



Strategisk- og regnskabsanalyse samt værdiansættelse af Carlsberg Group

Navn: Nikolaj Pedersen

Studienr: 20206562

Navn: Kristoffer Kirch Pedersen

Studienr: 20206558

Vejleder: Claus Mørkbak Højrup

Dato: 10.05.2022

Antal sider: 80

Antal anslag: 133.968

Summary

The purpose of this thesis is to estimate the market value of Carlsberg Group, due to a sale of the company's shares to CVC-Capital on March 31st, 2022. In this context, how CVC-Capital can benefit from the deal. The reason for choosing Carlsberg Group, is based on our own interest in Carlsberg Groups products and the fact that they have been listed on the Danish Nasdaq OMX C25, which shows top 25 equities with the highest turnover over the past 6 months.

We have performed a valuation of Carlsberg Group by using the Discounted Cash Flow (DCF) model.

Factors used in the calculation, have been found from the section written about future cashflows, which is based on our budget. The justification for our budget, is based on financial statements and internal and external strategics analyses.

The calculation by the Discounted Cash Flow model shows a value of Carlsberg Group equity on 132.174 mio. DKK. or a value per share at 911,54 DKK. There is a deviation on 9,82% compared with the public closing value on March 31st, 2022, at Carlsberg Groups stock on 830,00 DKK. listed on the Danish Nasdaq OMX C25.

Strategic section

The strategic section describes and determine the internal and external conditions that may affect Carlsberg in a positive or negative way. The internal models we have used, is Galbraith star model and porters' generic competitive strategies, and the external models is the PESTEL analyses and porters five forces. As follow up on the internal and external analyses, we have used SWOT and TOWS to assemble key point from the strategic section.

Financial section

The financial section is based on historical financial statements, from Carlsberg Groups official annual reports, within a period of the last five years from 2017-2021. A benchmark analysis was performed to Heineken and A.B. InBev., with comparison of three key figures from the Dupont Pyramid, return of investment, net profit margin and asset turnover. The benchmarking showed that Carlsberg Groups identified key figures was performing a little higher than the competitors, in which could be a difference in the volume on the companies.

The budget period is set to 5 years and are made by positive and negative inputs from the strategic section. In addition, is the development in the financial section for the last 5 years a vital part of making a realistic budget for the upcoming 5 years.

Valuation

The valuation is based on the strategic section, the financial section, and the budget. The budget is essential for application of the DCF-model, in which the expected cashflow is discounted to present values. Furthermore, we have calculated weighted average cost of capital (WACC), to estimate the current market value on March 31st, 2022.

Based on the Discounted Cashflow-model Carlsberg Groups value is estimated to an equity on 132.174 mio. DKK. or a value per share at 911,54 DKK.

There is performed a calculation of price multiplies to support and validate the calculated DCF-model, in which there is made a comparison to Heineken and A.B. InBev's key figures. The calculated price was estimated to 820,72 DKK.

Furthermore, a sensitivity analysis was performed, to show the sensitivity of the share value, based on change in the constant growth rate and change in WACC on 0,5%. The outcome showed that, the share was more affected by adjustments to the WACC than a change in growth rate.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	1
1.1 Problemstilling	2
1.2 Problemformulering	2
1.3 Afgrænsning	2
1.4 Metode & opgavestruktur	3
1.5 Dataindsamling & Empiri	6
1.6 Kildekritik	6
2. Virksomhedsbeskrivelse af Carlsberg og CVC-Capital	7
2.1 Carlsbergs historie	7
2.2 Carlsbergs DNA	9
2.3 CVC-Capital	11
3. Strategisk analyse	12
3.1 Intern analyse	12
3.1.1 Galbraith Star Model	12
3.1.1.1 Strategy	12
3.1.1.2 Structure	14
3.1.1.3 Processes	14
3.1.1.4 Rewards	15
3.1.1.5 People	15
3.1.1.6 Delkonklusion på Galbraith Star Model	16
3.1.2 Konkurrence- og vækststrategier	17
3.1.2.1 Konkurrencestrategier	17
3.1.2.2 Ansoffs vækstmatrice	18
3.1.2.3 Markedspenetrering	18
3.1.2.4 Produktudvikling	18
3.1.2.5 Delkonklusion på konkurrence og vækststrategier	19
3.2 Ekstern analyse	20
3.2.1 PESTEL-analyse	20
3.2.1.1 Political (Politiske faktorer)	20
3.2.1.2 Economic (Økonomiske faktorer)	23
3.2.1.3 Social (Sociale faktorer)	25
3.2.1.4 Technological (Teknologiske faktorer)	26
3.2.1.5 Environmental (Miljømæssige faktorer)	27
3.2.1.6 Legal (Lovmæssige faktorer)	28
3.2.1.7 Delkonklusion på PESTEL-analyse	29
3.2.2 Porters Five Forces	30
3.2.2.1 Truslen fra nye indtrængere	30
3.2.2.2 Leverandørens forhandlingskraft	31
3.2.2.2A Leverandører af råvarer	31
3.2.2.2B Leverandører af maskiner og hjælpemidler	31

3.2.2.3 Truslen fra substituerende produkter	32
3.2.2.4 Kundernes forhandlingsstyrke	32
3.2.2.5 Rivalisering i markedet	33
3.2.2.6 Delkonklusion på Porters Five Forces	33
3.3 SWOT-analyse	35
3.3.1 Styrker	35
3.3.2 Svagheder	36
3.3.3 Muligheder	36
3.3.4 Trusler	36
3.4 TOWS-analyse	37
3.4.1 Handlingsforslag	37
3.4.1.1 Styrker/muligheder (SO)	37
3.4.1.2 Svagheder/muligheder (WO)	37
3.4.1.3 Styrker/Trusler (ST)	37
3.4.1.4 Svagheder/Trusler (WT)	38
4. Regnskabsanalyse	39
4.1 Validitet	39
4.2 Reformulering af balance	39
4.3 Benchmarking	40
4.4 Rentabilitetsanalyse	41
5. Budgettering	45
5.1 Budgettering af vækst i omsætning på de tre hovedmarkeder	45
5.1.1 Vesteuropa	45
5.1.2 Asien	46
5.1.3 Central og Østeuropa	47
5.2 Driftsomkostninger	47
5.3 Afskrivninger	48
5.4 Finansielle omkostninger	48
5.5 Selskabsskat	48
5.6 Anlægsaktiver	48
5.7 Øvrige balanceposter	48
5.8 Delkonklusion på budgettering	49
6. Værdiansættelse af Carlsberg	50
6.1 Fase 1 - Beregning af Frit Cash-Flow	50
6.2 Fase 2 - Definition af WACC	51
6.2.1 Kapitalstrukturen til beregning	51
6.2.2 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav	52
6.2.3 Estimering af lånerente	54
6.2.4 Beregning af WACC	55
6.3 Fase 3 - Værdiansættelse af Carlsberg ud fra DCF-Model	56
6.4 Multiple	57

6.5 Følsomhedsanalyse	58
6.6 Opsamling på værdiansættelsen	59
7. Konklusion	61
8. Litteraturliste	64
9 Bilag	71
9.1 Bilag - Ejerstruktur	71
9.2 Bilag - Resultatopgørelse	72
9.3 Bilag - Balance	72
9.4 Bilag – Budgettering af vækst i omsætning	73
9.5 Bilag – Budgetterede resultatopgørelse	74
9.6 Bilag – Ændring af forhold jf. CVC-Capital	74

1. Indledning

Afhandlingens valg af emne faldt på den danske koncern Carlsberg Group, som siden år 1847 har haft sin eksistens inden for ølbryggeri. Koncernen beskæftiger i dag mere end 1.500 medarbejdere i Danmark, og har igennem deres vækstrejse opnået en høj kendskabsgrad internationalt. (Carlsberg, 2022)

Carlsberg Groups aktier handles på Københavns fondsbørs og er en del af Nasdaq OMX C25 aktieindekset, som er opbygget efter et GI indeks, her vises kursen inklusive reinvesterede udbytter. (Falconinvest, 2022) Listen udvælges ud fra de 25 aktier med den højeste handelsomsætning over seks måneder til optagelse i C25 aktivporteføljen, dette understøtter Carlsberg Groups positive vækst. (Nasdaq Nordic, 2022)

Ved udvælgelse af virksomhed til værdiansættelsen, blev der lagt vægt på at det er en virksomhed med en høj kendskabsgrad, således vores afhandling ikke kun er relevant for os og vores uddannelse, men også for nuværende og potentielle investorer. Derudover er Carlsberg et stort internationalt brand, som vi danskere kan være stolte over.

