af Scottish & Newcastle tilbage i 2008, som dog har påvirket Carlsberg mere end Heineken, eftersom Carlsberg har en mindre balance, og det dermed udgør mere i procent.

Materielle aktiver udgør af netto driftsaktiver for Carlsberg 22,5% og for Heineken 28,9%. Det giver dermed en forskel på 6,4%. Dette er formentlig et udtryk for blandt andet lukning og salg af bryggerier.

Carlsbergs langfristede finansielle aktiver udgør 6,5%, mens de udgør 10,3% for Heineken. Den store forskel ligger i kapitalandele i associerede virksomheder. Over 50% af Heinekens finansielle aktiver er kapitalandele i associerede virksomheder, som udgør DKK 16 mia. mod Carlsbergs DKK 4,5 mia. Fra en analytisk synsvinkel er det godt, at der ikke er bundet yderligere i kapitalandele i associerede virksomheder baseret på, at Carlsberg ikke har fuld kontrol over disse og ikke kan inddrage disse i fremtidige strategier. Denne skal derfor være så lille som muligt, mens kapitalandele i tilknyttede gerne må blive større.

Carlsbergs varebeholdning udgør 3,9% af de samlede aktiver mod Heinekens 4,9%. Dette giver Carlsberg en lille fordel, da de har lavere pengebinding i varebeholdningen, hvilket er væsentligt punkt i en common-size-analyse af balancen. Forskellen i tilgodehavender udgør 5 procentpoint. Den lavere pengebinding kan give Carlsberg en fordel. Carlsbergs tilgodehavender udgør 4,5% mod Heineken på 9,5%.

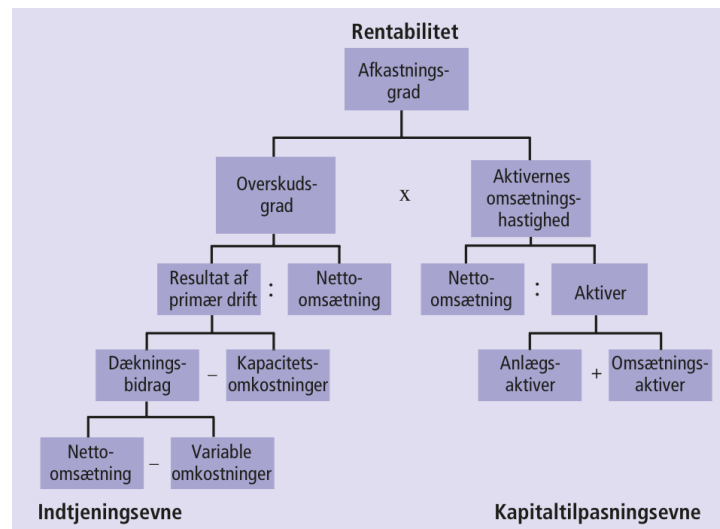
De netto finansielle aktiver og forpligtelser består begge udelukkende af likvide beholdninger og lån, hvorfor disse poster ikke er inddraget yderligere i analysen.

Ser man på driftsforpligtelserne, er de væsentligste poster anden gæld og leverandørgæld. Carlsbergs leverandørgæld udgør 35,3% af de samlede driftsforpligtelser mod Heinekens 65,8%, hvilket kan tyde på, at Heineken finansierer sig mere gennem leverandørerne frem for med lån i forhold til Carlsberg. Dette er ofte en fordel, da leverandørgæld som regel ikke er rentebærende kontra lån. Modsat har Carlsberg en betydeligt højere anden gæld i procent af de samlede driftsforpligtelserne på 29,8% mod Heinekens 3,5%.

4.5 Rentabilitetsanalyse

Til senere brug i forbindelse med værdiansættelsen samt budgettet for den forventede fremtidige rentabilitet udarbejdes der en rentabilitetsanalyse, som afbilder, hvad der driver den nuværende rentabilitet. Der tages udgangspunkt i forrentningen af egenkapitalen, som herefter vil benævnes ROE (Return on Equity).

Det er nødvendigt at dekomponere ROE for at opnå det fulde overblik. Denne dekomponering tager udgangspunkt i den udvidede DuPont-model. Modellen er opdelt i afkast på driftsaktiviteter og afkast på finansieringsaktiviteter, og endvidere er disse inddelt i tre niveauer. Der vil løbende forekomme relevante grafer, hvor beregningerne af rentabilitetsanalysens nøgletal fremgår af bilag 11.



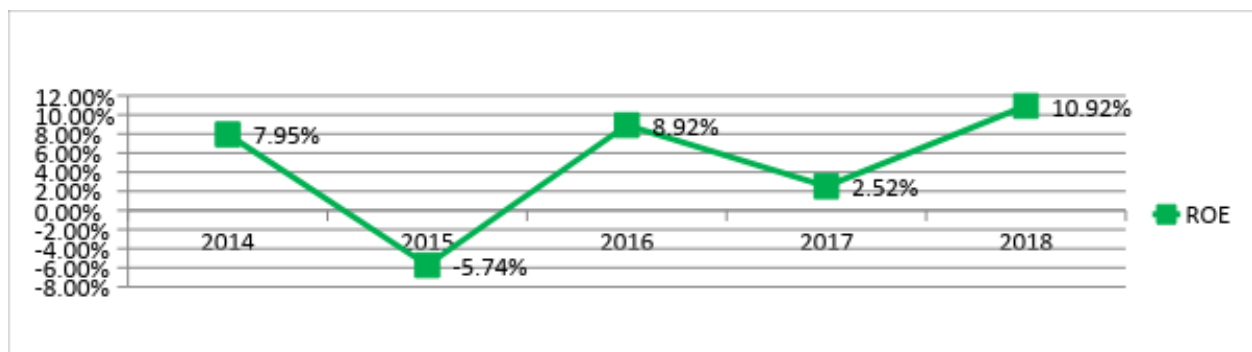
Figur 10 - Dupont pyramiden. Kilde: Virksomhedsøkonomi A2, Systime.dk

ROE (Return on Equity)

ROE defineres som virksomhedens evne til at forrente indskudt kapital. Jo større forretningen er, jo bedre er det at investere i virksomheden. Med andre ord er ROE et udtryk for, hvor god virksomheden er til at skabe værdi for aktionærerne. ROE beregnes ved hjælp af følgende formel⁸⁹:

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst til ordinære aktionærer (EAT)}}{\text{Gns. ordinær egenkapital}}$$
$$= \left(ROIC + \left(\frac{\text{Gns. NFF}}{\text{Gns. EK} + \text{Gns. MIN}} \right) * (ROIC - r) \right) * MIA$$

ROE er beregnet på baggrund af de reformulerede regnskaber i den 5-årige analyseperiode og fremgår af nedenstående figur:



Figur 11 - Udvikling af ROE i analyseperiode. Kilde: Egen tilvirkning.

Det ses, at ROE i analyseperioden er meget varierende og ligger i et spænd mellem -5,7% og 10,9%. For at analysere hvad der ligger til grund for disse udsving vil vi se nærmere på analyseniveauerne i DuPont-modellen.

4.5.1 Analyseniveau 1 – Drifts- og finansieringsaktivitet samt finansiell gearing

Den første nedbrydning af ROE adskiller rentabiliteten fra driftsaktivitet, som skaber driftsoverskud fra finansieringsaktivitet, som skaber finansielle omkostninger eller indtægter. Endvidere adskiller den også effekten af finansiell gearing der påvirker ROE.⁹⁰ For at forstå de

⁸⁹ (Sørensen, 2018, s. 281-284) og (Hawanwini & Viallet, 2016)

⁹⁰ (Sørensen, 2018, s. 281)

finansielle værdidrivere, analyseres afkast på netto driftsaktivet (ROIC) og den finansielle gearing (FGEAR).

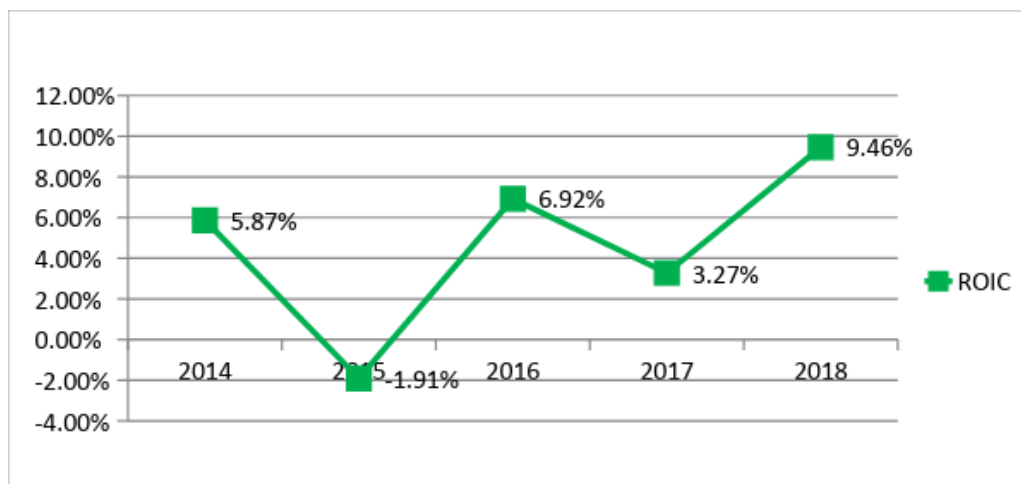
ROIC

ROIC er et udtryk for virksomhedens evne til og effektivitet ved at udnytte sine netto driftsaktiviteter til at generere overskud uafhængigt af finansieringsforholdene. ROIC bliver større, jo bedre virksomheden er til at udnytte sine driftsaktiver, og dermed bliver aktionærernes afkast større.

For at påvirke ROIC skal der analyseres nærmere på de to underliggende værdidrivere, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, som analyseres på niveau to senere i afhandlingen.

ROIC beregnes ud fra følgende formel: $ROIC = \frac{\text{Samlet driftsoverskud (DO)}}{\text{Gns. netto driftsaktiver (NDA)}}$

ROIC er beregnet på baggrund af reformulerede regnskaber for 2014 til og med 2018 og fremgår af nedenstående figur:

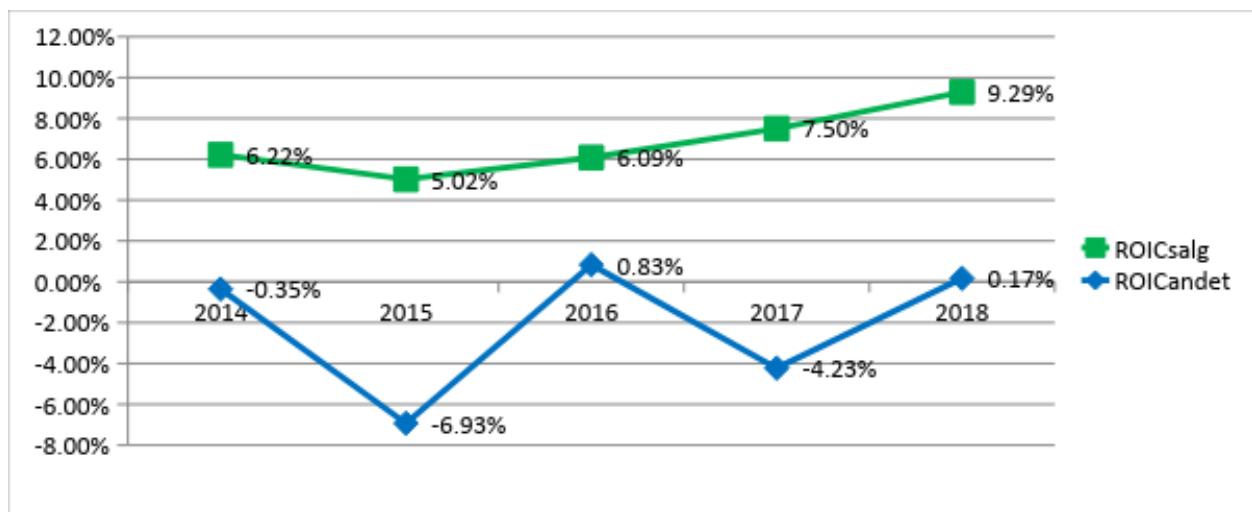


Figur 12 - Udvikling af ROIC i analyseperiode. Kilde: Egen tilvirkning.

Som det også bemærkes ved ovenstående graf, er ROIC meget svingende i den 5-årige periode. ROIC har ligget i spændet mellem -1,9% og 9,5%. I de perioder, hvor ROIC har været positiv, har virksomheden tjent penge på den investerede kapital i driftsaktiver. 2015 har i den fem-årige

periode været året, hvor Carlsberg har tabt penge på, at de investerede kapital i driftsaktiver, da denne er negativ.

ROIC beregnes på baggrund af det samlede driftsoverskud, som indeholder henholdsvis driftsoverskud fra salg og fra andet. Vi har opdelt ROIC i ROIC_{salg} og ROIC_{andet} for at danne os et overblik over, hvordan den primære drift og øvrige poster har påvirket ROIC. Opdeling af ROIC er specificeret i grafen herunder, hvor de to typer ROIC sammenholdes.



Figur 13 - Udvikling af ROIC i analyseperiode specificeret ud på salg og andet. Kilde: Egen tilvirkning.

Det fremgår af grafen, at ROIC_{salg} har været nogenlunde stabil og stigende, mens ROIC_{andet} har været meget svingende, hvilket blandt andet skyldes nedskrivninger af anlægsaktiver.

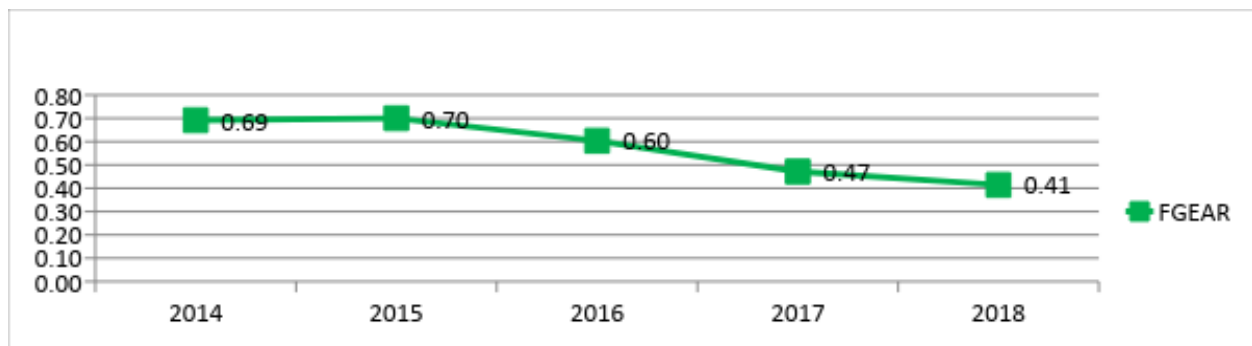
Finansiell gearing

Finansiell gearing (FGEAR) viser forholdet mellem egenkapitalen og finansielle forpligtelser. FGEAR beregnes ved hjælp af følgende formel:

$$\text{Finansiell gearing (FGEAR)} = \frac{\text{Gns.netto finansielle forpligtelser (NFO)}}{\text{Gns. Ordinær egenkapital (EK)}}$$

Hvis den finansielle gearing beregnes til over 1 betyder dette, at driftsaktiviteterne hovedsageligt finansieres med fremmedkapital, mens hvis den er under 1, betyder det, at driftsaktiviteterne primært er finansieret af egenkapitalen.

Vi har beregnet FGEAR ud fra de reformulerede regnskaber i den fem-årige periode, som vises i nedenstående figur 14:



Figur 14 - Udvikling af FGEAR i analyseperiode. Kilde: Egen tilvirkning.

Det kan hurtigt konstateres, at Carlsberg gennem de seneste fem år primært har finansieret sine driftsaktiviteter via egenkapitalen. De har i disse år nedbragt deres lån markant, hvilket er den primære årsag til ovenstående udvikling.

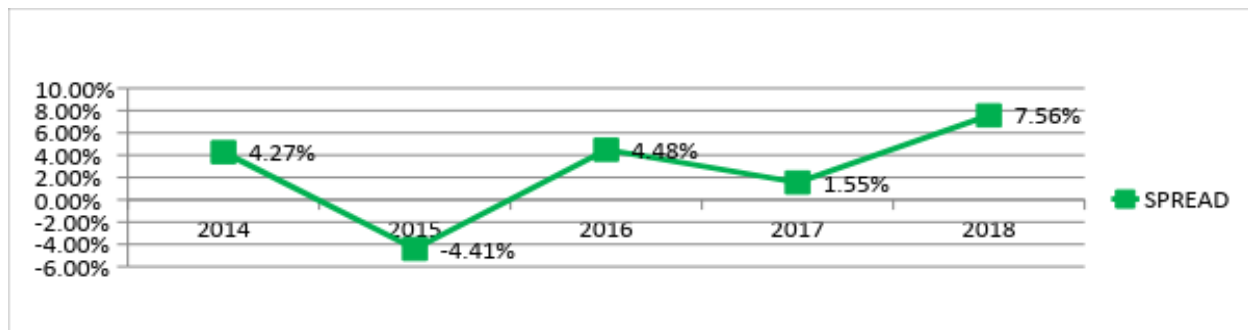
SPREAD

SPREAD er et udtryk for, hvorvidt virksomheden tjener penge på den stiftede kapital eller fremmedkapital. Hvis SPREAD er positiv, betyder det at virksomhedens nettorenter er lavere end afkastet, og virksomheden har formået at tjene penge med den lånte kapital ved investering i driftsaktiver. Omvendt, hvis SPREAD er negativ, har virksomheden tabt penge på den lånte kapital til investering i driftsaktiver.

SPREAD beregnes ved hjælp af formlen:

$$SPREAD = ROIC - r, \text{ hvor } r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger (NFO)}}{\text{Gns.netto finansielle forpligtelser(NFF)}}$$

SPREAD er beregnet i den fem-årige periode og fremgår af figur 15 herunder:



Figur 15 - Udvikling af SPREAD i analyseperiode. Kilde: Egen tilvirkning.

Det fremgår af ovenstående figur, at SPREAD har været positiv i analyseperioden undtaget i år 2015. Carlsberg har med andre ord i fire år opnået et afkast, som er større end nettorenten ved finansiering via fremmedkapital. Vi vil analysere videre herpå under analyseniveau 3.

4.5.2 Analyseniveau 2 – Dekomponering af ROIC

I dette afsnit dekomponeres ROIC til overskudsgrad (OG) og omsætningshastighed (AOH). Overskudsgraden måler overskuddet for hver krone salg fra virksomhedens driftsaktivitet, og omsætningshastigheden måler salget per krone investeret i netto driftsaktiver.⁹¹

Disse beregnes ud fra følgende formler:

$$\text{Overskudsgrad(OG)} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{Omsætningshastighed(AOH)} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns.netto driftsdriftsaktiver(NDA)}}$$

Vi vil nu se på de to værdidriveres effekt på ovenstående beregnede ROIC:

	2014	2015	2016	2017	2018
OG	8,80%	-2,57%	8,95%	4,11%	10,45%
AOH	0,67	0,74	0,77	0,80	0,91
ROIC	5,87%	-1,91%	6,92%	3,27%	9,46%

Tabel 2 - Oversigt over OG, AOH og ROIC i analyseperiode. Kilde: Egen tilvirkning.

⁹¹ (Sørensen, 2018, s. 286)

Det ses, at overskudsgraden er meget svingende og det må derfor konstateres, ud fra ovenstående tabel, at Carlsberg har svært ved at tilpasse sine omkostninger til deres indtjening. I 2018 tjente Carlsberg DKK 0,10 per krones salg. Det er også i 2018, at der er den højeste omsætningshastighed. Det vurderes at være afledt af flere faktorer såsom verdensmesterskabet i fodbold i Rusland i 2018, som blev identificeret i afsnit 3.1.1.1.

Endvidere fremgår det af ovenstående, at Carlsberg i analyseperioden har oplevet en stigning i omsætningshastigheden som følge af en nedbringelse af driftsaktiver. Carlsberg har i 2018 tjent DKK 0,91 for hver krone investeret i driftsaktiver.

Det må konstateres, at den overordnede udvikling i ROIC primært skyldes udviklingen i overskudsgraden, som vi vil analysere nærmere under analyseniveau 3.

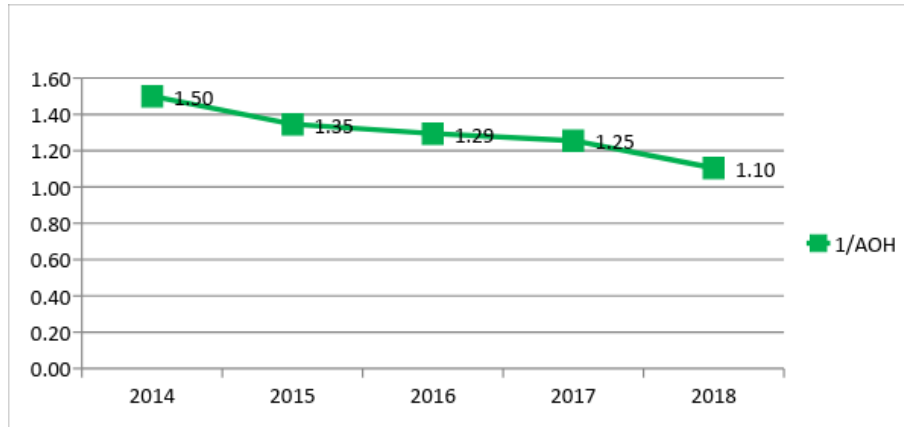
Der er en negativ sammenhæng mellem OG og konkurrencebegrænsning samt AOH og kapacitetsbegrænsning. Brancher med høj OG har typisk lavere AOH, hvilket også er tilfældet her.⁹² Carlsberg er, som tidligere nævnt i den strategiske analyse under afsnit 3.1.2.1, i en branche med høje adgangsbarrierer og store kapitalkrav for nye indtrængende. Ydermere er det konstateret i den strategiske analyse, at Carlsberg satser på en stærk markedsposition⁹³, hvilket afspejles i den høje OG og lav AOH.

⁹² (Sørensen, 2018, s. 288)

⁹³ (Lægaard & Vest, 2018, s. 432)

Inverse værdi af AOH (1/AOH)

Som supplement til AOH analysen er der foretaget beregning af den inverse AOH, som angiver, hvor meget der er bundet på netto driftsaktiver til at skabe én krones salg.



Figur 16 - Udvikling af inverse værdi af AOH i analyseperiode. Kilde: Egen tilvirkning.

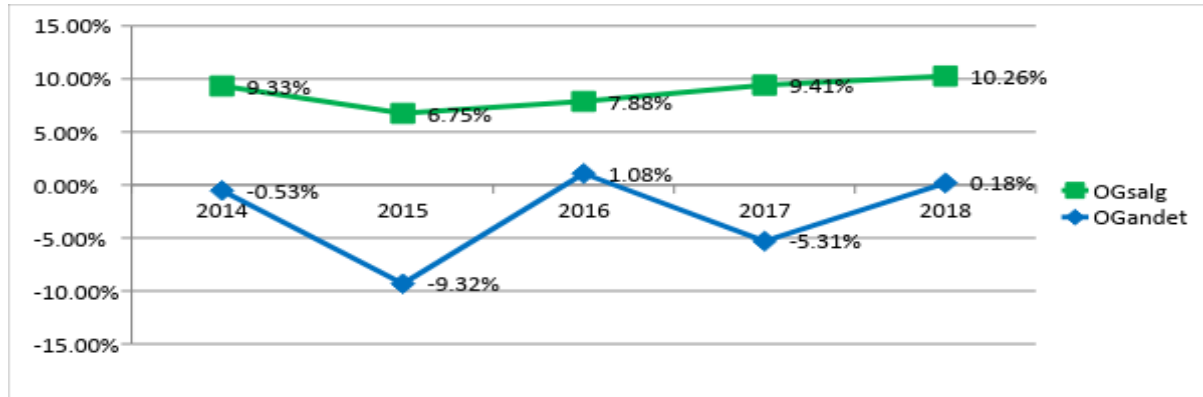
Det fremgår af figuren ovenfor, at Carlsberg investerer mere end én krone i driftsaktiver for at skabe én krones salg. Dette kan være farligt, da det kræver en større investering end det resultat, som kommer ud af det i den anden ende.

4.5.3 Analyseniveau 3 – Analyse af overskudsgrad og omsætningshastighed

Tidligere i afsnit 4.5.2 konstaterede vi, at overskudsgraden havde været svingende i den fem-årige analyseperiode, hvorimod omsætningshastigheden udelukkende kun havde været stigende gennem analyseperioden, hvorfor overskudsgraden vil være vores hovedpunkt i analyseniveau 3. Endvidere blev der i afsnit 4.5.1 konstateret store udsving i SPREAD, som vi vil se nærmere på.

Overskudsgrad (OG)

Vi vil på samme vis som i afsnit 4.4.1.1 dele overskudsgraden op i salg og andet, for at kunne dykke længere ned i den.



Figur 17 - Udvikling af OG i analyseperiode specificeret ud på salg og andet. Kilde: Egen tilvirkning.

Det fremgår af ovenstående graf, at overskudsgraden fra salget (OG_{salg}) er nogenlunde stabil og lidt stigende, igennem analyseperioden, hvorimod at overskudsgraden fra andet (OG_{andet}) har været meget varierende. Det kan derfor konkluderes, at udsvingene i overskudsgraden og ikke mindst ROIC skyldes tendens i OG_{andet} .

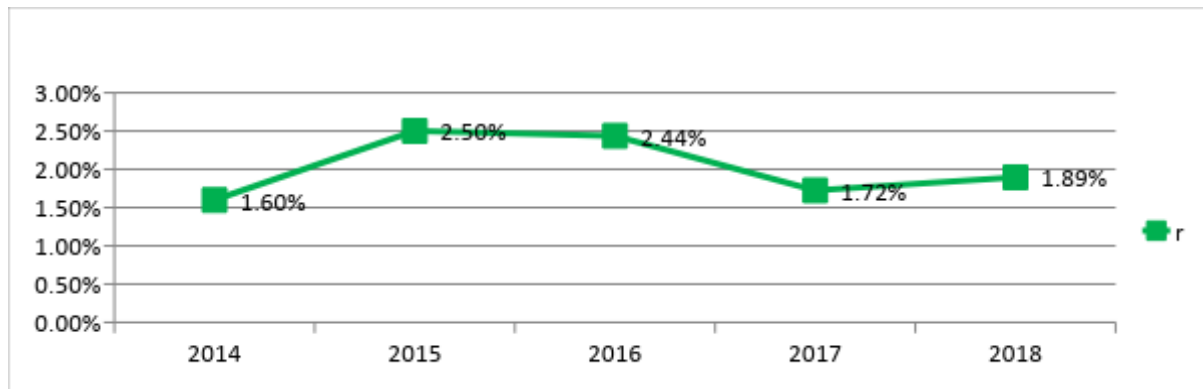
Udviklingen i OG_{andet} kan primært henføres til udviklingen i de særlige poster, som har været præget af nedskrivning af immaterielle aktiver samt omstrukturingsomkostninger. År 2015 har været ekstra ramt af forhøjet omstrukturingsomkostninger og nedskrivninger af lokale varemærker i både Rusland og Kina.⁹⁴ Tilsvarende har der i 2017 også været større nedskrivninger af lokale varemærker i Rusland.⁹⁵

⁹⁴ https://carlsberggroup.com/media/5256/carlsberg_as_annual_report_2015.pdf s. 90-91

⁹⁵ https://carlsberggroup.com/media/22523/carlsberg-as_annual-report-2017.pdf s. 70

SPREAD

I afsnit 4.5.1. konstaterede vi, at der var udsving i SPREAD, som afhænger af ROIC og r (gennemsnitslig lånerente benævnt " r "). Eftersom vi i afsnittet ovenfor har analyseret OG, som indgår i beregningen af ROIC og dermed påvirker ROIC, vil vi i dette afsnit blot analysere r .



Figur 18 - Udvikling af r i analyseperiode. Kilde: Egen tilvirkning.

Det fremgår af ovenstående figur, at r har ligget i et mindre spænd mellem 1,6% og 2,5% og dermed under 1 procentpoint i forskel. Det kan med baggrund heri konkluderes, at r har haft en minimal påvirkning på udsvingene i SPREAD og at OG_{andet} dermed har forårsaget udsvingene i SPREAD.

4.6 Vækstanalyse

Rentabilitetsanalysen udarbejdet i forrige afsnit gav et billede af de nuværende værdidrivere. Næste step før budgetteringen af Carlsbergs fremtidige indtjening, hvor vi vil se på, hvordan den fremtidige rentabilitet vil ændre sig fra sit nuværende niveau, er en vækstanalyse.⁹⁶ Vækstanalysen har til formål at analysere hvordan den nuværende rentabilitet har bevæget sig på baggrund af ændringer i de underliggende drivere.

Vækstanalysen vil have fokus på fire nøgletal, som er vækst i henholdsvis nettoomsætning, driftsoverskud, netto driftsaktivitet og egenkapital. Disse nøgletal vil blive analyseret hver for sig i særskilte afsnit herunder.

⁹⁶ (Sørensen, 2018) – s. 296

4.6.1 Vækst i nettoomsætningen

Nettoomsætningens udvikling fremgår af tabel 3, som fremkommer af de regulerede årsrapporter fra bilag 12. Væksten er beregnet som:

$$Vækst\ i\ nettoomsætning = \frac{\text{Ændring i nettoomsætning}}{\text{Nettoomsætning}}$$

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	63.292	64.147	61.461	60.655	62.503
Vækst i nettoomsætning		1,4%	-4,2%	-1,3%	3,0%

Tabel 3 - Vækst i nettoomsætning i analyseperioden. Kilde: Egen tilvirkning.

Det aflæses, at omsætningen har været svingende, idet den først er steget lidt og så sker der et fald i 2016 og 2017. Dog vender det igen i 2018, hvor omsætningsvæksten atter er positiv. Faldet i nettoomsætningen i 2016 skyldes den negative valutakursudvikling⁹⁷, mens 2017 er forårsaget af afhændelse af en tysk grossist.⁹⁸ Stigningen i nettoomsætningen skyldes organisk vækst og yderligere salg⁹⁹, som kan henføres til det gode vejr i Europa i 2018 samt verdensmesterskabet i fodbold i Rusland.

4.6.2 Vækst i driftsoverskud før og efter skat

Det beregnede nøgletal for driftsoverskud, fremkommer af de reformulerede regnskaber og indeholder både driftsoverskud fra salg og fra andet. Da driftsoverskuddet fra andet består af uforudsigelige og ikke tilbagevendende poster, vil de ikke påvirke forventningerne til fremtiden og derfor heller ikke proforma-opgørelserne. Driftsoverskud fra andet indgår dermed ikke i beregningen af nøgletallene herunder.

⁹⁷ <https://carlsberggroup.com/media/11134/carlsberg-group-aarsrapport-2016.pdf>, s. 10

⁹⁸ <https://carlsberggroup.com/media/22523/carlsberg-as-annual-report-2017.pdf>, s. 11

⁹⁹ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 15

Nøgletallene beregnes som følge:

$$Vækst i driftsoverskud = \frac{\text{Ændring i driftsoverskud}}{\text{Sidste års driftsoverskud}}$$

Nøgletallene for de seneste fem år fremgår af nedenstående tabel 4:

DKK Mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsoverskud fra salg før skat	8.082	7.509	7.425	8.251	8.899
Driftsoverskud fra salg efter skat	5.892	4.403	4.923	5.695	6.401
Vækst i driftsoverskud fra salg før skat i procent		-7,1%	-1,1%	11,1%	7,9%
Vækst i driftsoverskud fra salg efter skat i procent		-25,3%	11,8%	15,7%	12,4%

Tabel 4 - Vækst i driftsoverskud før og efter i analyseperioden. Kilde: Egen tilvirkning.

Som det ses herover, har der i ét år været negativ vækst, nemlig i 2015, mens de efterfølgende år har haft en positiv vækst. Den negative vækst i 2015 skyldes højere salgs- og marketingsinvesteringer.¹⁰⁰ Den generelle tendens i de efterfølgende år har været positiv med en vækst på over 10%.

Det fremgår endvidere af beregningerne, at driftsoverskud før og efter skat ikke helt følger hinanden, hvilket skyldes permanente og midlertidige forskelle i skatteopgørelsen. Eftersom skatteopgørelsen ikke offentliggøres, har vi ikke grundlaget for at analysere denne. Dette vil derfor ikke blive analyseret yderligere.