Ved udvælgelse af en potentiel køber af Carlsberg, sprang CVC Capital i øjnene. Grundene til at CVC Capital og Carlsberg vil være et godt match, er at CVC Capital allerede har danske virksomheder i sin port folio og at de har en forretningsmodel hvor de køber virksomheder, hvorefter driften fortsætter uændret.

Derudover CVC Capital har flere nuværende virksomheder, hvor Carlsbergs produkter kan blive solgt og markedsført, og CVC Capital har erfaring med virksomheder i bryggerifaget. (CVC Capital 1, 2022)

1.1 Problemstilling

Udarbejdelsen af værdiansættelse af Carlsberg består af et hovedspørgsmål, samt 4 undersøgelsesspørgsmål.

1.2 Problemformulering

Hvilken handelsværdi har Carlsberg, ved et salg af virksomheden til CVC Capital pr. 31 marts. 2022? I givet fald, hvad vil CVC Capital få ud af opkøbet?

Undersøgelsesspørgsmål:

- *Hvordan er Carlsbergs strategiske position.*
- *Hvordan har regnskaberne de seneste 5 år udviklet sig.*
- *Hvordan påvirker Carlsbergs nuværende strategier fremtidig vækst, samt indtjening.*
- *Hvad er Carlsbergs beregnede WACC og vil CVC Capital have korrektioner til denne.*

1.3 Afgrænsning

I afhandlingen er der foretaget afgrænsninger, som har indflydelse på rapportens indhold og den samlede konklusion. Afgrænsningerne er data, informationer mm. som har indflydelse på værdiansættelsen af Carlsberg Group.

Ved udarbejdelsen af rapporten afgrænses der til koncernregnskabet for Carlsberg, det har indflydelse på regnskabsanalysen, som analyseres på koncern niveau og derfor ikke inddrager selskaberne separat.

Regnskabsanalysen vil omfatte alle regnskabsdata fra Carlsberg Group fra år 2017 til 2021, og budgetperioden vil omfatte en 5-årig periode fra 2022 til 2025.

Derudover afgrænses der fra at udarbejde en reformuleret egenkapital- og pengestrømsopgørelse, grundet det vurderes at disse ikke vil have en påvirkning på afhandlingens endelige resultat.

Afhandlingen er baseret på at hvis CVC Capital opkøber Carlsberg, vil Carlsberg fortsætte sin drift som hidtil. Vores analyser er begrænset til offentligt tilgængelige data til og med den 31. marts 2022, hvorfor data som ligger senere end denne dato ikke vil blive medtaget.

Carlsbergs primære beskæftigelse er øl, da 84% af deres omsætning består af øl. Der er tre nøglemarkeder, som er fundet relevante at undersøge, Vesteuropa, Asien og Central- og Østeuropa. (Carlsberg Group 2, 2022) De strategiske analyser er derfor afgrænset til disse aktiviteter og markeder.

1.4 Metode & opgavestruktur

Til at vurdere hvilken metode som skal anvendes i afhandlingen, skal det klarlægges hvilket formål afhandlingen har. Der skelnes mellem seks forskellige slags formål, hvilket er: beskrivende, eksplorative/problemidentificerende, forstående, forklarende, problemløsende og det interventionsorienterede formål. (Andersen, 2019) Afhandlingens hovedformål er at besvare problemformuleringen og undersøgelsesspørgsmålene, med fokus på det problemløsende formål. Indenfor det problemløsende formål, kan der enten vælges en deduktiv eller induktiv vej. Afhandlingens tilgang er primært deduktiv, grundet afhandlingen tager udgangspunkt i forvejen kendte teorier og data for at udarbejde diverse analyser og den endelige værdiansættelse af Carlsberg, som endeligt vil besvare hovedspørgsmålet i problemformuleringen. (Forlaget colombus, 2022)

Opgaven indledes med en virksomhedsbeskrivelse af Carlsberg, hvor deres historie, mission, vision, strategi samt produktbeskrivelse vil indgå. Det gøres for at give læserne indblik i hvilken type virksomhed Carlsberg er, og hvordan de er blevet til den virksomhed som de er i dag. Til brug af virksomhedsbeskrivelsen, vil vi benytte offentligt tilgængeligt data om Carlsberg.

Efter virksomhedsbeskrivelsen, vil der blive analyseret på Carlsbergs interne forhold. Det gøres for at undersøge hvordan Carlsberg er som virksomhed, og hvordan de er over for sine medarbejdere. For at komme rundt om Carlsbergs interne forhold på bedst mulig vis, vil Galbraith star model blive anvendt. Ved anvendelse af Galbraith star model vil strategy (strategi), people (mennesker), rewards (mål og performance), processes (processer) og structure (struktur) blive analyseret.

Til at afslutte den interne analyse af Carlsberg, skal der ses på Carlsbergs konkurrence- og vækststrategier. Modellen Ansoffs vækstmatrice vil blive anvendt til denne del. Med modellen

får vi belyst Carlsbergs nuværende marked og potentielle nye markeder, samt Carlsbergs nuværende produkter og potentielle nye produkter.

Efterfølgende vil der blive analyseret på forholdene i det eksterne makromiljø, det gøres for at give et indblik i hvilke samfundsmæssige fordele og ulemper Carlsberg har i de lande de opererer i. Der vil blive gjort brug af PESTEL modellen til analysen af ovenstående. Med PESTEL modellen kommer vi ind på Carlsbergs politiske forhold, økonomiske forhold, sociale og kulturelle forhold, teknologiske forhold, miljømæssige forhold og lovgivningsmæssige forhold.

Dernæst vil branchen som Carlsberg er en del af, blive analyseret. Det primære formål ved dette, er at undersøge konkurrencesituationen er i branchen. Det bruges senere i afhandlingen til at komme frem til den endelige værdiansættelse af Carlsberg. Til analysen af konkurrencesituationen i branchen, anvendes Porters Five Forces. Med modellen bliver truslen fra nye indtrængere i branchen, køberne og deres forhandlingsstyrke, leverandørerne og deres forhandlingsstyrke og truslen fra udbydere af substituerende produkter belyst.

De strategiske analyser opsamles i en SWOT-analyse, hvor der vil blive givet et overblik over fordele og ulemper, det vil gives på både det interne og eksterne plan. Den interne analyse vil belyse Carlsbergs styrker og svagheder, mens den eksterne analyse vil belyse Carlsbergs muligheder og trusler.

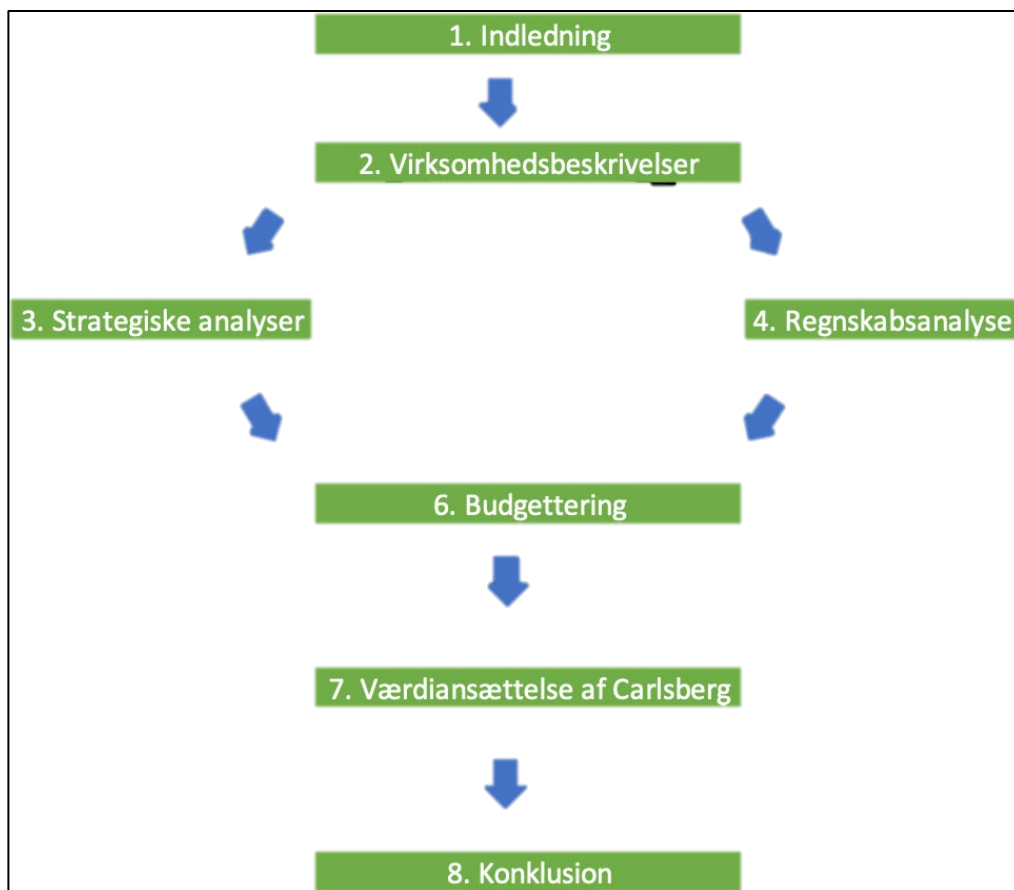
I den næste del af rapporten vil der blive udarbejdet en regnskabsanalyse af Carlsberg, på baggrund af de seneste 5 årsrapporter. Med regnskabsanalysen gives der et billede af hvordan udviklingen har været hos Carlsberg. I regnskabsanalysen vil der blive fokuseret på rentabilitetsanalyse og reformulering af resultatopgørelse og balance.

Som noget af det sidste i afhandlingen vil der blive lavet et budget for Carlsberg. Budgettet laves ud fra de data som er blevet indsamlet og bearbejdet i den strategiske analyse, og den regnskabsanalyse der blevet lavet i det tidligere afsnit. Budgettet bruges til at vurdere hvordan Carlsbergs regnskabstal udvikler sig over de kommende år. Derudover skal budgettallene bruges til den endelige værdiansættelse.

Som afslutning på afhandlingen vil der blive lavet en endelig værdiansættelse af Carlsberg. Til at udarbejde værdiansættelsen, bruges DCF-modellen (Discounted Cash Flow). Med værdiansættelsen, er alle analyser og beregninger på plads til at besvare problemformuleringen i en konklusion.

Afhandlingens kvalitative og kvantitative data, vil primært stamme fra Carlsbergs egen hjemmeside, hvor sekundære data vil være tilgængelige artikler og bøger.

Herunder kan afhandlingens struktur følges. Afhandlingen følger som udgangspunkt figuren kronologisk.



Figur 1 - Opgavestruktur. Kilde: Egen tilvirkning.

1.5 Dataindsamling & Empiri

Afhandlingen er udelukkende blevet produceret af offentligt tilgængeligt data. Det primære data er data direkte fra Carlsberg, såsom deres hjemmeside og årsrapporter. Det sekundære data består af undervisningsmateriale, bøger, analyser og artikler.

Af kvalitative data kan der nævnes data fra Carlsbergs årsrapport, virksomhedspræsentationer, artikler, bøger og så videre. De kvantitative data der er anvendt i afhandlingen, er regnskabstal fra årsrapporten og data fra statistikbanker.

Der har været forsøg på interviews med både Carlsberg og CVC Capital, for at understøtte det offentligt tilgængelige data, dog har det ikke været muligt at skaffe dette. CVC Capital har ikke vendt tilbage på vores henvendelse, og Carlsberg har oplyst at de ikke ønsker at afsætte tid og ressourcer til afhandlingen på nuværende tidspunkt.

1.6 Kildekritik

Grundet de manglende interviews, er denne afhandling udelukkende baseret på offentligt tilgængeligt materiale. Carlsbergs årsrapporter betragtes som en pålidelig kilde, grundet der er udarbejdet en blank revisorpåtegning på den. Revisorerne har også gennemlæst ledelsesberetningerne, hvor der ikke har været nogle bemærkelser. Øvrige artikler og Carlsbergs hjemmeside kan fremstå mindre troværdig, grundet forfatterens subjektive holdning kan komme til udtryk i en artikel, og afsenderen sandsynligvis vil have svært ved at være objektiv.

2. Virksomhedsbeskrivelse af Carlsberg og CVC-Capital

2.1 Carlsbergs historie

Carlsberg blev grundlagt i 1847 af brygger J. C. Jacobsen, hvilket blev starten på en stor dansk bryggerivirksomhed. Jacob Christian (J.C.) Jacobsen blev oplært af sin far Chresten Jacobsen i bryggerifaget. Efter faderens død overtog J. C. Jacobsen ansvaret for faderens bryggeri. For at få bedre faciliteter, flyttede han i 1847 bryggeriet til Valby Bakke. Bryggeriet blev opkaldt efter bryggeriets placering på et bjerg, og efter J. C. Jacobsens eneste søn Carl, herved navnet "Carlsberg". (Carlsberg, 2022)

Carl Jacobsen blev som sin far og farfar brygger, og i 1880 etablerede han sit eget bryggeri ved siden af det, han havde forpagtet af sin far. Året efter havde Carl Jacobsen og J. C. Jacobsen nogle uoverensstemmelser om blandt andet produktionsmetoder, hvilket medførte, at Carl Jacobsen i 1882 åbnede endnu et nyt bryggeri, nu under navnet "Ny Carlsberg". Samtidig ændrede J.C.Jacobsen navnet på sit bryggeri til "Gamle Carlsberg". (Carlsberg, 2022)

Samtidig ændrede J.C.Jacobsen navnet på sit bryggeri til "Gamle Carlsberg".