4.6.3 Vækst i netto driftsaktiver

Nøgletallet vækst i netto driftsaktiver kommer fra de reformulerede regnskaber og beregnes som følger:

$$Vækst i netto driftsaktiver = \frac{\text{Ændring i netto driftsaktiver}}{\text{Sidste år netto driftsaktiver}}$$

¹⁰⁰ https://carlsberggroup.com/media/5256/carlsberg_as_annual_report_2015.pdf s. 18

Nøgletal i analyseperioden fremgår af nedenstående tabel 5:

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsaktiver	135.673	122.424	124.030	111.396	112.736
Driftsforpligtelser	40.936	41.642	43.052	40.537	45.828
Netto driftsaktiver	94.737	80.782	80.978	70.859	66.908
Vækst i netto driftsaktiver i procent		-14,7%	0,2%	-12,5%	-5,6%

Tabel 5 - Vækst i nettodriftsaktiver i analyseperioden. Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra ovenstående tabel ses det, at Carlsberg har haft et fald i netto driftsaktiviteter over hele analyseperioden. Dette skyldes, at driftsaktiver har været faldende, mens driftsforpligtelser har været stigende i perioden undtaget år 2016, hvor nettoaktiver også var steget.

Udviklingen i driftsaktiver kan hovedsageligt henføres til nedgang af de immaterielle aktiver, som er faldet med DKK 15,5 mia. fra 2014 til 2018. Det fremgår af årsrapporterne, at Carlsbergs immaterielle aktiver herunder goodwill og brands har været præget af store negative valutakursreguleringer samt nedskrivninger, hvilket har resulteret i dette fald i driftsaktiver. Modsat de andre år har 2016 haft positive valutakursreguleringer, hvorfor der i dette år har været en minimal positiv vækst.

Udviklingen af driftsforpligtelser kan primært henføres til udviklingen i leverandørgæld, som er steget med 4 mia. fra 2014 til 2016.

Faldet i netto driftsaktiviteter har en positiv effekt på afkast på netto driftsaktiviteter (ROIC), såfremt Carlsberg har haft positivt driftsoverskud. Det store fald i netto driftsaktiver i 2015 og 2017 samt fald i OG_{andet} er årsagen til, at ROIC har været negativ i disse to år, hvilket også blev konstateret i afsnit 4.5.1.

4.6.4 Vækst i egenkapitalen

Egenkapitalen er et udtryk for aktionærernes investering i virksomheden, hvorfor denne vurderes at være essentiel at analysere nærmere.

Nøgletallene er beregnet ved nedenstående formel ud fra reformulerede regnskaber og fremgår af tabel 6.

$$\text{Vækst i egenkapital eksklusiv minoritetsinteresser} = \frac{\text{Ændring i EK ekskl. minoritet.}}{\text{sidste års EK ekskl. minoritet.}}$$

DKK mio..	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital	55.473	46.87	53.279	48.719	47.065
Vækst i egenkapital i%		-15,5%	13,6%	-8,6%	-3,4%

Tabel 6 - Vækst i egenkapital i analyseperioden. Kilde: Egen tilvirkning.

Egenkapitalen har været svingende, og det skyldes, at valutakursreguleringer har påvirket totalindkomsten negativt.

4.7 Delkonklusion på regnskabsanalysen

I første afsnit af regnskabsanalysen konstaterede vi, at Carlsbergs årsrapporter i analyseperioden er valide; men ikke sammenlignelige grundet de nye IFRS implementeringer i 2018. Årsrapporterne er efterfølgende reguleret til, så de er sammenlignelige.

Første analyse i regnskabsanalysen var en benchmarkanalyse. I benchmarkanalysen blev Carlsberg sammenholdt med deres mest sammenlignelige konkurrent, Heineken. I dette afsnit blev der udarbejdet en common-size-analyse af både reformulerede resultatopgørelser og reformulerede balancer. Denne common-size-analyse viste, at Carlsberg havde en højere driftsoverskudsgrad på 14,3% end Heinekens 13,6%, hvilket vil sige, at Carlsberg tjener 0,7 øre mere end Heineken for hver omsætningskrone i driften før skat og 0,5 øre mere efter skat. Dog tjener de lige meget på bundlinjen med en netto overskudsgrad på 8,5%. Dette skyldes, at Carlsberg havde større valutakursreguleringer på udenlandske enheder, som har påvirket totalindkomsten negativt.

I forhold til balancen viste det sig, at Carlsbergs andel af immaterielle aktiver er 14,9 procentpoint højere end Heinekens. Omvendt er Carlsbergs andel af finansielle aktiver, herunder kapitalandele i associerede virksomheder og joint ventures, 3,8 procentpoint lavere, hvilket stemmer overens med deres strategi om at have bestemmende indflydelse i de virksomheder, som de opererer med. Endvidere har Carlsberg en lavere binding på varebeholdninger på 1 procentpoint.

Rentabilitetsanalysen blev udarbejdet ud fra den udvidede DuPont-pyramide med udgangspunkt i Carlsbergs evne til at skabe værdi for ejerne (ROE). ROE var meget svingende i den fem-årige analyseperiode, hvorfor vi analyserede de underliggende drivere for at finde frem til årsagen. Årsagen til den svingende ROE kan henføres til "andre poster", herunder nedskrivning af

immaterielle anlægsaktiver som konsekvens af valutakursreguleringer. Ved opdeling af ROIC i overskud fra salg og andet viste det, at overskuddet fra salg var nogenlunde stabilt i den fem-årige analyseperiode, men overskuddet fra andet var meget svingende.

Som afslutning på afsnittet blev der foretaget en vækstanalyse, som tog udgangspunkt i udviklingen i fire nøgletal: Udvikling i nettoomsætning, udvikling i driftsoverskuddet før og efter skat, udvikling i netto driftsaktiver samt udvikling i egenkapital. Overordnet viste denne analyse, at der er positive vækstmuligheder for Carlsberg.

5. Budgettering

Dette afsnit vil omfatte budgettering af Carlsbergs aktiviteter ud i fremtiden, hvormed der på baggrund heraf kan udarbejdes proforma-opgørelser. Den værdi, som en virksomhed skaber for sine ejere, er et resultat af komplicerede relationer mellem drifts- og finansieringsaktiviteterne. Det er nødvendigt at budgettere disse aktiviteter for at kunne skønne den fremtidige værdiskabelse gennem relationer mellem drifts- og finansieringsaktiviteter på baggrund af de underliggende ikke-finansielle værdidrivere identificeret igennem den strategiske analyse. En praktisk tilgang til udarbejdelsen af proforma-opgørelserne vil tage udgangspunkt i de reformulerede regnskaber fra regnskabsanalysen i kapitel 4 og vedlagt som bilag 3 og 5. Denne praktiske tilgang medfører nogle fordele. Én af disse fordele er, at analytikere kan fokusere på et begrænset antal forudsætninger vedrørende virksomhedens fremtid, hvilket giver mulighed for at gennemtænke forudsætningerne nøje.¹⁰¹ Forudsætningerne til brug for fremtidig budgettering og udarbejdelse af proforma-opgørelserne vil være baseret på en sammenkobling af udarbejdede analyser af de ikke-finansielle og finansielle værdidrivere.

Budgetperioden udgør fem år, som beskrevet i afgrænsningen i afsnit 1.3, eftersom det vurderes urealistisk at budgettere længere tid ud i fremtiden på baggrund af vores observationer af branchen, som konstant er i udvikling med mange opkøb og fusioner mellem virksomhederne. Den efterfølgende periode kaldes for terminalperioden og vil følge en konstant vækstrate.

Dette kapitel har til hensigt at besvare nedenstående underspørgsmål fra problemformuleringen i afsnit 1.2:

- *Hvordan påvirkes Carlsbergs fremtidige indtjening og vækstmuligheder af deres nuværende strategi?*

Det samlede opstillede budget, er udarbejdet på baggrund af de reformulerede regnskaber og kan ses af bilag 12.

¹⁰¹ (Sørensen, 2018, s. 317)

5.1 Budgettering af salgsvæksten i de tre hovedmarkeder

I forbindelse med budgettering af salgsvæksten vil afhandlingen hovedsageligt tage udgangspunkt i de identificerede værdidrivere i de strategiske og regnskabsmæssige analyser samt Carlsbergs historiske udvikling på nettoomsætningen. Som tidligere beskrevet i vores afgrænsning i afsnit 1.3 tager den strategiske analyse udgangspunkt i de tre hovedmarkeder, og eftersom den resterende del af nettoomsætningen er ukendt, budgetteres der kun for disse tre hovedmarkeder. De tre markeder er som konstateret i den strategiske analyse meget forskellige. Eftersom udviklingen i væksten også er forskellig, vurderes det, at budgettering af disse tre markeder foretages separat med hver deres vækstrate. Budgetteret salgsvækst fremgår af bilag 12.

For at få et samlet billede af Carlsbergs nettoomsætning skal salgsvæksten udenfor de 3 hovedmarkeder ligeledes budgetteres. Vækstraten har været svingende i analyseperioden og i 2017 og 2018 har den ligget på henholdsvis 3% og 5%. Grundet usikkerheden og ukendte markeder som ikke er analyseret yderligere, fastsættes vækstrate til 2% i hele budgetperioden.

5.1.1 Vesteuropa

Omsætningen i Vesteuropa viste sig i 2018 at udgøre DKK 36.151 mio. svarende til 41% af den samlede omsætning, hvilket er før afgifter m.v.¹⁰² Det vesteuropæiske marked må betegnes som Carlsbergs største marked, hvorfor dette markeds salgsvækst har en væsentlig betydning for den samlede salgsvækst.

Vi har i den strategiske analyse, analyseret markedet i Vesteuropa og den forventede fremtid for Carlsbergs position på markedet. Her blev det observeret, at der var tale om et modent marked, hvor det forventes, at der stadig er plads til lav eller ingen vækst. Dog kan der forekomme en tilbagegang, som følge af et mættet marked samt ændringer i den sociale adfærd, idet befolkningen er blevet mere sundhedsbevidst som beskrevet i afsnit 3.1.1.3. Desuden udgør konkurrencen fra de substituerende produkter som vin og andre alkoholiske drikkevarer stadig en stor konkurrence på markedet. Det vurderes dog, at Carlsberg har kompetencerne til at tilpasse sig markedsændringen og dermed bibeholde sin position på markedet. Denne vurdering er baseret på, at de er bevidste om

¹⁰² <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 15

denne ændring og har fokus på produktudvikling, herunder specialøl og alkoholfri øl, samt gennem markedsføring af deres brands.

I regnskabsanalysen blev det overordnede salg analyseret. For at danne os et overblik over udviklingen i salget i Vesteuropa, har vi opstillet en analyse af omsætningen, hvilket vil sige før afgifter m.v., i den fem-årige analyseperiode, som fremgår af tabellen herunder. Denne tabel er endvidere vedlagt som bilag 12 sammen med analysen af nettoomsætningen for de resterende to markeder.

Salgsvæksten for Vesteuropa forventes, på baggrund af ovenstående, at være 1% i hele budgetperioden. I terminalperioden vurderes det, at markedet er ved at være mættet, hvorfor der ingen vækst forventes.

DKK mio..	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
Vesteuropa							
Omsætning	36.151	36.513	36.878	37.246	37.619	37.995	37.995
Budgetteret vækst i%		1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	0,00%

Tabel 7 - Forventet vækst i Vesteuropa. Kilde: Egen tilvirkning.

5.1.2 Østeuropa

Omsætningen i Østeuropa viste sig i 2018 at udgøre DKK 10.780 mio. svarende til 12% af den samlede omsætning.¹⁰³ Dette marked var for nogle år siden Carlsbergs andetstørste marked målt på omsætningen; men er siden da blevet overhalet af det asiatiske marked. Udviklingen heri kan tilskrives ændringerne i makromiljøet som konstateret i afsnit 3.1.1.1, som påvirkes af lovmæssige restriktioner og sanktioner i blandt andet Rusland. Herudover har Rusland været ramt af faldende valutakurser, som vurderes at påvirke markedet på den korte bane.

Det vurderes på baggrund af ovenstående, at salgsvæksten på det østeuropæiske marked vil være 0,5% de første tre år. Herefter vurderes sanktionerne at aftage, og væksten vil stige til 1% i år 2022. De efterfølgende år vil væksten udgøre 1 procentpoint.

DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
Østeuropa							
Omsætning	10.780	10.834	10.888	10.943	11.052	11.162	11.274
Budgetteret vækst i%		0,50%	0,50%	0,50%	1,00%	1,00%	1,00%

Tabel 8 - Forventet vækst i Østeuropa. Kilde: Egen tilvirkning.

¹⁰³ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 21

5.1.3 Asien

Det asiatiske marked er de senere år blevet Carlsbergs andetstørste marked målt på omsætningen. Omsætningen i Asien viste sig i 2018 at udgøre DKK 15.530 mio. svarende til 17% af den samlede omsætning.¹⁰⁴

Asien er, som tidligere konstateret i PEST-analysen, i økonomisk vækst og under positiv udvikling i BNP. Der er derfor vækstpotentiale i fremtiden, hvilket de øvrige konkurrenter også har fået øjnene op for. Konkurrenceintensiteten på markedet har været relativt lav; men har sidenhen været stigende, idet bryggeribranchen har opdaget vækstmulighederne. Konkurrencen om forbrugerne på markedet vurderes derfor at være hårdere fremadrettet. Som beskrevet i afsnit 3.1.2.3 er der stigende forespørgsel på premium og internationale brands, hvorfor der er mulighed for organisk vækst. Desuden ser de potentielt vækst i opkøb og fusion, hvor Carlsberg i starten af 2019 har købt sig ind i et mikrobryggeri i Kina, som producerer premium øl.¹⁰⁵

Salgsvæksten er på baggrund af ovenstående sat til 4% de første to år og stiger til 5% efterfølgende. Dog falder denne igen til 4% i terminalperioden som konsekvens af den stigende konkurrence, som vurderes at finde sted.

DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
Asien							
Omsætning	15.530	15.996	16.476	17.135	17.820	18.533	19.089
Budgetteret vækst i%		3,00%	3,00%	4,00%	4,00%	4,00%	3,00%

Tabel 9 - Forventet vækst i Asien. Kilde: Egen tilvirkning.

5.2 Budgettering af AOH

For at kunne opnå de forventede salgsvækster er det nødvendigt at investere i driftsaktiver, eftersom det kræver en højere aktivitet i arbejdskapitalen for at øge salget. For at kunne beregne de budgetterede netto driftsaktiver, skal der udarbejdes en budgettering af aktivernes omsætningshastighed (AOH). Nedenfor ses en oversigt over den historiske udvikling i nettoomsætning, netto driftsaktiver og AOH på baggrund af de reformulerede regnskaber. Det

¹⁰⁴ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 21

¹⁰⁵ https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/377744/carlsberg_koeber_sig_ind_i_kinesisk_mikrobryggeri.html (besøgt d. 23. marts 2019)

fremgår af tabellen, at gennemsnittet af AOH i den fem-årige analyseperiode er på ca. 0,77, hvorfor 0,77 anvendes til budgettering af netto driftsaktiverne.

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	63.162	64.024	61.351	60.495	62.363
Netto driftsaktiver	94.737	87.753	80.868	75.913	68.884
AOH	0,67	0,73	0,76	0,80	0,91
Anvendt AOH i budgettering	0,77				

Tabel 10 - Forventet vækst i Asien. Kilde: Egen tilvirkning.

Til beregning af de budgetterede netto driftsaktiver anvendes nedenstående formel:

$$\text{Netto driftsaktiver (NDA)} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{AOH}}$$

De beregnede budgetterede netto driftsaktiver i budgetperioden og terminalperioden fremgår af tabellen nedenfor:

DKK mio.	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
Budgetteret nettoomsætning	63.167	63.985	64.933	65.942	65.942	66.976
Budgetteret AOH	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Budgetteret netto driftsaktiver	82.034	83.097	84.328	85.639	85.639	86.982

Tabel 11 - Budgetteret udvikling netto driftsaktiver. Kilde: Egen tilvirkning.

5.3 Budgettering af overskudsgraden fra salg og den effektive skatteprocent

På samme måde som salgsvæksten er forskellig på de tre hovedmarkeder, varierer overskudsgraden også på de forskellige markeder. Desuden fremgår det af årsrapporten for 2018, at man har lavere overskudsgrad i Vesteuropa end i Asien og Østeuropa. Der er taget udgangspunkt i den samlede overskudsgrad i regnskabsanalysen, hvorfor budgetteringen også vil tage afsæt i den samlede denne. Historikken ses nedenfor i tabel 12:

Det fremgår af tabellen, at overskudsgraden før skat har ligget i spændet mellem 11,7% og 14,3% og giver et gennemsnit på 12,9% i den fem-årige analyseperiode.