I 1906 besluttede Carl Jacobsen og J. C. Jacobsen, at deres to bryggerier skulle lægges sammen, og fik navnet Carlsberg Bryggerierne. I 1970 fusionerede Carlsberg med sin største konkurrent Tuborg og ved udgangen af 2008 flyttede Carlsberg Bryggerierne hele deres ølproduktion til Fredericia Bryggeri. (Carlsberg, 2022)

Efter 160 år som lukket industrigrund åbnede Carlsberg området for offentligheden, og siden er danske og udenlandske turister strømmet til, for at opleve og tage del i historien, arkitekturen, og de grønne områder. (Carlsberg, 2022)

I 1990'erne accelererede den globale øl industri, det blev anført at Interbrew i Belgien (nu ABInBev), SAB i Sydafrika (nu ABInBev) og Heineken i Holland. Gennem opkøb af store bryggerier over det meste af verden, sikrede de sig i løbet af et årti kontrollen med en stor del af verdensmarkedet for øl. (Danmarkshistorien.dk, 2022)

Først i det nye årtusinde reagerede ledelsen i Carlsberg på den igangværende acceleration indenfor øl industrien. I 2004 købte man det norske selskab Orkla ud af Carlsberg, hvorefter Carlsberg overtog det store norske bryggeri Ringnes og det store svenske bryggeri Pripps. Derudover etablerede Carlsberg sig på det tyske marked gennem opkøb af Holsten Brauerei. I 2008 tog Carlsberg et endnu større skridt fremad, da Carlsberg sammen med Heineken overtog det internationale britiske bryggeri Scottish & Newcastle. Yderligere overtog Carlsberg også det førende russiske bryggeri Baltic Beverages Holding (BBH), som på daværende tidspunkt

sad på 40% af det russiske marked og betydelige markedsandele i landene omkring Rusland, samt Kronenbourg med en tilsvarende stor andel af det franske ølmarked. (Danmarkshistorien.dk, 2022)

Sideløbende havde Carlsberg sat fart på opkøbet af andre større bryggerier i Europa, blandt andet Feldschlösschen i Schweiz og Okocim i Polen. Efter overtagelsen af primært Scottish & Newcastle stod Carlsberg stærkt i Vesteuropa, kun overgået af Heineken, og var førende i Østeuropa, specielt i Rusland. (Danmarkshistorien.dk, 2022)

I 00'erne havde Carlsberg øje for nye kontinenter og i betragtning af, at Amerika og Afrika var lukket land for Carlsberg, valgte Carlsberg at fokusere mod det asiatiske marked, og især Kina. Da Carlsberg kom i gang i Kina, gik det hurtigt op for Carlsberg, at de igen var sent ude. Det kinesiske ølsalg eksploderede i 00'erne, hvor det endte med, at Kina var verdens største ølmarked. De to dengang største bryggerikoncerner Interbrew i Belgien (nu AB InBev) og SAB i Sydafrika (nu AB InBev) sad allerede tungt på markedet i det folkerige Østkina. Derudover var der også flere lokale kinesiske bryggerier, som også havde en stor plads på markedet. Carlsberg var derfor nødsaget til at starte i de vestlige og mindre folkerige regioner i Kina. Her blev Carlsberg markedsleder, dog svarede det kun til nogle få procent af det samlede kinesiske ølsalg. Sideløbende med Carlsbergs kinesiske projekt, har de sikret sig gode markedspositioner i flere sydøstasiatiske lande. (Danmarkshistorien.dk, 2022)

2.2 Carlsbergs DNA

J. C. Jacobsens og Carlsbergs mission har fra start været at vise hvordan metoder og forskning fra kemi og biologi kan anvendes inden for bryggerifaget. Mottoet har været jo mere forskning og viden, jo bedre øl kvalitet. Det var en af grundene til at J. C. Jacobsen grundlagde Carlsberg laboratorium i 1875 og insisterede på at Carlsbergs produkter jævnligt skulle videreudvikles til at have den højest mulige kvalitet. (Carlsbergfondet, 2022)

Laboratoriet er i dag verdens førende forskningslaboratorium inden for øl industrien, og forskning og innovation er stadig grundlæggende byggesten i Carlsberg Group. (Carlsbergfondet, 2022)

Carlsberg har i 2021 iværksat “Vision 2050 - en ny vej for Danmark”. Ambitionen er at bane vejen for løsninger for fremtiden baseret på viden, kreativ forestillingsevne, tværfaglighed og velvidende synspunkter. Visionen har bæredygtighed og klimaneutralitet som grundpræmisser. Visionen var fem hjørnesteen - et Danmark der i 2050 er fremtidssikret, åbent, dannet, samhörigt og tolerant. For at visionen bliver til virkelighed, har Carlsberg præsenteret otte initiativer, der som søjler skal støtte visionen over de næste år. De otte initiativer er følgende:

1. “Vores samfund er kendetegnet ved “et meningsfuldt liv” hele livet”
2. “Danmark er et foregangsland for demokratiske principper, solidaritet og aktivt medborgerskab”
3. “Uddannelse understøtter realisering af potentiale og muligheder fra grundskole til livslang læring”
4. “Vi spiller en aktiv rolle i at fremme og styrke internationalt samarbejde i en multipolær verden i forandring”
5. “Vi har et sundt og konkurrencedygtigt erhvervsliv og entreprenørskab”
6. “Danmark udveksler talent og arbejdskraft med hele verden”
7. “Vi er et foregangsland for forskning og innovation”
8. “Danske spidskompetencer indgår i løsninger af globale problemer og styrker den danske økonomi”.

Initiativerne er yderligere understøttet af en række målsætninger og mere detaljerede anbefalinger og har til hensigt at fungere som konkrete pejlemærker i de kommende år. (Carlsbergfondet, 2022)

De vigtigste værdier i Carlsberg er åbenhed at kunne tage hurtige beslutninger og at forkorte tiden mellem idé og eksekvering. Derudover handler det også om at kombinere det globale udsyn med den lokale ekspertise man har rundt over hele verden, ved at dele ens erfaringer. (Carlsbergfondet, 2022)

Uden åbenhed i Carlsberg er der ingen tillid, ingen innovation og ingen fremdrift. Det var J. C. Jacobsen og Carl Jacobsen som indførte åbenhed som en vigtig ting i Carlsberg, og det er fortsat til stede i hele organisationen. (Carlsbergfondet, 2022)

Det er disse værdier som bærer hele Carlsberg Group og alle gruppens mange produkter, det strækker sig fra de internationale brands som Carlsberg, Tuborg, m.m. til de lokale mærker som Ringnes i Norge og Chongqing i Kina. (Carlsbergfondet, 2022)

Carlsbergs har et dybt varesortiment, kunderne har mulighed for at vælge mellem mange forskellige slags øl. Carlsberg har hvedeøl, lagerøl, lys ale, porter, pilsner, stærk pilsner og wienerøl. Styrken på Carlsbergs produkter, strækker sig fra 0% alkohol, til 10,6% alkohol. (Carlsbergfondet, 2022)

2.3 CVC-Capital

CVC Capital er en kapitalfond som blev oprettet i 1981, og har hovedsæde i Luxembourg og London. CVC Capital fokuserer meget på management buyout og har gennemført over 300 investeringsprojekter over et bredt udvalg af brancher og lande. (CVC Capital 2, 2022)

CVC Capital er en af de førende kapitalfonde i verden med en kapital på 123 milliarder euro. De har 25 kontorer fordelt over hele verden. (CVC Capital 3, 2022)

Når CVC Capital skal investere i en virksomhed, er en af de vigtigste fokuspunkter for CVC Capital, at virksomheden har forståelse for at miljømæssige- og sociale forhold, er en vigtig del i at have en veldrevet virksomhed, uden disse faktorer vil det blive svært at få succes med sin forretning. (CVC Capital 4, 2022)

CVC Capital investerer primært i veldrevne og sunde virksomheder, som allerede har vist at de kan generere gode resultater. Derudover har de selv oplyst at de foretrækker virksomheder som har gode markedspositioner, fornuftige pengestrømme og virksomheder med produkter/services som alt andet lige vil give en stabil indtjening uden udsving eller stor risiko. (CVC Capital 2, 2022)

I forhold til CVC Capitals investerings port folio er der mange forskellige slags virksomheder, for eksempel har de investeret i to supermarkeds kæder, som er beliggende i Portugal og Polen. Udover supermarkeds kæderne, har CVC Capital også investeringer i mange virksomheder i sportskategorien, for eksempel betting virksomhederne Tipico og SkyBet, flere tv-udbydere og La Liga. (CVC Capital 1, 2022)

For omkring et år siden forsøgte CVC Capital, sammen med to andre at investere i de to bedste herrefodboldligaer i Tyskland, dog blev dette afvist. (Dixon, 2021)

3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse skal understøtte beregningerne og værdiansættelsen af Carlsberg, analysen har derfor til formål at identificere interne faktorer som påvirker værdien af Carlsberg, samt understøtte fremskrivningen af deres budgettal senere i afhandlingen. Nedenfor vil der blive udarbejdet en intern og ekstern analyse af Carlsberg, med afsæt i den udarbejdede afgrænsning af virksomheden og deres aktiviteter.