Der forventes i budgetperioden en overskudsgrad før skat i 2019 på 10,0% baseret på, at der har været flere markedsføringsomkostninger i 2018. Dette vurderes også at være tilfældet i 2019, hvorfor der opnås en lavere overskudsgrad. De efterfølgende år estimeres at ligge mellem 11% og

12%, da det antages at markedsføringen har en effekt, men grundet, at der på sigt vil være større konkurrence på vækstmarkederne, og at dette vil have en negativ påvirkning på overskudsgraden.

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Historisk OG fra salg og skatteeffekt					
Nettoomsætning	63.162	64.024	61.351	60.495	62.363
Driftsoverskud fra salg før skat	8.082	7.509	7.425	8.251	8.899
Driftsoverskud fra salg efter skat	5.892	4.403	4.923	5.695	6.401
Skat på driftsoverskud fra salg i alt (minus er lig indtægt)	2.190	3.106	2.502	2.556	2.498
OG fra salg før skat	12,80%	11,73%	12,10%	13,64%	14,27%
Den effektive skatteprocent	27%	41%	34%	31%	28%

Tabel 12 - Overskudsgrad fra salg og effektiv skatteprocent i 5-årige analyseperiode. Kilde: Egen tilvirkning.

I forbindelse med budgettering af den effektive skatteprocent er der foretaget analyse af den effektive skatteprocent for den fem-årige analyseperiode. Den effektive skatteprocent ligger noget over selskabsskatteprocenten, da den udgør 28% i 2018.¹⁰⁶ Denne er også anvendt i budgettet, da det vurderes, at stigning og fald i beskattningen vil udlignes mellem landene.

DKK mio.	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
Budgetteret OG fra salg før skat og de forventede effektive skatteprocenter						
Budgetteret OG fra salg før skat	10,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,0%	11,0%
Forventede effektive skatteprocent	28%	28%	28%	28%	28%	28%

Tabel 13 - Budgetteret overskudsgrad fra salg før skat og de forventede effektive skatteprocenter. Kilde: Egen tilvirkning.

5.4 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat

Andet driftsoverskud efter skat indeholder poster, der er uforudsigelige, og som derfor ikke har nogle præcise underliggende drivere. Historisk har nedskrivning på de immaterielle anlægsaktiver været en stor del af denne post. Da posterne er umulige at forudsige for fremtiden, er det ikke muligt at lave et estimat over udviklingen af andet driftsoverskud efter skat, hvorfor denne er budgetteret til DKK 0 både i budget- og terminalperioden.

5.5 Sammenholdelse med aktieanalyser

I forbindelse med afhandlingens udarbejdelse af budgettet, vil vi for at få en hvis grad af sikkerhed vedrørende vores budgetterede vækster, som beregnet i kapitel 5, foretage en sammenholdelse mellem de budgetterede tal og aktiemarkedets analytikeres forventninger til Carlsbergs fremtid.

¹⁰⁶ <https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf> s. 104

Aktiemarkedets analytikeres forventninger til Carlsbergs fremtid er en sammenfatning af mere end 25 forskellige kreditforeninger, banker, investeringsvirksomheder m.v. fra henholdsvis Danmark, Storbritannien, Holland og Frankrig¹⁰⁷, som fremgår af bilag 12. Forventningerne er fra den 13. marts 2019, hvor regnskabet for 2018 blev offentliggjort.

For at sammenligne starter vi med at sammenholde nettoomsætningen. Her ses det, at analytikerne har en højere forventning til nettoomsætningen i 2021 end afhandlingens. Der er en afvigelse på DKK 3,2 mia. Eftersom analytikernes omsætning ikke er specificeret mere ud, er det ikke muligt at vurdere, hvor afhandlingen og analytikerne er uenige. Den budgetterede salgsvækst ændres ikke i afhandlingen trods analytikernes optimisme for markederne.

Ligeledes sammenlignes overskudsgraden før skat. Igen ses det, at analytikernes bud er højere end afhandlingens. Det vurderes ud fra vores analyse og argumenter i afsnit 5.3, at afhandlingen vil beholde budgetterede overskudsgrader trods analytikernes optimisme.

DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
Budget							
Vesteuropa	36.151	36.513	36.878	37.246	37.619	37.995	37.995
Østeuropa	10.780	10.834	10.888	10.943	11.052	11.162	11.274
Asien	15.530	15.996	16.476	17.135	17.820	18.533	19.089
Ikke fordelt omsætning	26.509	27.039	27.580	28.132	28.694	29.268	29.853
Afgifter	-26.607	-27.029	-27.460	-27.948	-28.466	-28.996	-29.371
Nettoomsætning i alt	62.363	63.352	64.362	65.507	66.720	67.963	68.841
Driftsoverskud fra salg før skat	8.899	6.335	7.723	7.861	8.006	7.476	7.572
Den effektive skatteprocent	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
Driftsoverskud fra salg efter skat	6.401	4.561	5.561	5.660	5.765	5.383	5.452
Driftsoverskud i alt	6.401	4.561	5.561	5.660	5.765	5.383	5.452
Netto driftsaktiver	68.884	82.276	83.587	85.074	86.649	86.649	88.263

Tabel 14 - Budgettering til sammenholdelse. Kilde: Egen tilvirkning.

¹⁰⁷ <https://carlsberggroup.com/investor-relations/analysts-estimates/consensus-estimates/> (besøgt d. 27. marts 2019)

5.6 Delkonklusion på budgettering

Til udarbejdelse af proforma-opgørelserne, har vi i budgetteringen taget stilling til flere nøgletal og deres udvikling i både budgetperioden og terminalperioden. De analyserede nøgletal er vækstraten for salg, arbejdskapital i procent af salget, overskudsgraden fra salg før skat, den effektive skatteprocent og til sidst andet driftsoverskud.

Ved gennemgang af værdidriverne er afhandlingen kommet frem til nedenstående udvikling for fremtiden:

Salgsvæksten

Salgsvæksten i Vesteuropa forventes at være på 1% i budgetperioden og vil falde til 0,5% i terminalperioden på baggrund af den ændrede adfærd, mange substituerende produkter og et marked, som er ved at være mættet.

Salgsvæksten i Østeuropa forventes at være på 0,5% indtil 2021, og fra 2022 vil væksten stige til 1%. Dette grundet at markedet har været præget af valutakursudsvingene samt lovmæssige restriktioner og sanktioner, som vurderes at have en påvirkning på markedet på den korte bane.

Salgsvæksten i Asien forventes at være på 3% de første år og vil herefter stige til 4% i resten af budgetperioden. I terminalperioden forventes den at falde tilbage til 3%. Væksten er begrundet med den økonomiske vækst i markedet samt efterspørgslen samtidig med, at flere konkurrenter har fået øje på markedet.

Investeringer i driftsaktiver

Den forventede vækste for investeringer i driftsaktiver er budgetteret med samme vækste som salget, hvilket skyldes, at aktivernes omsætningshastighed (AOH) er budgetteret til at være konstant på 0,77 over både budget- og terminalperioden.

Driftsoverskud fra salg før skat

Det forventes i budgetperioden at overskudsgraden (OG) før skat vil ligge på 10,0% i 2019, 12,0% i 2020 frem til 2022, hvorefter den falder igen til 11,0% i den restende periode. I terminalperioden forventes en overskudsgrad før skat på 11,0%.

Effektiv skatteprocent

Den effektive skatteprocent forventes at ligge på niveau med den effektive skatteprocent for 2018 på 28%.

Driftsoverskud fra andet

Driftsoverskud fra andet er budgetteret til at ligge på DKK 0 over hele perioden, hvilket skyldes, at de er uforudsigelige, og at der dermed ikke er nogen præcise underliggende drivere til at vurdere denne.

Vi har ud over de gennemgåede parametre ovenfor lavet en sammenholdelse mellem afhandlingens budgettering og aktieanalytikeres forventning til Carlsbergs fremtid, hvor salgsvæksten blandt andet ikke var ens. Her fremgik det, at analytikerne har været mere optimistiske end afhandlingen, idet de forventede en højere salgsvækst. Afhandlingens budgetterede slagsvækst er dog valgt bibeholdt.

6. Værdiansættelse af Carlsberg

For at beregne Carlsbergs fundamentale værdi per 15. februar 2019 benyttes værdiansættelsesmodellen Discounted Cash Flow (DCF-modellen), hvor virksomhedens værdi beregnes som nutidsværdien af de forventede fremtidige frie pengestrømme (FCF). Nærværende model er blevet en præference hos adskillige aktieanalytikere, corporate-finance afdelinger, konsulenter m.v.¹⁰⁸ Eksempelvis viste en empirisk undersøgelse, at knap 95% af respondenterne anvendte DCF-modellen som deres primære model.¹⁰⁹ En af modellens styrker er, at den er uafhængig af virksomhedens regnskabspraksis, som er en faldgrube for mange regnskabsbaserede værdiansættelsesmodeller.

Modellen kendetegnes ved, at den måler værdien på selskabsniveau, altså fra både långivernes og ejernes synsvinkel. Modellen ser på virksomhedens evne til at skabe indtjening via driften, hvorfor den ikke tager udgangspunkt i den finansieringsmæssige del. Idet den frie forventede pengestrøm defineres som den pengestrøm, der er til deling mellem långiverne og ejerne, er det nødvendigt at tilbagediskontere pengestrømmen til en nutidsværdi med et afkastkrav, som afspejler långivernes og ejernes risikovillighed ved investering i selskabet.

Det frie cash flow beregnes ud fra nedenstående formel:

$$FCF_t = DO_t - \Delta NDA_t$$

I formelen er faktorerne DO og NDA kendte, da vi i forbindelse med budgetteringen af OG og AOH i afsnit 5.2 og 5.3 fik identificeret disse. Udstyret med ovenstående formel kan vi beregne virksomhedsværdien ud fra nedenstående formel:

$$V_0^{EV} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^T} - NFF_0$$

¹⁰⁸

[file:///C:/Users/DKSYH/Downloads/Fagligt%20notat%20om%20vrdiansttelse%20af%20virksomheder%20og%20virksomhedsandele%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/DKSYH/Downloads/Fagligt%20notat%20om%20vrdiansttelse%20af%20virksomheder%20og%20virksomhedsandele%20(1).pdf) (besøgt d. 27. marts 2019)

¹⁰⁹ <https://rauli.cbs.dk/index.php/log/article/viewFile/686/718> (besøgt d. 27. marts 2019)

hvor

$wacc = \text{virksomhedens vægtede kapitale gennemsnitsomkostninger}$

$g = \text{salgsvækstrate}$

$NFF = \text{Netto finansielle forpligtelser}$

Som det fremgår af ovenstående formel er der tre nye faktorer. Ud af disse tre er WACC en ukendt faktor. Vi fik kendskab til NFF i forbindelse med reformuleringen af Carlsbergs balance og salgsvækstraten i forbindelse med budgetteringen af terminalperioden i kapitel 5. Før vi kan beregne virksomhedsværdien må vi først beregne WACC, hvilket vil blive gjort i nedenstående afsnit 6.1.

6.1 WACC

WACC omfatter omkostninger relateret til finansieringen af virksomhedens egenkapital og fremmedkapital, med andre ord virksomhedens gæld. I forbindelse med værdiansættelse af virksomheder anvendes WACC renten til at tilbagediskontere det fremtidige frie cash flow til nutidsværdien. Som ovenfor anført vil vi i dette afsnit beregne WACC, som er virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Følgende formel anvendes ved beregning af WACC:

$$wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} \times r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} \times r_g$$

hvor

$V_0^E = \text{markedsværdi af egenkapitalen}$

$V_0^{NFF} = \text{markedsværdi af netto finansielle forpligtelser}$

$V_0^{EV} = \text{markedsværdi af virksomheden}$

$r_e = \text{ejernes afkastkrav}$

$r_g = \text{lånerente efter skat}$

Ovenstående faktorer, der indgår i beregningen af WACC, vil i de følgende afsnit blive beskrevet og estimeret.

6.1.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Når vi skal estimere WACC, har vi brug for en konstant kapitalstruktur. Virksomhedens kapitalstruktur betegnes som forholdet mellem virksomhedens gæld og egenkapital. For at opnå en optimal langsigtet kapitalstruktur, har vi anvendt sammenlignelige virksomheder, her Carlsbergs to største konkurrenter: Anheuser-Busch Inbev og Heineken. I nedenstående tabel 15 er kapitalstrukturen beregnet på baggrund af den gennemsnitlige kapitalstruktur for 2018 for de to virksomheder, hvor vi har anvendt ultimokursen ved beregning til DKK, da årsrapporterne for disse selskaber aflægges i henholdsvis EUR og USD.

Kapitalstruktur, sammenlignelige virksomheder (2018)					
Virksomhed	Regnskabsår	Egenkapital	Samlet balancesum	Gældsandel	Egenkapital andel
Anheuser-Busch Inbev	31-12-2018	468.771	1.513.172	0,69	0,31
Heineken	31-12-2018	116.042	313.298	0,63	0,37
Gennemsnitlig værdi				0,66	0,34

Tabel 15 - Kapitalstruktur, sammenlignelige virksomheder (2018). Kilde: Egen tilvirkning, Anheuser-Busch Inbev årsrapport 2018 og Heineken årsrapport 2018.

Af ovenstående er egenkapitalandelen estimeret til 0,66, og gældsandelen er estimeret til 0,34.

6.1.2 Ejernes afkastningskrav (r_e)

Egenkapitalværdien bestemmes ved at diskontere pengestrømme, som tilfalder ejerne, med deres afkastkrav (r_e). Afkastkravet svarer til det, de kunne have opnået ved at foretage en alternativ investering med samme risiko. For at bestemme egenkapitalværdien anvendes CAPM-modellen, som tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på den enkelte virksomheds aktier og afkastet på hele aktiemarkedet. Dette ud fra den antagelse, at jo større risiko en investering har, jo højere skal merafkastet også være. CAPM bestemmes med følgende formel:

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

hvor

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

$r_f = \text{risikofri rente}$

$\beta = \text{beta (systematisk risiko)}$

$E(r_m) = \text{forventet afkast ved investering i markedsporteføljen}$

$[E(r_m) - r_f] = \text{markedets risikopræmie}$

Ovenstående ukendte faktorer, som indgår i beregningen af ejernes afkastningskrav, vil nedenfor blive beskrevet og estimeret.

Risikofri rente (r_f)

Den risikofrie rente er udtryk for den rente, en investor ville forvente at få fra en absolut risikofri investering over en specifik tidsperiode. Teoretisk er denne rente et udtryk for renten på nulkuponobligationer, hvor alle de enkelte pengestrømme tilbagediskonteres. Dette vil betyde brug af forskellige risikofrie renter, hvilket gøres ved, at man tager en rente på en etårig nulkuponsobligation for pengestrømme i år 1, renten på en toårig nulkuponobligation for pengestrømme i år 2 osv.¹¹⁰ I praksis anbefales det dog, at man som estimat for den risikofrie rente anvender den effektive rente for en 10-årig statsobligation, hvilket også er den tilgang, vi har valgt at anvende. Den effektive rente for en 10-årig statsobligation ligger på nuværende tidspunkt på 0,22%.¹¹¹ Da renten er historisk lav, har vi valgt at anvende en risikofri rente på 0,54%, som er gennemsnittet af renten for en 10-årig statsobligation de seneste fem år, da dette vil give en mere realistisk rente.

Markedets risikopræmie $[E(r_m) - r_f]$

Markedets risikopræmie er udtryk for det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier relativt til at investere i risikofrie aktiver. Markedets risikopræmie kan fastsættes ud fra tre tilgangsvinkler, henholdsvis rundspørge, historiske observationer (ex-post-metoden) og forventninger til risikopræmien (ex-ante-metoden).¹¹² Disse tilgangsvinkler vil ikke blive uddybet yderligere i denne afhandling. Til bestemmelse af markedets risikopræmie har vi valgt at følge anbefalingen fra SKAT, som bygger på offentlige undersøgelser af investorers anvendelse af

¹¹⁰ (Sørensen, 2018, s. 39)

¹¹¹ <https://www.al-bank.dk/markedsnyt/international-oekonomi-og-finans/rente-og-valutaprognose/> (besøgt d. 27. marts 2019)

¹¹² (Sørensen, 2018, s. 39-40)

risikopræmien, hvorfor vores risikopræmie fastsættes til 5%.¹¹³ Dette stemmer også godt overens med anbefalingen om at anvende en risikopræmie på mellem 4 og 6%.¹¹⁴

Beta (β)

Betaværdien udtrykker risikoen for en virksomhed, hvor en større risiko indikerer en tilsvarende større risikopræmie. Dette betyder, at en aktie med en høj risiko også har et større forventet afkast end en mindre risikobehæftet aktie. Er beta under 1, har aktien en lavere risiko end markedsporteføljen, er beta lig med 1, har aktien en risiko som er lig markedsporteføljen, og er beta over 1, har aktien en større risiko end markedsporteføljen.¹¹⁵ Der findes tre tilgange til at estimere beta. Betaværdien kan estimeres på grundlag af den historiske kursudvikling for virksomheden og aktiemarkedet. Denne tilgang kan dog omfatte nogle praktiske udfordringer. Eksempelvis vil en illikvid aktie eller en ny aktie på markedet ikke være handlet meget, hvilket med al sandsynlighed vil betyde en lav betaværdi, og derved bliver beta undervurderet. En anden tilgang er den såkaldte common sense-metode, som bygger på en kvalitativ vurdering af virksomhedens samlede risiko, som derefter konverteres til et beta-estimat. Den sidste tilgang består i at forudsige betaværdier ud fra fundamentale faktorer.¹¹⁶

Vi vurderer ikke, at Carlsberg er omfattet af de beskrevne udfordringer under den første tilgang, idet aktien antages at være likvid og en vel-etableret aktie på markedet. Derfor benytter vi den første tilgang. Til bestemmelse af beta har vi valgt at beregne beta baseret på historiske data. Det kan antages at være overflødigt at beregne beta, da estimatet er meget udbredt og let tilgængeligt. Hovedårsagen til at vi beregner beta skyldes, at kilderne beregner beta forskelligt, da de bruger varierende tidsperioder.¹¹⁷ For eksempel vil nogen bruge en tidsperiode på tre måneder samtidig med, at nogen bruger en tidsperiode på 10 år. Selvom beta altid består af en måling af variansen og kovariansen over en periode, findes der umiddelbart ikke en bestemt og rigtig tidsperiode.

Som det fremgår af tabel 16, har vi beregnet variansen for aktiekursen af Carlsberg og sammenholdt afvigelsen med C20 aktiekursen over en femårig periode. Vi har beregnet beta til at være 0,90, jf.

¹¹³ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219> (besøgt d. 27. marts 2019)

¹¹⁴ (Sørensen, 2018, s. 40)

¹¹⁵ (Sørensen, 2018, s. 40)

¹¹⁶ (Sørensen, 2018, s. 41)

¹¹⁷ <https://www.investopedia.com/ask/answers/102714/how-do-you-calculate-beta-excel.asp>

tabel 16. Derfor antages Carlsberg aktien at have en lavere risiko end markedsporteføljen, da beta er estimeret til at være lavere end 1.

Markedskurs ultimo per år.		
C20		
Årstal	Kurs	Udvikling
2018	991,93	
2017	1143,41	0,152712
2016	1019,64	-0,10825
2015	1039,1	0,019085
2014	805,26	-0,22504
Carlsberg		
2018	692,6	
2017	745	0,075657
2016	609,5	-0,18188
2015	612,5	0,004922
2014	478,8	-0,21829
Var.S		0,020314
Covariance		0,022519
Beta		0,90

Tabel 16 – Beregning af beta. Kilde: Euroinvestor og egen tilvirkning.

På baggrund af ovenstående kan ejernes afkastningskrav dermed blive estimeret til 5,04%, som fremgår af beregningen nedenfor:

$$r_e = 0,54\% + 0,90 \times 5\% = 5,04\%$$

6.1.3 Estimering af lånerenten (r_g)

Lånerenten er også tidligere nævnt som långivers afkastningskrav, der svarer til den lånerente, virksomheden kan låne til i dag, og måles efter skat. Lånerenten estimeres med følgende formel:

$$r_g = (r_f + r_s) \times (1 - t_s)$$

hvor

$$r_g = \text{lånerente}$$

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

$$r_s = \text{selskabsspecifikt risikotillæg}$$

$$t_s = \text{selskabsskatteprocent}$$

Ovenstående ukendte faktorer r_s og t_s vil nedenfor blive beskrevet og estimeret for, at vi kan estimere långivernes afkastningskrav. Den risikofrie rente er den samme, som blev anvendt under ejernes afkastningskrav.

Selskabsspecifikt risikotillæg (r_s)

Opfattes en virksomhed af långiver som risikofyldt, må virksomheden betale en højere rente. Långiveren kræver således et risikotillæg som kompensere for den risiko, at virksomheden ikke kan betale lånet tilbage. Der findes to primære tilgange til at estimere det selskabsspecifikke risikotillæg. Den første tilgang omhandler anvendelse af virksomhedens rating. Såfremt denne rating ikke er tilgængelig, kan kreditrating fra sammenlignelige virksomheder anvendes. Den anden tilgang omfatter anvendelsen af virksomhedens seneste lånerente.¹¹⁸

Vi har valgt at anvende den første tilgang for at estimere det selskabsspecifikke risikotillæg. Carlsbergs selskabsspecifikke risikotillæg er bestemt ud fra den kreditrating, som kreditvurderingsselskaberne Moody's og Fitch har givet dem. De har fået vurderingen Baa2 og BBB+¹¹⁹, som ved omregning fra kredit rating til risikotillæg giver et risikotillæg på 2%.¹²⁰

Selskabsskatteprocent (t_s)

Selskabsskatteprocenten er fastsat til 22%, hvilket svarer til selskabsskatten for danske selskaber¹²¹. Nu hvor de ukendte faktorer er fundet, kan vi estimere långivernes afkastningskrav. Jf. beregningen nedenfor får vi lånerenten til at være 1,98%.

$$r_g = (0,54\% + 2\%) \times (1 - 22\%) = 1,98\%$$

6.1.4 Beregning af WACC

Nu hvor alle ovennævnte faktorer, der indgår i beregningen af WACC er fundet, vil virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger blive beregnet nedenfor:

¹¹⁸ (Sørensen, 2018, s. 43)

¹¹⁹ <https://carlsberggroup.com/investor-relations/debt-investor/> (besøgt d. 26. marts 2019)

¹²⁰ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm (besøgt d. 26. marts 2019)

¹²¹ <https://www.skatteinform.dk/dk/graenser-og-satser/graenser-og-satser/satser-for-selskaber/> (besøgt d. 26. marts 2019)

$$wacc = 0,66 \times 5,04\% + 0,34 \times 1,98\% = 3,99\%$$

WACC er af ovenstående formel beregnet til 3,99%. Denne værdi vil blive anvendt som diskonteringsfaktoren i værdiansættelsen af Carlsberg ved brug af DCF-modellen.

6.2 Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen

Nu hvor vi har estimeret WACC, som var den ukendte faktor for at beregne Carlsbergs værdi, kan vi ved at anvende DCF-modellen som nævnt først i kapitlet beregne Carlsbergs værdi. Beregningen af værdien ses af nedenstående.

Værdiansættelse af Carlsberg - DCF-modellen							
DKK mio.	2018	2019B	2020B	2021B	2022B	2023B	2024T
Driftsoverskud, efter skat (DO)	6.401	4.569	5.580	5.690	5.807	5.433	5.515
Netto driftsaktiver (NDA)	68.884	82.417	83.879	85.531	87.285	87.285	89.093
FCF = DO – DNDA		-8.964	4.118	4.038	4.053	5.433	3.707
Diskonteringsfaktor (1,03998) ^t		1,040	1,082	1,125	1,170	1,217	
Nutidsværdi FCF, år 1-5		-8.620	3.808	3.590	3.465	4.466	
Nutidsværdi FCF t.o.m. 2023	6.709						
Terminalværdi							185.551
Nutidsværdi af terminalværdi	152.527						
Enterprise Value	159.236						
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser (NFF)	19.019						
Værdi af egenkapital	140.217						
Værdi af minoritetsinteresser (1,14%)	1.600						
Værdi af ordinær egenkapital	138.618						
Antal aktier (mio.)	153						
Værdi per aktie	908,63						
Offentlig lukkekurs per 15.02.2019	797,40						
Afvigelse	13,9%						

Tabel 17 - Værdiansættelse af Carlsberg - DCF-modellen. Kilde: Egen tilvirkning.

I ovenstående tabel 17 er Carlsbergs nutidsværdi af FCF over budgetperioden fra 2019 til 2023 beregnet til at have en værdi på DKK 6.709 mio. Efter budgetperioden indtræder terminalperioden, som er beregnet til DKK 185.551 mio., der ligeledes bliver tilbagediskonteret med samme diskonteringsfaktor som i år 2023B. Dette giver en nutidsværdi af terminalperioden på DKK 152.527 mio.

Ved at lægge begge nutidsværdierne sammen og fratrække NFF får vi Carlsbergs markedsværdi til at være DKK 140.217 mio. For at finde den ordinære egenkapital, fratrækkes minoritetsinteresserne, hvor ved vi får en ordinær egenkapital på DKK 138.618 mio., hvilket svarer til en aktionærværdi per aktie på DKK 908,63. Børsens aktiekurs for Carlsberg per 15. februar 2019 viser en lukkekurs på DKK 797,40. Dermed får vi en forskel på DKK 111,23, hvilket svarer til 13,9%. Det kan dermed konstateres, at aktiekursen per 15. februar 2019 er undervurderet i forhold til den beregnede aktiekurs.

6.3 Prismultiple

Ovenstående estimerede værdiansættelse ved brug af DCF-modellen er en absolut værdiansættelsesmodel og benævnes også nutidsmodel. Disse modeller anses for at være den grundlæggende tilgang til aktievurdering og kræver budgettering samt stiller store krav til informationsindsamling.¹²² Der findes dog også simplere værdiansættelsesmodeller, som ikke involverer budgettering, og som kun gør minimalt brug af informationer for at specificere værdien af et aktiv relativt til et andet aktiv eller grupper af aktiver, hvilket er de relative værdiansættelsesmodeller. Disse modeller implementeres typisk ved brug af prismultiple, som er simple nøgletal med markedsprisen over en værdiindikator i årsregnskabet.¹²³

Følgende afsnit har derfor til formål at forsøge at værdiansætte Carlsberg ved brug af prismultiple og dermed sammenholde denne værdi med den ovenstående beregnede værdi ved brug af DCF-modellen. Estimatet anvendes derfor udelukkende som et supplement for at validere estimatet fra DCF-modellen. Prismultiple implementeres i en såkaldt sammenlignende metode på følgende måde for Carlsbergs vedkommende:

1. Identificér sammenlignelige virksomheder inden for samme branche.
 - Her har vi valgt at sammenligne Carlsberg med de samme to virksomheder, som vi også valgte i afsnit 6.1.1, da vi skulle fastlægge kapitalstrukturen, nemlig Anheuser-Busch Inbev og Heineken.
2. Identificér en værdiindikator for de sammenlignelige virksomheder (P/E, P/B, P/S), og beregn multiple på disse værdiindikatorer, hvortil de handles.

¹²² (Sørensen, 2018, s. 28)

¹²³ (Sørensen, 2018, s. 24-25)

- Vi har valgt værdiindikatorerne nettooverskud (P/E), bogført værdi (P/B) og salg (P/S), som beregnet i nedenstående tabel 18.
3. Anvend et gennemsnit på de tilsvarende værdiindikatorer for målvirksomheden for at finde dens værdi.¹²⁴
- Det beregnede gennemsnit af multiplerne er anvendt for at finde Carlsbergs værdi, som ses estimeret i nedenstående tabel 19.

Mio.		Netto- omsætning	Forventet nettooverskud	Bogført værdi egenkapitalen	Markeds- værdi	P/S	P/E	P/B
EUR	Heineken	22.471	3.137	15.540	44.467	1,98	14,18	2,86
USD	A.B Inbev	54.619	17.821	64.486	167.031	3,06	9,37	2,59
DKK	Carlsberg	62.503	9.329	47.889	-	-	-	-
Gennemsnit multiple						2,52	11,77	2,73

Tabel 18 - Gennemsnit multiple. Kilde: Egen tilvirkning.

Mio.	Gns. multiple for sammenlignelige virksomheder	Carlsberg beløb	Carlsberg værdi	NFF	Carlsbergs aktie værdi
P/S	2,52	62.503	157.413	19.019	907,50
P/E	11,77	9.329	109.839		720,25
P/B	2,73	47.889	130.537		855,98
Gennemsnit af værdier			132.597		827,91

Tabel 19 – Gennemsnit af værdier. Kilde: Egen tilvirkning.

Af ovenstående tabeller ses det, at vi får tre vidt forskellige værdier af Carlsberg, når vi foretager værdiansættelse ved brug af prismultiple. Her giver P/S (pris-over-salg) en værdi på DKK 157.413 mio., P/E (pris-over-forventet nettooverskud) en værdi på DKK 109.839 mio., og P/B (pris-over-bogført værdi) giver en værdi på DKK 130.537 mio. Tager vi den gennemsnitlige værdi af disse, får vi en værdi på DKK 132.597 mio., og med 152.556.806 udestående Carlsberg aktier svarer dette til en aktiekurs på DKK 827,91. Sammenholdes denne værdi med den overstående beregnede værdi ved brug af DCF-modellen, får vi en forskel på DKK 80,72 per aktie.

¹²⁴ (Sørensen, 2018, s. 25)

På baggrund af den gennemsnitlige værdi af Carlsberg aktien, kan det konkluderes, at den faktiske aktiekurs per 15 februar 2019 er undervurderet, hvilket også er i overensstemmelse med estimatet fra DCF-modellen. Dermed vurderes Carlsberg aktien at være en attraktiv investering.

Den markante afvigelse mellem estimatet fra DCF-modellen og den gennemsnitlige værdi ved brug af prismultiplerne skyldes, at værdien bag prismultiplerne kun er baseret på regnskabsmæssige poster fra ultimo 2018. Derimod omfatter beregningen af værdien bag DCF-modellen adskillige flere faktorer og processer. Desuden anvendes data og kilder frem til 15. februar, som hvilket giver et mere nuanceret billede af virksomheden.

Når kursværdien sammenholdes, skal man altid vise en vis omhu med disse værdier, da tilgangen bag beregningerne af værdierne er forskellige, idet værdiansættelsesmodellerne består af forskellige faktorer, som højst sandsynligt vil bidrage til en afvigelse i aktiekursen. Denne udfordring vil blive uddybet i næste afsnit.

6.4 Følsomhedsanalyse

Når man værdiansætter en virksomhed ved brug af DCF-modellen, er omdrejningspunktet proforma-opgørelser. Opgørelserne tager udgangspunkt i et bestemt scenarie. Dette scenarie er særdeles betydningsfuldt i beregningen af den fundamentale værdi, idet scenariet medvirker til den budgetterede fremtidige økonomiske præstation, hvorefter værdiansættelsen udledes.¹²⁵ Derfor medfører proforma analyser en usikkerhed omkring udfaldet af beregningerne.

Usikkerheden omfatter både subjektive og objektive dele af værdiansættelsesprocessen. Usikkerheden omkring den subjektive del omfatter skønsmæssige vurderinger. Blandt andet estimeres fremtidige vækstrater på baggrund af ens fortolkning og fremtidige forventninger omkring omverden. Det er umuligt med sikkerhed at forudsige, hvordan den udfoldes, eller graden af indvirkning, det har på bryggeribranchen eller selve Carlsberg. Uvisheder omkring den objektive del kan blandt andet omfatte udvælgelsen af værdiansættelses modeller, da fremgangsmåden af modellerne ikke er identiske. Dermed kan udfaldet af den fundamentale værdi variere samtidig med, at sammenlignelige virksomheder aldrig har identiske driftsaktiviteter, som hvilket skader pålideligheden ved brug af multipler.

¹²⁵ (Sørensen, 2018, s. 335)

For at uddybe problemstillingen om sammenholdelse af aktiekurserne fra afsnit 6.3., er det afgørende at påpege, at udfordringen især er præget af den objektive del. Idet at faktorerne, som indgår i beregningerne, er forskellige, det er derfor naturligt, at udfaldene vil være afvigende fra hinanden. Derfor kan det vurderes at være misvisende at sammenholde aktiekurserne med hinanden, samt at argumentere for, hvilken tilgang der er mere korrekt frem for en anden.

For at illustrere skrøbeligheden omkring en fundamental værdi i en værdiansættelse ved brug af DCF-modellen, vil vi udføre en følsomhedsanalyse, jf. tabel 20.

		Vækstrate i omsætning				
		1,60%	1,80%	2,00%	2,20%	2,40%
r_{wacc}	3,40%	1051,00	1192,13	1373,58	1615,51	1954,22
	3,60%	927,74	1039,55	1179,32	1359,03	1598,64
	3,80%	826,89	917,49	1028,24	1166,67	1344,65
	4,00%	743,74	818,68	908,63	1018,59	1156,08
	4,20%	671,74	734,41	808,48	897,37	1006,00
	4,40%	610,79	664,00	726,08	799,44	887,47
	4,60%	557,97	603,65	656,35	717,84	790,50

Tabel 20 - Følsomhedsanalyse af aktiekurs ved brug af DCF model. Kilde: Egen tilvirkning.