3.1 Intern analyse

I afsnittet til den interne analyse, vil der blive undersøgt og analyseret på Carlsberg Groups nærmiljø. Der vil blive udarbejdet Galbraith Star Model og Ansoff's vækstmatrice for at vurdere Carlsbergs interne forhold. Modellerne bliver foretaget og inddraget som en samlet analyse over de interne forhold, hvorfor der ikke er opdeling af markederne som Carlsberg optræder på.

3.1.1 Galbraith Star Model

Dr. Jay Galbraith var handels professor og direktør ved et konsulentfirma og efter mere end 45 år med forskning og praktisk erfaring, skabte han Galbraith Star Model som han anvendte til at transformere organisationer på tværs af industrier. Galbraith blev på baggrund af blandt andet denne model anerkendt internationalt for hans ekspertise inden for strategi og organisationsdesign. (jaygalbraith.com, 2022) Modellen er designet til brug for ledelsen, med fem søjler som har til formål at styrke ledelsesstilen. Den første søjle er strategi som er fastsat af den højere ledelse, og har indflydelse på hvilken retning organisationen bevæger sig i. Den anden søjle er struktur, som fastsætter hvordan beslutningsprocessen forløber. Den tredje er processer, som relaterer sig til drager nytte af informationsstrømmene i virksomheden, blandt andet igennem effektive workflows. Belønninger er måden virksomheden kan skabe motivation for medarbejderne til at udføre Carlsbergs strategi og "kultur". Den femte søjle er medarbejdere, denne skal sikre at Carlsberg har høj effektivitet og kvalitet i udførelsen af Carlsbergs visioner.

3.1.1.1 Strategy

Carlsberg Group har i 2022, lanceret ny strategi igennem deres nye 5-års plan SAIL27. (Carlsberg Group 1, 2022) Med øget ambitioner for perioden, forventer man at kunne øge omsætning med 3-5% over de næste 5 år igennem organisk vækst. Planen er defineret gennem fem strategiske søjler - Portefølje, geografi, eksekvering, kultur og finansiering. Virksomheden

mener fortsat at deres øl, tilbyder attraktive muligheder for værditilvækst og volumen, gennem forskellige vækstmuligheder på både markeder og kategorier.



Figur 2 - SAIL27 Geographical Priorities. Kilde: Carlsberg - IR Corporate Presentation. Side 19.

I Vesteuropa har Carlsberg i alt 17 bryggerier og en samarbejdsvirksomhed, hvor Carlsberg løbende tilretter porteføljen til vækstmulighederne, og på dette marked forsøger man at øge markedsandele gennem større salg af deres premium brands.

I Asien har Carlsberg i alt 40 bryggerier og en samarbejdsvirksomhed, hvoraf de 26 er placeret i Kina.

Carlsberg erhvervede sig allerede tilbage i 1995 aktier i et kinesisk bryggeri i HuiZhou, Guangdong, som lige siden har hjulpet Carlsbergs etablering af brandet i Kina. (Carlsberg Group 5, 2022) Dette stemmer overens med strategien om et specielt fokus på Kina, men ligeledes ser man gode muligheder i Indien og Vietnam hvor man kun sidder på henholdsvis 15% i Indien og 6% i Vietnam.

I central og Østeuropa har Carlsberg 22 bryggerier, hvoraf de 8 er placeret i Rusland med en markedsandel på 27% og 8400 ansatte i landet. (Thomsen, Carlsberg vil ikke boykotte Rusland: 'Vi har taget faste skridt', 2022) Dette giver en udfordring mellem deres strategi og den aktuelle Rusland, således vil konflikten i Rusland blive beskrevet nærmere i afsnit 3.2.1.1. politiske faktorer. Langt størstedelen af de tre hovedmarkeder har Carlsberg en rolle som enten markedsleder eller udfordre.

Det vidner om at Carlsberg satser hårdt på disse ovenstående tre hovedmarkeder, og derved giver det virksomheden en svag tilstedeværelse på det amerikanske marked.

3.1.1.2 Structure

Virksomheden er bygget op med en ejerstruktur hvor 30% af kapitalen er ejet af Carlsberg Foundation, og besidder ca. 76% af stemmerettighederne, hvor de resterende 70% af kapital er udstedt som aktier, til ca. 24% af stemmerettighederne. Her henvises til bilag 9.1.

Carlsberg har fokus på ROIC, og vedholde fokus på working capital og kapitaludvidelse. (Carlsberg Group 2, 2022)

Kapitaludvidelsen kan ske ved enten udstedelse af flere aktier, denne mulighed forringer værdien af eksisterende aktier. En anden mulighed er at udstede obligationer, som fungerer som et lån fra aktionærer, denne løsning kan skabe større likviditet til virksomheden til en lavere rente end en bank ville kunne yde. Carlsberg har fokus på aktionæren og er derfor ikke interesseret i at udvande værdien af de udstedte aktier, derfor har man i virksomheden en holdning om at share buy-backs er en mere holdbar løsning på lang sigt. Det betyder at Carlsberg udsteder en pulje af aktier der kan købes tilbage af virksomheden mod en omkostning der går direkte til aktionæren. Buybacks bidrager til større EK, og dermed kan det få virksomheden til at fremstå økonomisk attraktiv for nye investorer. (SEGAL, 2021)

Carlsbergs struktur gør det muligt at vækste og udvide aktiviteterne i udlandet, alt imens man har skabt en struktur som forsøger at tilgodese aktionæren igennem processen.

3.1.1.3 Processes

Carlsberg opererer med et nyere revolutionerende fadøls system som hedder DraughtMaster. Ølmarkedet for de gammeldags metalfustager falder i øjeblikket med 4%, dog viser det sig at hvis man skifter over til DraughtMasters fadølssystem, oplever man en stigning i salget på op til 8%. Derudover får man også frisk øl i længere tid ved at bruge DraughtMaster frem for en metalfustage, det sker ved at DraughtMaster systemet bruger kompression frem for CO₂. Hvis man opbevarer øllet i en gammeldags metalfustage, vil det være dårligt inden der er gået en uge, hvorimod hvis man benytter DraughtMaster-systemet, vil man have frisk øl i mere end en måned. Det medfører at barerne/værtshusene m.m. kan tilbyde et større udvalg af Carlsbergs produkter, grundet øllet kan holde sig i væsentligt længere tid. (carlsbergdanmark.dk, 2022)

DraughtMaster-systemet er også bedre for miljøet, DraughtMaster fustager er 43% lettere end traditionelle stål fustager, der indeholder den samme mængde væske. DraughtMaster fustager er også lettere end den samme mængde væske i glasflasker. Den reducerede vægt medfører at

leveringskøretøjerne bruger mindre brændstof til at levere den samme mængde øl, det medfører mindre forurening. (carlsbergdanmark.dk, 2022)

3.1.1.4 Rewards

Carlsbergs reward manager Nick Court, udtaler følgende.

"Total belønning er mere end blot løn, det er en kombination af løn, fordele, kultur, læring og udvikling." (Calnan, 2015)

Den samlede belønningspakke hos Carlsberg, omfatter blandt andet detail rabatter, pensioner, firmaordninger, og diverse rabatter hos samarbejdspartnere.