Følsomhedsanalysen omfatter ændringer i væksten og de vægtede kapitalomkostninger. Det fremgår, at værdien er en smule mere følsom over for en ændring i WACC frem for vækstraten. En ændring på 0,2% i WACC resulterer i en stigning eller et fald af værdien på omkring 12%, fra DKK 908,63 til henholdsvis DKK 1.028,24 eller DKK 808,48. Modsætningsvis medfører den samme procentvise ændring i vækstraten en stigning eller et fald på omkring 11%, for eksempel et fald fra DKK 908,63. til DKK 818,68.

Som tabel 20 illustrerer, vil udfaldet af værdiansættelsen afvige drastisk, hvis mindre ændringer udføres på henholdsvis WACC og vækstraten. På baggrund af ovenstående kan det vurderes, at værdiansættelser af virksomheder er følsomme og kan indeholde en vis usikkerhed.

6.5 Delkonklusion på værdiansættelse af Carlsberg

Værdiansættelsen af Carlsbergs aktie blev beregnet ved brug af DCF-modellen, som er baseret på en strategisk analyse og en regnskabsanalyse samt en budgettering af den fremtidige økonomiske forventning. Afsnittet har redegjort for og estimeret DCF-modellens faktorer samt tilgangen til en værdiansættelse af et aktiv ved brug af modellen.

Virksomhedens vægtede kapitalomkostninger blev estimeret til at være 3,99%, hvilket resulterede i, at selskabsværdien af Carlsberg blev vurderet til at være DKK 159.236 mio., mens værdien af den ordinære egenkapital blev estimeret til DKK 136.618 mio. Aktiekursen per 15. februar 2019 blev estimeret til være DKK 908,63. Ydermere blev Carlsberg beregnede aktie ved brug af DCF-modellen sammenholdt med en gennemsnitlig aktiekurs estimeret ved brug af prismultipler. Dette blev gjort for at validere den estimerede aktiekurs.

Efterfølgende blev der udført en følsomhedsanalyse for at undersøge følsomheden af den estimerede værdi. Analysen konkluderede at aktiekursen er følsom især over for justeringer i WACC. Derudover blev det også konkluderet, at justeringer i vækstraten vil have en kraftig indvirkning på estimatet af en aktie, da denne også skaber store afvigelser.

7. Konklusion

Afhandlingens overordnede formål er at besvare hovedspørgsmålet fra problemformuleringen, jf. afsnit 1.2:

Hvad er den beregnede fundamentale værdi af Carlsberg Groups aktier per 15. februar 2019, og hvordan stemmer denne overens med den aktuelle kursværdi per 15. februar 2019?

For at besvare ovenstående hovedspørgsmål blev der stillet fire undersøgelsesspørgsmål, som er blevet besvaret i afhandlingens kapitler, jf. afsnit 1.5.

Den strategiske analyse har til formål at analysere de interne og eksterne ikke-finansielle værdidrivere, som kan have påvirkning på Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder for her igennem at få besvaret undersøgelsesspørgsmålet ”*Hvordan er selskabets strategiske position?*”. I analysen har vi anvendt modeller, hvorpå vi analyserer de eksterne og interne forhold for her igennem at få besvaret det første undersøgelsesspørgsmål. I den strategiske analyse blev Carlsbergs nuværende strategiske position identificeret ud fra de ikke-finansielle værdidrivere, som blev konstateret og kortlagt ved udarbejdelsen af den interne og eksterne analyse.

Ud fra omverdens analysen blev der identificeret trusler og muligheder, som kan påvirke Carlsbergs position på markedet samt have indflydelse på deres fremtidige værdiskabelse. I forbindelse med udarbejdelsen af den eksterne analyse, konkluderes det, at Carlsberg i høj grad er påvirket af de politiske, lovgivningsmæssige og økonomiske forhold. For eksempelvis er bryggeribranchen pålagt afgifter, som har indflydelse på driftsoverskuddet samt PET-forbuddet i Rusland, som formindsker salgsvolumen, og lovreguleringer i Asien, som er ramt af en salgsbarriere. Desuden kan det øgede fokus på den sociale adfærd omkring forbrugernes sundere levestandard påvirke Carlsberg i den forstand, at forbrugerne i højere grad efterspørger flere alkoholfri øl. Dog vurderes dette ikke som værende en stor trussel, da Carlsberg har deres eget forsknings- og udviklingscenter, som kan hjælpe med at imødekomme disse efterspørgsler ved at have større fokus på alkoholfri øl.

Ud fra brancheanalysen kan det konkluderes, at der eksisterer trussel fra nyetablerede virksomheder, dog vurderes denne at være uvæsentlig, eftersom de større bryggerikoncerner opkøber de nye mikrobryggerier eller at disse nyetablerede bryggerier går konkurs, da de bliver

udspillet af de store konkurrenter. Konkurrencen mellem de bryggerier er intensiv, hvor markedsandel ofte kan vindes gennem opkøb af de mindre bryggerier.

Endvidere kan det konkluderes at Carlsberg er mærket af intensiv konkurrence på det vesteuropæiske marked. Det østeuropæiske marked er præget af sanktioner, forbud m.v., som påvirker deres salg på dette marked. Det asiatiske marked oplever en økonomisk opgang, som vil have en positiv indflydelse på salget, da forbrugerne er blevet mere købevillige. Dette har medført hårdere konkurrence på markedet, da konkurrenterne også har opdaget vækstpotentiale på dette marked.

Ved udarbejdelsen af den interne analyse har vi identificeret Carlsbergs styrker og svagheder. Carlsberg har fokus på værdikæden og har i den forbindelse samlet deres ressourcer for at udnytte deres kompetencer og kapacitet bedst muligt, hvilket kan give dem en konkurrencemæssig fordel. Carlsberg har for eksempel centraliseret deres indkøb, således at de kan fordelagtige priserne ved større mængder. Dog vurderes denne fordel at være kortvarig. Carlsberg går op i kvalitet og har et unikt brand, som er grunden til deres værdiskabelse, der ikke umiddelbart kan imiteres, hvilket vurderes at give dem en vedvarende konkurrencemæssig fordel.

Formålet med regnskabsanalysen er at identificere Carlsbergs regnskabsmæssige udvikling igennem de seneste fem år. Regnskabsanalysen vil sammen med den strategiske analyse danne grundlag for afhandlingens budgettering. I regnskabsanalysen har vi anvendt analyser, hvormed vi vurderer på den regnskabsmæssige udvikling for her igennem at få besvaret undersøgelsesspørgsmålet *"Hvordan har Carlsbergs regnskab udviklet sig igennem de seneste år?"*.

Vi har i regnskabsanalysen identificeret de bærende værdidrivere ved udarbejdelsen af en benchmark-, rentabilitets- og vækstanalyse. Det blev i en common-size-analyse konstateret, at Carlsbergs driftsoverskud fra salg er højere end Heinekens. Dog ender Carlsberg og Heineken på bundlinjen ud med at tjene hver 8,5 øre for hver omsætningskrone grundet de store nedskrivninger på de immaterielle anlægsaktiver.

Rentabilitetsanalysen blev udarbejdet ud fra den udvidede DuPont-pyramide med udgangspunkt i Carlsbergs evne til at skabe værdi for ejerne. Det blev konstateret, at ROIC fra salg var nogenlunde

stabilt, mens ROIC fra andet var meget svingende, hvilket stemmer overens med vores common-size-analyse. Det vil sige, at det er de store nedskrivninger af immaterielle anlæg, som følge af valutakursreguleringer på de udenlandske enheder, der påvirker resultatet negativt.

Afslutningsvis på regnskabsanalysen blev der foretaget en vækstanalyse, som tog udgangspunkt i udviklingen i de fire nøgletal, som overordnet viste, at der er positive vækstmuligheder for Carlsberg.

Den opstillede budgettering har ud fra den strategiske analyse og regnskabsanalyse til formål at budgettere de forventede fremtidige indtjener og for her igennem at få besvaret undersøgelsesspørgsmålet *"Hvordan påvirkes Carlsbergs fremtidige indtjening og vækstmuligheder af deres nuværende strategi?"*. Vi har foretaget en sammenholdelse mellem afhandlingens budgettering og aktieanalytikerens forventning til Carlsbergs fremtidig indtjening. Her blev det konstateret, at analytikerens prognose er mere optimistisk end afhandlingens bud på fremtiden. Trods uoverensstemmelserne har vi valgt at bibeholde afhandlingens budgetterede salgsvækst.

På baggrund af afhandlingens fastlagte budget blev Carlsbergs fundamentale værdi beregnet ved anvendelse af DCF-modellen og har her igennem fået besvaret undersøgelsesspørgsmålet *"Hvad kendetegner den kapitalbaserede værdiansættelsesmodel DCF, og hvad er dens følsomhedsgrad?"*. Den estimerede ordinære egenkapital blev beregnet til DKK 136.618 mio. per den 15. februar 2019 svarende til DKK 908,63 per aktie. Endvidere blev den fundamentale værdi beregnet gennem udvalgte multipler hvoraf den gennemsnitslige fundamentale værdi blev beregnet til DKK 827,91 per aktie.

Med baggrund heraf kan det konkluderes, at Carlsbergs værdiestimat er forskelligt alt afhængig af hvilke værdiansættelsesmodeller, der anvendes. Endvidere blev der foretaget en følsomhedsanalyse for at undersøge følsomheden af den estimerede værdi. Det kunne konkluderes, at aktiekursen er følsom især over for ændringer i WACC samt, at ændringer i vækstraten vil have en kraftig påvirkning på estimatet af en aktie.

Det kan konkluderes, at den fundamentale værdi for Carlsberg vurderes at være undervurderet, eftersom handelskursen den 15. februar 2019 var DKK 797,40 mod afhandlingens beregnede værdi på DKK 908,63.

8. Litteraturliste

8.1 Bøger

Andersen, F. R., Jensen, B. W., Olsen, M. R., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (5. udg.)

Andersen, I. (2013). *Den skinbarlige virkelighed* (5. udg.)

Hawawini, G., Viallet, C. (2015). *Finance for executives – Managing for value creation* (5. udg.)

Lægaard, J., & Vest, M. (2018). *Strategi for vindervirksomheder* (6. udg.)

Sørensen, O. (2017). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang* (5. udg.)

8.2 Årsrapporter

Carlsbergs årsrapport 2018

<https://carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf>

Carlsbergs årsrapport 2017

https://carlsberggroup.com/media/22523/carlsberg-as_annual-report-2017.pdf

Carlsbergs årsrapport 2016

<https://carlsberggroup.com/media/10899/carlsberg-group-annual-report-2016.pdf>

Carlsbergs årsrapport 2015

https://carlsberggroup.com/media/5256/carlsberg_as_annual_report_2015.pdf

Carlsbergs årsrapport 2014

https://carlsberggroup.com/media/5255/carlsberg_as_annual_report_2014_web.pdf

Heinekens årsrapport 2018

<https://www.theheinekencompany.com/Latest-Reports>

A.B Inbev årsrapport 2018

https://www.ab-inbev.com/content/dam/universaltemplate/ab-inbev/investors/reports-and-filings/annual-and-hy-reports/2019/2_3_European_financials_Final%20English_v2.pdf

8.3 Hjemmesider

<https://www.al-bank.dk/markedsnyt/international-oekonomi-og-finans/rente-og-valutaprognose/>
(besøgt d. 27. marts 2019)

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/alkoholforbud-kan-ramme-carlsberg-i-asien> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/carlsberg-topchef-brexite-paavirker-os-ikke-direkte>
(besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.berlingske.dk/virksomheder/forbud-giver-carlsberg-modvind-i-indien> (besøgt d. 25. marts 2019)

<http://betabox.dk/2016/08/04/porters-vaerdikaede/> (besøgt d. 26. marts 2019)

https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/352217/se_listen_her_er_danmarks_1000_stoerste_virksomheder.html (besøgt d. 25. marts 2019)

https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/377744/carlsberg_koeber_sig_ind_i_kinesisk_mikrobryggeri.html (besøgt d. 23. marts 2019)

<https://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/195530/artikel.html> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.bt.dk/erhverv/giganter-sats-paa-specialoel-presser-mikrobryggerier> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.bt.dk/erhverv/kornkrise-paa-vej-i-europa-kan-give-dyrere-oel> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.bryggeriforeningen.dk/artikler/flere-danskere-vaelger-alkoholfri-oel/> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://carlsberggroup.com/investor-relations/analysts-estimates/consensus-estimates/> (set d. 27. marts 2019)

<https://carlsberggroup.com/investor-relations/debt-investor/> (besøgt d. 26. marts 2019)

https://carlsberggroup.com/media/4137/sail22_investor_presentation_final.pdf (Besøgt 26. marts 2019)

<https://carlsberggroup.com/news-archive/exciting-future-for-carlsberg-research-center/> (set d. 27. marts 2019)

<https://carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/integrated-supply-chain/>
(besøgt d. 25. marts 2019)

<https://shop.carlsbergdanmark.dk/3-gode-grunde> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/> (besøgt d. 14. marts 2019)

<https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/> (besøgt d. 14. marts 2019)

<https://carlsbergdanmark.dk/kontakt/kunde-hos-carlsberg/#On%20Trade> (besøgt 14. marts 2019)

<https://www.carlsbergfondet.dk/da/Om-fondet/Carlsbergfondet/Tidslinie-for-Carlsbergfamilien/Tidslinie-for-Carlsbergfamilien> (besøgt d. 14. marts 2019)

<https://www.carlsberg.dk/fodbold/landsholdet/> (besøgt d. 25. marts 2019)

http://cdiasiabusiness.com/wpglobal/wp-content/uploads/2016/04/CDI_SEA-Beer-Industry-Report_Apr2016-EN.pdf (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/carlsberg-dropper-plastik-omkring-daaseoel-i-sixpack> (besøgt d. 25. marts)

<https://www.dr.dk/nyheder/udland/eu-forlaenger-sanktioner-mod-rusland-1> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://ekstrabladet.dk/vin/vinnyheder/vidste-du-det-folk-i-disse-lande-drikker-mest-vin/6065796>

(besøgt d. 24. marts 2019)

<https://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/03/16/carlsberg-praesenterer-sin-sail22-strategi/13330844> (besøgt d. 27. marts 2019)

[file:///C:/Users/DKSYH/Downloads/Fagligt%20notat%20om%20vrdiansttelse%20af%20virksomheder%20og%20virksomhedsandele%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/DKSYH/Downloads/Fagligt%20notat%20om%20vrdiansttelse%20af%20virksomheder%20og%20virksomhedsandele%20(1).pdf) (besøgt d. 27. marts 2019)

<https://finans.dk/erhverv/ECE10512395/danskere-slipper-fortsat-for-daasepant-ved-graensen/?ctxref=ext> (besøgt d. 19. marts 2019)

<https://finans.dk/erhverv/ECE10876131/daarligt-nyt-oelpriserne-vil-stige-med-raketfart/?ctxref=ext> (besøgt 25. marts 2019)

<https://finans.dk/politik/ECE11042917/afgiften-paa-oel-og-vin-bliver-saenket/?ctxref=ext> (besøgt d. 19. marts 2019)

<https://finans.dk/erhverv/ECE10851459/carlsbergchef-vil-goere-din-oel-mere-groen/?ctxref=ext> (besøgt 25. marts 2019)

<https://finans.dk/erhverv/ECE10907459/efter-tre-oelkrak-prispres-kan-udloese-konkursboelge-blandt-bryggerier/?ctxref=ext> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://finans.dk/erhverv/ECE11187904/carlsberg-lancerer-onlinebestilling/?ctxref=ext> (besøgt 25. marts 2019)

<https://www.fodevarefokus.dk/carlsberg-vil-saelge-flere-premium-oel-i-kina/> (besøgt d. 24. marts 2019)

<https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article10485714.ece> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article8202168.ece> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://fodevarewatch.dk/secure/Drikkevarer/article9681762.ece> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.infrontanalytics.com/fe-en/90001SD/Carlsberg-A-S/Beta> (besøgt d. 27. marts 2019)

<https://ing.dk/artikel/kunstig-intelligens-skal-hjaelpe-carlsberg-med-at-smage-paa-oel-208319>
(besøgt 25. marts 2019)

<https://www.inside.beer/news/detail/uk-hard-brexite-and-its-impacts-on-barley-and-malt-trade.html> (besøgt d. 24. marts 2019)