Carlsberg giver sine medarbejdere gode udviklingsmuligheder, både indenfor landets grænser ud i udlandet. Medarbejderne har altid mulighed for at flytte sig i virksomheden, det kan være til en anden stilling, ved at blive leder, eller ved at flytte til en af Carlsbergs afdelinger i udlandet. (Jobindex, 2022)

3.1.1.5 People

Carlsberg går meget op i deres medarbejderes sundhed og trivsel. I den forbindelse har de i 2017 indført et program kaldet Together Towards ZERO. Programmet udtrykker Carlsbergs vision for en bedre fremtid, hvilket skyldes de nuværende udfordringer med klimaforandringer, vandmangel og bekymringer for folkesundheden. En af ambitionerne i Together Towards ZERO programmet er en NUL ulykkes kultur, hvilket indebærer at beskytte sine medarbejders velfærd ved at forhindre potentielle risici i Carlsbergs operationer og sikre et sikkert arbejdsmiljø. Carlsbergs holdning er, at alle ulykker kan forebygges, og denne mentalitet er afgørende for, hvordan Carlsberg driver sin forretning. Carlsberg har opsat to mål i forbindelse med programmet: der skal først og fremmest ske en reduktion i antallet af ulykker fra år til år, og slutambitionen i 2030 er, at der skal være NUL ulykker. (Carlsbergdanmark.dk, 2022)

Carlsberg er en global virksomhed med over 41.000 medarbejdere på verdensplan, og deres produkter sælges på mere end 150 markeder. Carlsberg er en arbejdsplads, som har plads og rum for alle typer mennesker, der beskæftiger sig med vidt forskellige stillingsbetegnelser, lige fra brygger og chauffør til salgskonsulent og marketingansvarlig. Hos Carlsberg bliver der ikke set op eller ned til nogle, idet alle medarbejdere er en del af familien, som deler den samme passion og stolthed over at drive et af de største og stærkeste brands i verden. Derudover stræber de også efter at bidrage til en grønnere fremtid. (Carlsbergdanmark.dk, 2022)

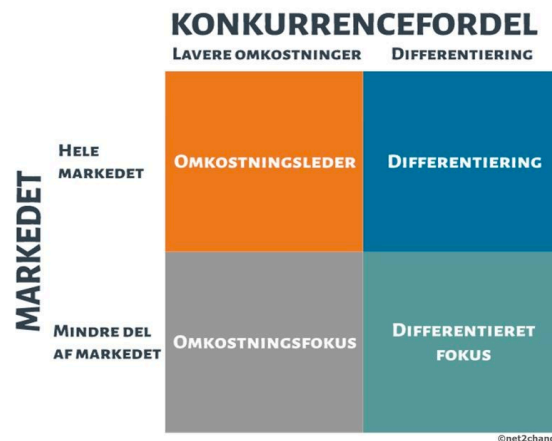
3.1.1.6 Delkonklusion på Galbraith Star Model

Ud fra analysen konkluderes det at Carlsberg arbejder meget internt på at sikre så gode vækstmuligheder i fremtiden som overhovedet muligt. Som nævnt i afsnit 3.1.1.1 har Carlsberg indført en ny strategi, med forventninger om en omsætningsstigning på 3-5%, over de kommende fem år. Ved indførelsen af det nye fadøls system DraughtMaster og Carlsbergs sunde ejer- og finansieringsstruktur, får Carlsberg de bedst mulige forudsætninger for at indfri Carlsbergs nye strategi. Carlsberg er også god ved deres medarbejder, grundet deres gode arbejdsforhold, for eksempel har de indført programmet Together Towards ZERO, som blandt andet fokuserer på at mindske arbejdsulykker. Derudover lægger Carlsberg også vægt på at det betaler sig at belønne sine medarbejdere, det er både ved løn og lignende, men også ved frihed og videre udviklingsmuligheder.

3.1.2 Konkurrence- og vækststrategier

Der vil først blive fastlagt porters generiske strategier, således der er fastlagt hvilken metode Carlsberg har opnået sine konkurrencefordele gennem opbygning af brand og produkt. Efterfølgende vil udarbejdelsen af Ansoffs vækstmatrix, være i stand til at belyse hvilke vækststrategier Carlsberg har benyttet sig af på baggrund af to variable, produkt og marked. Delkonklusionen vil blive et opsamlingsafsnit, hvor der vil blive taget udgangspunkt i viden fra afsnit 3.1.1.1 til at sandsynliggøre mulige fremtidige vækststrategier. En ting man skal være kritisk overfor ved brug af Ansoffs vækstmatrix, er at modellen kun afdækker muligheder, den tager ikke højde for de udfordringer der kan/vil opstå. (lederindsigt, 2022)

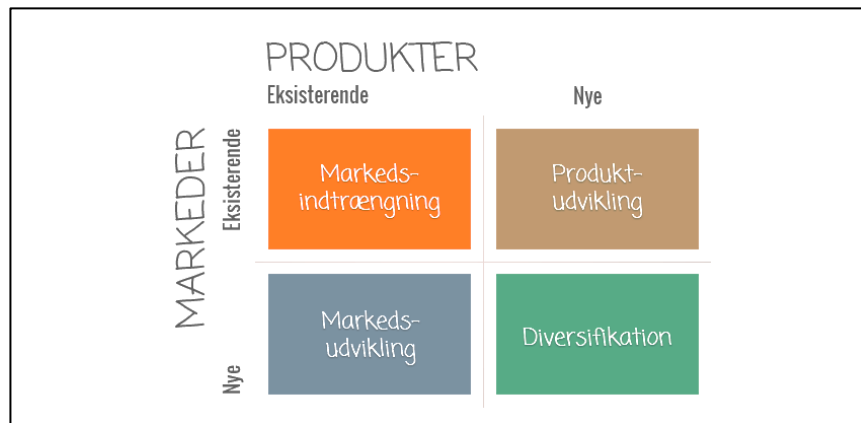
3.1.2.1 Konkurrencestrategier



Figur 3 - Porters generiske strategier. Kilde: net2change.dk

Carlsberg har stærk position i markedet, som enten markedsleder eller markedsudfordrer på de fleste af de tre hovedmarkeder. Her henvises til afsnit 3.1.1.1, hvor det kan udledes at Carlsberg er fokuseret til øverste del af kvadranten, til omkostningsleder og differentiering. Her er det en inddeling af om de driver konkurrencefordele på lave omkostninger eller differentiering. På grund af størrelsen på Carlsberg, ville det være muligt at presse prisen i bund på deres produkter, og derved lægge vægt på deres stordriftsfordele. Det er dog ikke den strategi man ser for største delen af Carlsbergs DNA, hvor det altid handler om at differentiere sig fra konkurrenterne. Carlsberg har således investeret i gennemsnit de sidste fem år ca. 5,25 mia. DKK. årligt, på markedsføring, et budget de færreste kan være med på. (Statista, 2022) Hvilket taler for at differentiering er hovedfokus for Carlsberg.

3.1.2.2 Ansoffs vækstmatrice



Figur 4 - Ansoffs vækstmatrice. Kilde: lederindsigt.dk

Historisk set har Carlsberg benyttet sig af horisontal integration hvor virksomheden etablerer sig på hovedmarkederne ved at opkøbe eller samarbejde med lokale bryggerier. Det har givet Carlsberg et indblik i markedet og samtidig kunne udnytte bryggeriets lokale varemærke. (Friis, 2013)

3.1.2.3 Markedspenetrering

Tidligere nævnt i afsnit 3.1.1.1, forsøger Carlsberg med deres strategi SAIL 27, at vækste gennem organisk vækst. Dette ønsker man at gøre gennem produkter på deres nuværende markeder, hvilket kan henføres til markedspenetrering eller produktudvikling. Begge områder er i højsædet ved Carlsberg, hvor markedsandele er et af de parametre man forholdsvis ukompliceret kan måle succes på. Ifølge "SAIL 27", ønsker man at øge markedsandelene, hvilket man forsøger at øge forbruget fra nuværende kunder. Carlsberg mener dog ikke at omsætningen kan stige eksponentielt med forbruget af nuværende produktportefølje, derfor giver det mening at drage nytte af udviklingen af tendenser i samfundet.