<https://www.inside.beer/news/detail/uk-heineken-is-stockpiling-beer-for-brexite.html> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.kristeligt-dagblad.dk/erhverv/fakta-carlsberg-verdens-tredjestoerste-bryggeri> (besøgt d. 27. marts 2019)

<https://npinvestor.dk/nyheder/rublen-sv%C3%A6kkes-anden-dag-i-streg-og-tr%C3%A6kker-carlsberg-med-ned> (besøgt d. 25. marts 2019)

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm (besøgt d. 26. marts 2019)

https://penge.borsen.dk/artikel/1/311120/fusion_mellem_sabmiller_og_ab_inbev_skaber_en_gigant.html (besøgt 26. marts 2019)

<http://www.proinvestor.com/c20> (besøgt d. 20. marts 2019)

<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2017/regnskabshaandbogen-pi-2018.pdf> (besøgt d. 24. marts 2019)

<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2017/ifrs-15.pdf> (besøgt d. 24. marts 2019)

<https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ifrs/publications/ifrs-9/ifrs-9-understanding-the-basics.pdf> (besøgt d. 24. marts 2019)

<https://rauli.cbs.dk/index.php/log/article/viewFile/686/718> (besøgt d. 27. marts 2019)

<https://scm.dk/brexit-giver-negative-supply-chain-effekter> (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219> (besøgt d. 27. marts 2019)

https://www.transportmagasinet.dk/article/view/223617/carlsberg_sparer_pa_co2en (besøgt d. 25. marts 2019)

<https://www.skatteinform.dk/dk/graenser-og-satser/graenser-og-satser/satser-for-selskaber/>
(besøgt d. 26. marts 2019)

Bilag 1

Resultatopgørelse. DKK mio.	2017-tal jf. årsrapport for 2018	2017-tal jf. årsrapport for 2017	Udvikling mellem 2017-tal i årsrapport for 2017 og 2018.	Fordelings- nøgle
Omsætning	85.789	86.942	-1%	-1.153
Vest	35.716	36.306	-2%	-590
Øst	10.925	10.878	0%	47
Asien	13.944	14.554	-4%	-610
Andet	25.204	25.204	0%	0
Øl- og læskedriksafgifter	-25.134	-25.134	0%	0
Nettoomsætning	60.655	61.808	-2%	
Produktionsomkostninger	-30.447	-30.325	0%	-122
Bruttoresultat	30.208	31.483	-4%	
Distributions- og marketingomkostninger	-17.144	-18.105	-5%	961
Administrationsomkostninger	-4.563	-4.877	-6%	314
Andre driftsindtægter og - omkostninger, netto	113	113	0%	0
Resultat af kapitalandele i associerede selskaber efter skat	262	262	0%	0
Resultat af primær drift før særlige poster	8.876	8.876	0%	

Bilag 2

Årsrapport 2018	DKK mio.	Reformuleret 2018	DKK mio.
AKTIVER		AKTIVER	
Langfristede aktiver		Driftsaktiver	
Immaterielle aktiver i alt	66.868	Langfristede immaterielle aktiver	66.868
Materielle aktiver i alt	25.394	Langfristede materielle aktiver	25.394
Finansielle aktiver i alt	7.352	Langfristede finansielle aktiver	7.352
Langfristede aktiver i alt	99.614	Varebeholdninger	4.435
Kortfristede aktiver		Tilgodehavende fra salg	5.084
Varebeholdninger	4.435	Tilgodehavende skat	213
Tilgodehavende fra salg	5.084	Periodeafgrænsningsposter	840
Tilgodehavende skat	213	Andre tilgodehavender	1.925
Andre tilgodehavender	1.925	Likvide beholdninger (1 % af omsætningen)	625
Periodeafgrænsningsposter	840	Driftsaktiver i alt	112.736
Likvide beholdninger	5.589	Finansielle aktiver	
Kortfristede aktiver i alt	18.086	Likvide beholdninger	4.964
		Finansielle aktiver i alt	4.964
Aktiver i alt	117.700	Aktiver i alt	117.700
PASSIVER		PASSIVER	
Egenkapital i alt	47.889	Egenkapital i alt	47.889
Langfristede gældsforpligtelser		Driftsforpligtelser	
Lån	16.750	Pensioner og lignende forpligtigelser	2.908
Pensioner og lignende forpligtigelser	2.908	Udskudt skat	5.659
Udskudt skat	5.659	Hensatte forpligtigelser (kort/lang)	4.927
Hensatte forpligtigelser	3.827	Anden gæld mv. (kort/lang)	13.674
Anden gæld	6.186	Leverandørgæld	16.199
Langfristede gældsforpligtelser i alt	35.330	N/A	1.583
Kortfristede gældsforpligtelser		Selskabsskat	878
Lån	7.233	Driftsforpligtelser i alt	45.828
Leverandørgæld	16.199	Finansielle forpligtelser	
Tilbagebetalingsforpligtigelse vedr. emballage	1.583	Lån (kort/lang)	23.983
Hensatte forpligtigelser	1.100	Finansielle forpligtelser i alt	23.983
Selskabsskat	878		
Anden gæld mv.	7.488		
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	34.481		
Forpligtelser i alt	69.811		
Passiver i alt	117.700	Passiver i alt	117.700
Driftsaktiver	112.736	Finansielle forpligtelser	23.983
Driftsforpligtelser	45.828	Finansielle aktiver	4.964
Netto driftsaktiver	66.908	Netto finansielle forpligtelser	19.019

Bilag 3

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Reformulerede balancer	Årsrapport	Årsrapport	Årsrapport	Årsrapport	Årsrapport
Aktiver					
Driftsaktiver					
Langfristede immaterielle aktiver	82.409	72.920	76.736	67.793	66.868
Langfristede materielle aktiver	29.173	26.678	25.810	24.325	25.394
Langfristede finansielle aktiver	8.560	8.696	7.507	6.881	7.352
Varebeholdninger	4.293	3.817	3.963	3.834	4.435
Tilgodehavende fra salg	6.851	5.729	5.485	4.611	5.084
Tilgodehavende skat	196	324	278	181	213
Periodeafgrænsningsposter	949	1.074	1.137	1.026	840
Andre tilgodehavender	2.609	2.532	2.488	2.138	1.925
Likvide beholdninger (1 % af omsætningen)	633	641	615	607	625
Driftsaktiver i alt	135.673	122.411	124.019	111.396	112.736
Finansielle aktiver					
Likvide beholdninger	1.785	2.490	2.887	2.855	4.964
Finansielle aktiver i alt	1.785	2.490	2.887	2.855	4.964
Aktiver i alt	137.458	124.901	126.906	114.251	117.700
Passiver					
Driftsforpligtelser					
Pensioner og lignende forpligtelser	4.626	5.235	4.878	3.351	2.908
Udskudt skat	7.147	5.924	6.250	5.601	5.659
Leverandørgæld	12.048	12.260	13.497	13.474	16.199
Tilbagebetalingsforpligtigelse vedrørende emballage	2.034	1.819	1.681	1.576	1.583
Selskabsskat	796	601	935	931	878
Hensatte forpligtelser (kort/lang)	3.520	4.022	4.364	4.202	4.927
Anden gæld mv. (kort/lang)	10.765	11.781	11.447	11.402	13.674
Driftsforpligtelser i alt	40.936	41.642	43.052	40.537	45.828
Finansielle forpligtelser					
Lån (kort/lang)	40.525	36.028	30.204	24.189	23.983
Finansielle forpligtelser i alt	40.525	36.028	30.204	24.189	23.983
Driftsaktiver	135.673	122.411	124.019	111.396	112.736
Driftsforpligtelser	40.936	41.642	43.052	40.537	45.828
Netto driftsaktiver	94.737	80.769	80.967	70.859	66.908
Finansielle forpligtelser	40.525	36.028	30.204	24.189	23.983
Finansielle aktiver	1.785	2.490	2.887	2.855	4.964
Netto finansielle forpligtelser	38.740	33.538	27.317	21.334	19.019
Koncernegenkapital	55.997	47.231	53.650	49.525	47.889
Minoritetsinteresser	-524	-344	-371	-806	-824
Egenkapital	55.473	46.887	53.279	48.719	47.065

Bilag 4

Årsrapport 2018	DKK mio.	Reformuleret 2018	DKK mio.
Omsætning	88.830	Omsætning	88.830
Øl- og læskedriksafgifter	-26.467	Øl- og læskedriksafgifter	-26.467
Nettoomsætning	62.363	Nettoomsætning	62.363
Produktionsomkostninger	-31.515	Driftsomkostninger	
Bruttoresultat	30.848	Produktionsomkostninger	-31.515
		Distributions- og marketingomkostninger	-17.334
Distributions- og marketingomkostninger	-17.334	Administrationsomkostninger	-4.615
Administrationsomkostninger	-4.615	Driftsomkostninger i alt	-53.464
Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	68		
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	130	Driftsoverskud fra salg før skat	8.899
Resultat af primær drift før særlige poster	9.097		
Særlige poster, netto	-88	Skat på driftsoverskud fra salg	
Resultat af primær drift	9.009	Rapporteret skat	-2.386
Finansielle indtægter	358	Skattefordel på netto finansielle omkostninger	-108
Finansielle omkostninger	-848	Skat allokert til andet driftsoverskud	-4
Resultat før skat	8.519	Skat på driftsoverskud fra salg i alt	-2.498
Selskabsskat	-2.386	Driftsoverskud fra salg efter skat	6.401
Koncernresultat	6.133		
		Andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering	
		Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	68
Overskudsdisponering		Andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering i alt	68
Minoritetsinteresser	824		
Moderselskabets aktionærer	5.309	Skat på andet driftsoverskud, der kræver	4
Koncernresultat	6.133	Andet driftsoverskud	
		Særlige poster, netto	-88
		Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	130
		Andet driftsoverskud i alt	42
		Samlet andet driftsoverskud i alt	114
		Samlet driftsoverskud efter skat	6.515
		Netto finansielle omkostninger	
		Finansielle indtægter	358
		Finansielle omkostninger	-848
		Netto finansielle omkostninger i alt før skat	-490
		Skattefordel på netto finansielle omkostninger	108
		Netto finansielle omkostninger i alt efter skat	-382
		Koncernresultat	6.133
		Minoritetsinteresser	-824
		Totalindkomst	5.309

Bilag 5

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
Reformulerede resultatopgørelser	Årsrapport	Årsrapport	Årsrapport	Årsrapport	Årsrapport
Omsætning	90.225	89.682	85.694	85.629	88.830
Øl- og læskedriksafgifter	-27.063	-25.658	-24.343	-25.134	-26.467
Nettoomsætning	63.162	64.024	61.351	60.495	62.363
Driftsomkostninger					
Produktionsomkostninger	-33.224	-33.906	-31.613	-30.697	-31.515
Distributions- og marketingomkostninger	-17.553	-18.029	-17.407	-16.984	-17.334
Administrationsomkostninger	-4.302	-4.580	-4.906	-4.563	-4.615
Driftsomkostninger i alt	-55.080	-56.515	-53.926	-52.244	-53.464
Driftsoverskud fra salg før skat	8.082	7.509	7.425	8.251	8.899
Skat på driftsoverskud fra salg					
Rapporteret skat	-1.748	-849	-2.392	-1.458	-2.386
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	-201	-278	-209	-118	-108
Skat allokert til andet driftsoverskud	-241	-1.980	99	-979	-4
Skat på driftsoverskud fra salg i alt	-2.190	-3.106	-2.502	-2.556	-2.498
Driftsoverskud fra salg efter skat	5.892	4.403	4.923	5.695	6.401
Andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering					
Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	369	235	198	113	68
Særlige poster, netto	-1.353	-8.659	251	-4.565	-88
Andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering i alt	-984	-8.424	449	-4.452	-20
Skat på andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering	241	1.980	-99	979	4
Andet driftsoverskud					
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	408	364	324	262	130
Andet driftsoverskud i alt	408	364	324	262	130
Samlet andet driftsoverskud i alt	-335	-6.080	674	-3.211	114
Samlet driftsoverskud efter skat	5.557	-1.678	5.597	2.485	6.515
Netto finansielle omkostninger					
Finansielle indtægter	806	490	919	511	358
Finansielle omkostninger	-1.626	-1.672	-1.870	-1.049	-848
Netto finansielle omkostninger i alt før skat	-820	-1.182	-951	-538	-490
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	201	278	209	118	108
Netto finansielle omkostninger i alt efter skat	-619	-904	-742	-420	-382
Koncernresultat	4.938	-2.582	4.855	2.065	6.133
Minoritetsinteresser	-524	-344	-371	-806	-824
Totalindkomst	4.414	-2.926	4.484	1.259	5.309

Skatteprocent

24,5%

23,5%

22,0%

22,0%

22,0%

Bilag 6

Resultatopgørelse - Heineken	Årsrapport for 2018		
	MEUR	EUR-kurs pr. 31/12-2018	MDKK
Omsætning	26.811	7,47	200.206
Øl- og læskedriksafgifter	-4.340	7,47	-32.408
Nettoomsætning	22.471	7,47	167.798
Produktionsomkostninger	-13.967	7,47	-104.296
Bruttoresultat	8.504	7,47	63.502
Administrationsomkostninger	0	7,47	0
Personaleomkostninger	-3.749	7,47	-27.995
Afskrivninger materielle- og immaterielle aktiver	-1.693	7,47	-12.642
Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	75	7,47	560
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	210	7,47	1.568
Distributions- og marketingomkostninger	0	7,47	0
Resultat af primær drift før særlige poster	3.347	7,47	24.993
Særlige poster, netto	-64	7,47	-478
Resultat af primær drift	3.283	7,47	24.515
Finansielle indtægter	62	7,47	463
Finansielle omkostninger	-493	7,47	-3.681
Resultat før skat	2.852	7,47	21.297
Selskabsskat	-757	7,47	-5.653
Koncernresultat	2.095	7,47	15.644
Overskudsdisponering			
Minoritetsinteresser	192	7,47	1.434
Moderselskabets aktionærer	1.903	7,47	14.210
	2.095	7,47	15.644

Bilag 6 - forsat

Balance - aktiver - Heineken	MEUR	EUR-kurs pr. 31/12-2018	MDKK
Langfristede aktiver			
Immaterielle aktiver			
Goodwill	11.194	7,47	83.589
Varemærker	6.265	7,47	46.783
Udviklingsprojekter	0	7,47	0
Forudbetalinger	0	7,47	0
Immaterielle aktiver i alt	17.459	7,47	130.372
Materielle aktiver			
Grunde og bygninger	4.800	7,47	35.843
Tekniske anlæg og maskiner	3.756	7,47	28.047
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	2.803	7,47	20.931
Anlægsaktiver under udførelse	0	7,47	0
Materielle aktiver i alt	11.359	7,47	84.821
Finansielle aktiver			
Kapitalandele i associerede virksomheder	2.021	7,47	15.091
Tilgodehavender	1.425	7,47	10.641
Udskudte skatteaktiver	622	7,47	4.645
Finansielle aktiver i alt	4.068	7,47	30.377
Langfristede aktiver i alt	32.886	7,47	245.570
Kortfristede aktiver			
Varebeholdninger	1.920	7,47	14.337
Tilgodehavender			
Tilgodehavende fra salg	3.740	7,47	27.928
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	0	7,47	0
Selskabsskat	71	7,47	530
Periodeafgrænsningsposter	436	7,47	3.256
Tilgodehavender i alt	4.247	7,47	31.714
Likvide beholdninger	2.903	7,47	21.678
Kortfristede aktiver i alt	9.070	7,47	67.729
Aktiver i alt	41.956	7,47	313.299

Bilag 6 - forsat

Balance - passiver - Heineken	MEUR	EUR-kurs pr. 31/12-2018	MDKK
Egenkapital			
Aktiekapital	3.623	7,47	27.054
Reserver	-2.275	7,47	-16.988
Overført resultat	13.010	7,47	97.150
Minoritetsinteresser	1.182	7,47	8.826
Egenkapital i alt	15.540	7,47	116.042
Langfristede gældsforpligtelser			
Lån	12.628	7,47	94.297
Pensioner og lignende forpligtelser	954	7,47	7.124
Udskudt skat	1.370	7,47	10.230
Hensatte forpligtelser	846	7,47	6.317
Anden gæld	168	7,47	1.255
Langfristede forpligtelser i alt	15.966	7,47	119.223
Kortfristede gældsforpligtelser			
Lån	2.358	7,47	17.608
Leverandørgæld	6.891	7,47	51.457
Tilbagebetalingsforpligtigelse vedrørende emballage	569	7,47	4.249
Hensatte forpligtelser	164	7,47	1.225
Selskabsskat	266	7,47	1.986
Anden gæld mv.	202	7,47	1.508
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	10.450	7,47	78.033
Forpligtelser i alt	26.416	7,47	197.256
Passiver i alt	41.956	7,47	313.298