3.1.2.4 Produktudvikling

Produktudvikling er derfor også en vigtig faktor for at vinde nye kundesegmenter og derigennem en organisk vækst i omsætningen. De seneste år har lanceringen af alkohol med 0%, været en faktor for at kunne være first mover på dette område.

Man ser desuden også at Carlsberg forsøger at skabe nye produkter til samme målgruppe, hvor man kan se en positiv udvikling på blandt andet produkter som Blanc.

3.1.2.5 Delkonklusion på konkurrence og vækststrategier

Det vurderes ud fra afsnit 3.1.2.1 at Carlsberg fører differentiering, hvor man besidder store markedsandele på de respektive markeder, og fokusere på et unikt produkt som giver virksomheden en konkurrencemæssig fordel sammenlignet med deres konkurrenter. Det kan konkluderes at Carlsberg specielt har benyttet sig af markedspenetrering og produktudvikling, som har gjort det muligt at fastholde markedsandele samtidig med at man har været dygtige til at vækste og endvidere erobre større andele gennem årene. Det er Carlsbergs klare forventning at denne strategi og tilgang til markederne også er nøglen til succes i fremtiden, her konkluderes det at såfremt at fremtiden er sammenlignelig med de seneste år, vil dette skabe god værdi for brandet.

3.2 Ekstern analyse

I afsnittene til den eksterne analyse, foretages en analyse af Carlsbergs fjernmiljø, hvor eksterne forhold som ikke kan påvirkes direkte af virksomheden analyseres. Til at belyse eksterne faktorer som påvirker Carlsbergs fremtidige værdiskabelse, vil der blive udarbejdet en PESTEL-analyse, er fokuseret til faktorerne på samfunds niveau. Derefter vil der blive udarbejdet en Porters Five Forces, som giver et indblik i konkurrencesituationen i markedet.

3.2.1 PESTEL-analyse

En PESTEL analyse er en videreudvikling på PEST analysen, og er et redskab der bruges til at analysere og overvåge alle makroøkonomiske faktorer, der kan have indflydelse på en virksomhed. (Modernbusiness, 2022) Formålet med at lave en PESTEL analyse er at fastlægge de mest kritiske faktorer i fjernmiljøet, som påvirker virksomheden og at fastlægge, hvordan disse faktorer påvirker virksomheden. En kritik af PESTEL-analysemodellen, vil være at den kun fokuserer på fortiden. (marketingteorier, 2022)

3.2.1.1 Political (Politiske faktorer)

Skatter m.m.

Alle lande som er medlem af EU skal pålægge moms på deres varer. Landene bestemmer selv, hvor stor en procent momsen skal være, dog må det ikke være mindre end 15%. (Jacobsen C. , 2021) I sidste ende er det forbrugeren, som betaler momsen til staterne. Udover moms skal alle lande i EU også betale punktafgift af de punktafgiftspligtige varer (alkohol/alkoholiske drikkevarer, energiprodukter og elektricitet og tobaksvarer). I forhold til de alkoholiske drikkevarer, skal der betales punktafgift for øl eller blandinger af øl med drikkevarer uden alkohol, vin, andre gærede produkter (cider m.m.), mellemprodukter (portvin m.m.) og spiritus. Det er igen op til hvert land hvor stor en procent punktafgifterne skal være. (europa.eu, 2022)

For Carlsbergs synspunkt gør det deres produkter væsentligt dyrere, grundet forbrugerne betaler en fuld pris for varen, hvor en brøkdelen af beløbet går til diverse stater som moms og punktafgifter.

Dansk erhverv har i 2019 lavet en undersøgelse af moms og afgift andele på øl og andre alkoholiserede drikkevarer. Ud fra en dåseøl til en pris på 6,50 DKK. a 33 cl med 4,5% alkohol, er afgiften 0,70 kr, momsen er 1,30 DKK. Det vil sige, at 31% af prisen er moms og afgifter, hvilket betyder, at Carlsberg kun får 69% af prisen, som kunderne giver for deres produkt. I

forhold til øl med en højere alkoholprocent, er afgift beløbet endnu større, hvilket medfører et endnu mindre beløb til Carlsberg. (Danskerhverv, 2020)

Rusland

I Rusland blev det i 2019 forbudt at sælge øl i flasker over en liter, hvilket har ramt Carlsberg på deres omsætning i Rusland. To år forinden skete der ligeledes et forbud mod salg af øl i endnu større plastikflasker. Dengang resulterede det i, at Carlsberg endte med at miste markedsandele i Rusland, idet de gik fra en markedsandel på 34,6%, til en markedsandel på 31,9%. (Fødevarerwatch, 18)

Tilbage i 2014 indførte EU en række af økonomiske sanktioner mod Rusland, grundet Ruslands annektering af Krim. De økonomiske sanktioner er blevet forlænget igen og igen, hvilket senest skete i sommeren 2021. Sanktionerne har negativ betydning for importen og eksporten i Rusland, og derudover har det også svækket den russiske valuta. Begge dele påvirker Carlsberg, da de opererer stort i Rusland. (Det europæiske råd, 2021)

Rusland har længe været en vigtig del for Carlsberg, da over en femtedel af Carlsbergs ansatte befinder sig på de otte russiske bryggerier. I forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine, er Carlsberg kommet i klemme, grundet Carlsbergs mange medarbejdere i Rusland. Carlsbergs administrerende direktør Cees't Hart meldte ud den 15. marts 2022, at Carlsberg ikke kommer til at foretage nye investeringer i Rusland, de har fjernet Carlsberg brandet i Rusland, de reklamerer ikke for Carlsberg i Rusland længere og deres profit fra Rusland går i øjeblikket ikke til Carlsberg, men en støttefond.

Da Carlsberg gik ind på det russiske marked, kostede det omkring 50 milliarder danske kroner, hvilket også er en af grundene til, at Carlsberg var tøvende med at forlade Rusland, da det kan ende med nationalisering. (Thomsen, Carlsberg vil ikke boykotte Rusland: 'Vi har taget faste skridt', 2022) Efter et stort pres fra hele omverdenen for at droppe alle sine aktiviteter i Rusland, valgte Carlsberg den 28. marts 2022 at udsende en fonds meddelelse om, at de ønsker at afhænde alle deres forretninger i Rusland. Carlsbergs aktiviteter i Rusland er vurderet til at være på omkring 20 milliarder danske kroner, fordelt på værdier på bryggerierne, varemærker og goodwill. Langt størstedelen af det beløb bliver nedskrevet. I 2021 havde Carlsbergs forretning i Rusland en omsætning på 6,5 milliarder danske kroner og et driftsresultat på 682 millioner danske kroner. Afhændelsen af Rusland ender med at påvirke Carlsbergs 2022 regnskab

væsentligt, hvorimod vi kun kan spå om, hvad alternativet ville være, hvis Carlsberg fortsatte med sine aktiviteter i Rusland. (Thomsen, Carlsberg vil ud af Rusland: 'Det rette at gøre', 2022)