Bilag 7

Årsrapport 2018 - Heineken	DKK mio.	Reformuleret 2018	DKK mio.
Nettoomsætning	200.206	Nettoomsætning	200.206
Øl- og læskedriksafgifter	-32.408	Øl- og læskedriksafgifter	-32.408
Nettoomsætning	167.798	Nettoomsætning	167.798
Produktionsomkostninger	-104.296	Driftsomkostninger	
Bruttoresultat	63.502	Produktionsomkostninger	-104.296
Administrationsomkostninger	0	Personaleomkostninger	-27.995
Personaleomkostninger	-27.995	Administrationsomkostninger	0
Afskrivninger materielle- og immaterielle aktiver	-12.642	Afskrivninger materielle- og immaterielle aktiver	-12.642
Distributions- og marketingomkostninger	0	Distributions- og marketingomkostninger	0
Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	560	Driftsomkostninger i alt	-144.933
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	1.568	Driftsoverskud fra salg før skat	22.865
Resultat af primær drift før særlige poster	24.993	Skat på driftsoverskud fra salg	
Særlige poster, netto	-478	Rapporteret skat	-5.653
Resultat af primær drift	24.515	Skattefordel på netto finansielle omkostninger	-708
Finansielle indtægter	463	Skat allokert til andet driftsoverskud	18
Finansielle omkostninger	-3.681	Skat på driftsoverskud fra salg i alt	-6.343
Resultat før skat	21.297	Driftsoverskud fra salg efter skat	16.522
Selskabsskat	-5.653	Andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering	
Koncernresultat	15.644	Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	560
		Andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering i alt	560
Overskudsdisponering		Skat på andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering	-18
Minoritetsinteresser	1.434	Andet driftsoverskud	
Moderselskabets aktionærer	14.210	Særlige poster, netto	-478
	15.644	Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	1.568
		Dirty surplus driftsposter incl. minoritetsinteresser	0
		Andet driftsoverskud i alt	1.090
		Samlet andet driftsoverskud i alt	1.632
		Samlet driftsoverskud efter skat	18.154
		Netto finansielle omkostninger	
		Finansielle indtægter	463
		Finansielle omkostninger	-3.681
		Netto finansielle omkostninger i alt før skat	-3.218
		Skattefordel på netto finansielle omkostninger	708
		Netto finansielle omkostninger i alt efter skat	-2.510
		Koncernresultat	15.644
		Minoritetsinteresser	-1.434
		Totalindkomst	14.210

Bilag 8

Årsrapport 2018 - Heineken	DKK mio.	Reformuleret 2018	DKK mio.
AKTIVER		AKTIVER	
Langfristede aktiver		Driftsaktiver	
Immaterielle aktiver i alt	130.372	Langfristede immaterielle aktiver	130.372
Materielle aktiver i alt	84.821	Langfristede materielle aktiver	84.821
Finansielle aktiver i alt	30.377	Langfristede finansielle aktiver	30.377
Langfristede aktiver i alt	245.570	Varebeholdninger	14.337
Kortfristede aktiver		Tilgodehavende fra salg	27.928
Varebeholdninger	14.337	Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	0
Tilgodehavende fra salg	27.928	Periodeafgrænsningsposter	3.256
Tilgodehavender hos tilknyttede	0	Andre tilgodehavender	530
Andre tilgodehavender	530	Likvide beholdninger (1 % af omsætningen)	2.002
Periodeafgrænsningsposter	3.256	Driftsaktiver i alt	293.623
Likvide beholdninger	21.678	Finansielle aktiver	
Kortfristede aktiver i alt	67.728	Likvide beholdninger	19.676
Aktiver i alt	313.298	Finansielle aktiver i alt	19.676
		Aktiver i alt	313.298
PASSIVER		PASSIVER	
Egenkapital i alt	116.042	Egenkapital i alt	116.042
Langfristede gældsforpligtelser		Driftsforpligtelser	
Lån	94.297	Tilbagebetalingsforpligtigelse vedrørende emballage	7.124
Tilbagebetalingsforpligtigelse	7.124	Udskudt skat	10.230
Udskudt skat	10.230	Hensatte forpligtelser (kort/lang)	7.542
Hensatte forpligtelser	6.317	Anden gæld mv. (kort/lang)	2.763
Anden gæld	1.255	Leverandørgæld	51.457
Langfristede gældsforpligtelser i alt	119.223	Tilbagebetalingsforpligtigelse vedrørende emballage	4.249
Kortfristede gældsforpligtelser		Selskabsskat	1.986
Lån	17.608	Driftsforpligtelser i alt	85.351
Leverandørgæld	51.457	Finansielle forpligtelser	
Tilbagebetalingsforpligtigelse	4.249	Lån (kort/lang)	111.905
Hensatte forpligtelser	1.225	Finansielle forpligtelser i alt	111.905
Selskabsskat	1.986		
Anden gæld mv.	1.508		
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	78.033		
Forpligtelser i alt	197.256		
Passiver i alt	313.298	Passiver i alt	313.298
Driftsaktiver	293.623	Finansielle forpligtelser	111.905
Driftsforpligtelser	85.351	Finansielle aktiver	19.676
Netto driftsaktiver	208.271	Netto finansielle forpligtelser	92.229

Bilag 9

DKK mio.	Carlsberg		Heineken	
	Årsrapport 2018	Commensize	Årsrapport 2018	Commensize
Reformulerede resultatopgørelser				
Nettoomsætning	62.363	100,0%	167.798	100,0%
Driftsomkostninger				
Produktionsomkostninger	-28.666	-46,0%	-104.296	-62,2%
Distributions- og marketingomkostninger	-16.389	-26,3%	0	0,0%
Administrationsomkostninger	-4.318	-6,9%	0	0,0%
Personaleomkostninger	0	0,0%	-27.995	-16,7%
Afskrivninger materielle- og immaterielle aktiver	-4.091	-6,6%	-12.642	-7,5%
Driftsomkostninger i alt	-53.464	-85,7%	-144.933	-86,4%
Driftsoverskud fra salg før skat	8.899	14,3%	22.865	13,6%
Skat på driftsoverskud fra salg				
Rapporteret skat	-2.386	-3,8%	-5.653	-3,4%
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	-108	-0,2%	-708	-0,4%
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-4	0,0%	18	0,0%
Skat på driftsoverskud fra salg i alt	-2.498	-4,0%	-6.343	-3,8%
Driftsoverskud fra salg efter skat	6.401	10,3%	16.522	9,8%
Andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering				
Andre driftsindtægter og -omkostninger, netto	68	0,1%	560	0,3%
Særlige poster, netto	-88	-0,1%	-478	-0,3%
Andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering i alt	-20	0,0%	82	0,0%
Skat på andet driftsoverskud, der kræver skatteallokering	4	0,0%	-18	0,0%
Andet driftsoverskud				
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	130	0,2%	1.568	0,9%
Andet driftsoverskud i alt	130	0,2%	1.568	0,9%
Samlet andet driftsoverskud i alt	114	0,2%	1.632	1,0%
Samlet driftsoverskud efter skat	6.515	10,4%	18.155	10,8%
Netto finansielle omkostninger				
Finansielle indtægter	358	0,6%	463	0,3%
Finansielle omkostninger	-848	-1,4%	-3.681	-2,2%
Netto finansielle omkostninger i alt før skat	-490	-0,8%	-3.218	-1,9%
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	108	0,2%	708	0,4%
Netto finansielle omkostninger i alt efter skat	-382	-0,6%	-2.510	-1,5%
Koncernresultat	6.133	9,8%	15.644	9,3%
Minoritetsinteresser	-824	-1,3%	-1.434	-0,9%
Totalindkomst	5.309	8,5%	14.211	8,5%

Skatteprocent

22,0%

Bilag 10

DKK mio.	Carlsberg		Heineken	
	Arsrapport 2018	Commensize	Arsrapport 2018	Commensize
Reformulerede balancer				
Aktiver				
Driftsaktiver				
Langfristede immaterielle aktiver	66.868	59%	130.372	44%
Langfristede materielle aktiver	25.394	23%	84.821	29%
Langfristede finansielle aktiver	7.352	7%	30.377	10%
Varebeholdninger	4.435	4%	14.337	5%
Tilgodehavende fra salg	5.084	5%	27.928	10%
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	0	0%	0	0%
Tilgodehavende skat	213	0%	0	0%
Periodeafgrænsningsposter	840	1%	3.256	1%
Andre tilgodehavender	1.925	2%	530	0%
Likvide beholdninger (1% af omsætningen)	625	1%	2.002	1%
Driftsaktiver i alt	112.736	100%	293.623	100%
Finansielle aktiver				
Likvide beholdninger	4.964	100%	19.676	100%
Finansielle aktiver i alt	4.964	100%	19.676	100%
Aktiver i alt	117.700		313.298	
Passiver				
Driftsforpligtelser				
Pensioner og lignende forpligtelser	2.908	6%	1.225	2%
Tilbagebetalingsforpligtigelse vedrørende emballage	1.583	3%	4.249	5%
Udskudt skat	5.659	12%	10.230	13%
Hensatte forpligtelser (kort/lang)	4.927	11%	6.317	8%
Anden gæld mv. (kort/lang)	13.674	30%	2.763	4%
Leverandørgæld	16.199	35%	51.457	66%
Selskabsskat	878	2%	1.986	3%
Driftsforpligtelser i alt	45.828	100%	78.227	100%
Finansielle forpligtelser				
Lån (kort/lang)	23.983	100%	111.905	100%
Finansielle forpligtelser i alt	23.983	100%	111.905	100%
Driftsaktiver	112.736		293.623	
Driftsforpligtelser	45.828		78.227	
Netto driftsaktiver	66.908		215.395	
Finansielle forpligtelser	23.983		111.905	
Finansielle aktiver	4.964		19.676	
Netto finansielle forpligtelser	19.019		92.229	
Koncernegenkapital	47.889		123.166	
Minoritetsinteresser	0		0	
Egenkapital	47.889		123.166	

Procent af omsætningen, der antages at være driftsaktiv

1,0 %

Bilag 11

Regnskabsanalyse

	2014	2015	2016	2017	2018
Stigning i nettoomsætning		1,37%	-4,18%	-1,39%	3,09%
Overskudsgrad (OG)	8,80%	-2,62%	9,12%	4,11%	10,45%
DO / Nettoomsætning					
DO = Samlet driftsoverskud efter skat					
Overskudsgrad (OG) - salg	9,33%	6,88%	8,02%	9,41%	10,26%
Overskudsgrad (OG) - andet	-0,53%	-9,50%	1,10%	-5,31%	0,18%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	0,667	0,730	0,759	0,797	0,905
Nettoomsætning / gns. netto driftsaktiver					
Inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed (AOH)	1,500	1,371	1,318	1,255	1,105
1 / AOH					
Afkast på nettodriftsaktiver (ROIC)	5,87%	-1,91%	6,92%	3,27%	9,46%
DO / gns. netto driftsaktiver	5,87%	-1,91%	6,92%	3,27%	9,46%
Afkast på nettodriftsaktiver (ROIC) - salg	6,22%	5,02%	6,09%	7,50%	9,29%
Afkast på nettodriftsaktiver (ROIC) - andet	-0,35%	-6,93%	0,83%	-4,23%	0,17%
Den finansielle gearing (FGEAR)	69,84%	70,61%	60,75%	47,70%	42,13%
Gns. netto finansielle forpligtelser / gns. egenkapital excl. minoritetsinteresser					
Gennemsnitlig lånerente (r)	1,60%	2,50%	2,44%	1,73%	1,89%
Netto finansielle omkostninger / gns. netto finansielle forpligtelser					
Spread	4,27%	-4,41%	4,48%	1,55%	7,56%
ROIC - r					
Egenkapitalens forrentning (ROE)	7,95%	-5,74%	8,92%	2,52%	10,92%
Totalindkomst / gns. egenkapital excl. Minoritetsinteresser	8,85%	-5,03%	9,64%	4,01%	12,64%

Bilag 12

Historisk salgsvækst

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Vesteuropa</i>					
Nettoomsætning	37.141	38.193	37.007	35.716	36.151
Vækst i %		2,8%	-3,1%	-3,5%	1,2%

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Østeuropa</i>					
Nettoomsætning	14.150	10.939	10.252	10.925	10.780
Vækst i %		-22,7%	-6,3%	6,6%	-1,3%

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Asian</i>					
Nettoomsætning	11.849	14.700	14.056	13.944	15.530
Vækst i %		24,1%	-4,4%	-0,8%	11,4%

DKK mio.	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Samlet</i>					
Nettoomsætning	63.292	64.147	61.461	60.655	62.503
Vækst i %		1,4%	-4,2%	-1,3%	3,0%

Bilag 12- forsat

Budgetteret salgsvækst

DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
<i>Vesteuropa</i>							
Omsætning	36.151	36.513	36.878	37.246	37.619	37.995	37.995
Budgetteret vækst i %		1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	0,00%

DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
<i>Østeuropa</i>							
Omsætning	10.780	10.834	10.888	10.943	11.052	11.162	11.274
Budgetteret vækst i %		0,50%	0,50%	0,50%	1,00%	1,00%	1,00%

DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
<i>Asian</i>							
Omsætning	15.530	16.151	16.797	17.637	18.519	19.445	20.223
Budgetteret vækst i %		4,00%	4,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,00%

DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
<i>Ikke fordelt omsætning</i>							
Omsætning	26.509	27.039	27.580	28.132	28.694	29.268	29.853
Budgetteret vækst i %		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

DKK mio.	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
<i>Samlet omsætning</i>							
Omsætning	88.970	90.537	92.143	93.958	95.884	97.871	99.345
Nettoomsætning	62.363	63.461	64.587	65.859	67.209	68.602	69.636
Budgetteret vækst i %		1,76%	1,77%	1,97%	2,05%	2,07%	1,51%

Bilag 12- forsat

Historisk udvikling i AOH

<i>DKK mio.</i>	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	63.162	64.024	61.351	60.495	62.363
Netto driftsaktiver	94.737	87.753	80.868	75.913	68.884
AOH	0,67	0,73	0,76	0,80	0,91
Anvendt AOH i budgettering	0,77				

Budgetteret udvikling i AOH

<i>DKK mio.</i>	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
<i>Carlsberg</i>						
Budgetteret nettoomsætning	63.461	64.587	65.859	67.209	67.209	68.602
Budgetteret AOH	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Budgetteret netto driftsaktiver	82.417	83.879	85.531	87.285	87.285	89.093

<i>DKK mio.</i>	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Historisk OG fra salg og skatteeffekt</i>					
Nettoomsætning	63.162	64.024	61.351	60.495	62.363
Driftsoverskud fra salg før skat	8.082	7.509	7.425	8.251	8.899
Driftsoverskud fra salg efter skat	5.892	4.403	4.923	5.695	6.401
Skat på driftsoverskud fra salg i alt (minus er lig indtægt)	2.190	3.106	2.502	2.556	2.498
OG fra salg før skat	12,80%	11,73%	12,10%	13,64%	14,27%
Den effektive skatteprocent	27%	41%	34%	31%	28%

Bilag 12- forsat

<i>DKK mio.</i>	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
<i>Budgetteret OG fra salg før skat og de forventede effektive skatteprocenter</i>						
Budgetteret OG fra salg før skat	10,00%	12,00%	12,00%	12,00%	11,00%	11,00%
Forventede effektive skatteprocent	28%	28%	28%	28%	28%	28%

Opstillet budget for Carlsberg

<i>DKK mio.</i>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024-
<i>Budget</i>							
Vesteuropa	36.151	36.513	36.878	37.246	37.619	37.995	37.995
Østeuropa	10.780	10.834	10.888	10.943	11.052	11.162	11.274
Asian	15.530	16.151	16.797	17.637	18.519	19.445	20.223
Ikke fordelt omsætning	26.509	27.039	27.580	28.132	28.694	29.268	29.853
Afgifter	-26.607	-27.076	-27.556	-28.099	-28.675	-29.269	-29.710
Nettoomsætning i alt	62.363	63.461	64.587	65.859	67.209	68.602	69.636
Driftsoverskud fra salg før skat	8.899	6.346	7.750	7.903	8.065	7.546	7.660
Den effektive skatteprocent	28%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
Driftsoverskud fra salg efter skat	6.401	4.569	5.580	5.690	5.807	5.433	5.515
Driftsoverskud i alt	6.401	4.569	5.580	5.690	5.807	5.433	5.515
Netto driftsaktiver	68.884	82.417	83.879	85.531	87.285	87.285	89.093