Asien

På det asiatiske marked har Carlsberg fået flere hug grundet nogle uheldige sager. Carlsberg har haft nogle længerevarende uenigheder med deres asiatiske partner CP Khetan. Flere års forsøg på at finde en løsning på uenighederne med CP Khetan har konstant slået fejl, og en voldgiftsavgørelse i Singapore kan i værste fald ende med, at Carlsberg tvinges til at afhænde bryggeriets forretninger i Indien og Nepal, hvilket vil være et kæmpe tilbageslag i Carlsbergs satsning i Asien. Der forventes at falde afgørelse i sagen til sommer 2022. (RAASTRUP, 2022)

I Malaysia har Carlsberg været med i en større svindel med afgifter. Svindlen blev iværksat af kriminelle mellemænd og foregik til trods for, at Carlsberg kendte til ulovlighederne. Carlsbergs danske hovedkvarter blev advaret om sagen i august 2019 af en intern whistleblower. Der blev i advarslen beskrevet, hvordan store mængder Carlsberg produkter blev fritaget for afgifter, grundet de på papiret skulle sælges i den østlige del af Malaysia. Dog endte produkterne aldrig i den østlige del af Malaysia, men i den vestlige del af Malaysia, hvor produkterne blev solgt ulovligt uden afgifter. (Jensen, 2020)

I Xinjiang provinsen i Kina mistænkes der at være anvendt tvangsarbejde og tortur med mere. Carlsberg har aktiviteter i regionen og risikerer at komme i klemme, grundet USA og EU er blevet opmærksomme på det mulige tvangsarbejde og tortur i området. De amerikanske myndigheder har skærpet tonen markant over for de virksomheder, som opererer i Xinjiang provinsen. EU-kommissionen vil vende bevisbyrden for europæiske virksomheder i Xinjiang provinsen, så de selv skal dokumentere, at de og deres underleverandører overholder menneskerettighederne. (BUCH, 2021)

Sidst men ikke mindst har der været et kartel i Indien, hvor Heineken, AB InBev og Carlsberg var deltagende. De har aftalt priser i adskillige indiske delstater i perioden fra 2007 til og med 2018. Sagen endte med bøder til Heineken og Carlsberg på henholdsvis 650 millioner danske kroner og 100 millioner danske kroner, AB InBev slap uden bøde, grundet de havde ageret som whistleblower over for den indiske konkurrencemyndighed. Efterfølgende er der blevet arbejdet på at styrke de interne procedurer og Carlsberg har implementeret en masse aktiviteter for at sikre, at der altid bliver handlet i overensstemmelse med lokal og international lovgivning. (KRAGBALLE, 21)

3.2.1.2 Economic (Økonomiske faktorer)

Råvare- og fragtpriser

Carlsberg er, ligesom mange andre produktionsvirksomheder, blevet ramt af stigende råvarepriser. Ud fra de aktuelle råvarepriser vurderes det, at Carlsbergs direkte omkostninger (inputomkostninger) forventes at stige med 14,1%, svarende til en meromkostning på 2,5 milliarder danske kroner. (MARKETWIRE, 21) Det er primært malt, byg, aluminium, plastik og glas, som er steget kraftigt på det sidste. (ANDERSEN, 2022)

For at afdække ovenstående udfordring, bliver der kigget på volumenmiks, kanalmiks, omkostninger og premiumficering. Derudover forventes der også at komme prisstigninger. (fodevarewatch, 21)

Udover råvareprisstigninger er fragtpriiserne også steget voldsomt. Hvis man kigger på priserne på søtransport før den første corona nedlukning, er prisen syv gange højere nu. Det skyldes flere forskellige ting: for det første kom corona pandemien og grænserne blev lukket, derefter begyndte den vestlige verden at købe større ind i stedet for at tage på ferier. Efterfølgende kom chip krisen, hvor chip producenterne ikke kunne følge med efterspørgslen, og sidst men ikke mindst endte mindst 369 skibe i kø i Suez kanalen i det arabiske hav, grundet et containerskib havde sat sig fast. (Aaby, 2021)

Konjunktur

Branchen for øl er let påvirkelig overfor konjunktursvingninger. For eksempel under en lavkonjunktur vil forbrugerne begrænse deres forbrug, hvilket medfører, at de alt andet lige vil købe mindre af Carlsbergs produkter. Under en højkonjunktur har forbrugerne flere penge mellem hænderne og forbruger mere, hvilket alt andet lige vil medføre større efterspørgsel på Carlsbergs produkter. En mulig ulempe ved højkonjunktur vil være, at nogle forbrugere vælger at drikke finere vine end øl, grundet de har flere penge mellem hænderne, og de derfor har råd til at give lidt ekstra.

BNP

En måde at måle den samfundsmæssige økonomi er ved at kigge på det brutto nationale produkt, også kaldet BNP. Bruttonationalprodukt (BNP) kan blandt andet bruges til at se, hvordan det går i økonomien. Når bruttonationalprodukt (BNP) vokser, går det også godt for

økonomien, når bruttonationalprodukt (BNP) falder, går det skidt med økonomien. I tabellen nedenfor, er der vist udviklingen på de markeder, hvor Carlsberg har størstedelen af deres fokus og omsætning.

	2019R	2020R	2021R	2022F	2023F
Euroområdet	1,6%	-6,4%	5,2%	4,2%	2,1%
Europa & Centralasien	2,7%	-2,0%	5,8%	3,0%	2,9%
Østasien	5,8%	1,2%	7,1%	5,1%	5,2%

Figur 5 - BNP Kilde: Worldbank.org

R : Realiseret

F : Forventet

Ovenstående data er hentet den 30/03.2022, hvorfor det russiske marked stadig er med i de forventede tal for 2022 og 2023.

Euroområdet indeholder de lande, som har indført euroen som valuta.

Euroområdet har haft den mindste vækst, og præsterede den mest negative vækst i 2020, hvilket skyldes corona pandemien. Den nærmeste fremtid for euroområdet ser alt andet lige positiv ud. Landene i euroområdet kan se frem til en øget produktion af flere forskellige varer, grundet store dele af verden ikke vil handle med Rusland.

Europa og Centralasien indeholder alle landene i Europa, den vestlige del af Rusland, Kirgisistan, Mongoliet, Tadsjikistan, Turkmenistan, Usbekistan og Afghanistan.

Europa og Centralasien har haft den næstbedste vækst, men forventer en mindre vækst de kommende år end de øvrige markeder. 2020 er det eneste år med negativ vækst, hvilket igen skyldes corona pandemien.

Eftersom de data til tabellen er hentet sideløbende med, at Rusland har invaderet Ukraine og har erklæret åben krig mod alle lande som støtter Ukraine, er vores forventninger, at væksten vil være lavere end de tal som fremgår af tabellen.

Den fremtidige vækst på det europæiske og centralasiatiske marked er tvivlsom og svær at spå om, grundet den russiske invasion af Ukraine. Dog forventer vi, at væksten i 2022 bliver lav eller i værste fald negativ.

Østasien er det marked i tabellen, som har den største historiske vækst, samt den største forventede vækst. Mest bemærkelsesværdigt er det, at det er det eneste marked, hvor der var positiv vækst i 2020, som var året hvor corona pandemien startede. Markedet Østasien, som indeholder landene Kina, Taiwan, Hongkong, Japan og Syd- og Nordkorea, er potentielt større

end tidligere, grundet den imponerende udvikling i områdets bruttonationalprodukt (BNP). De teoretiske muligheder i Østeuropa, som man kan se i bruttonationalproduktets (BNP) udvikling, har Carlsberg i sinde at udføre i praksis. De udtaler i deres "SAIL'27 strategy", at de vil fortsætte med at vækste i Østasien og vil udvide deres produktsortiment således, at de også kommer til at sælge Somersby produkter i Østasien. (Carlsberg, 2022)

3.2.1.3 Social (Sociale faktorer)

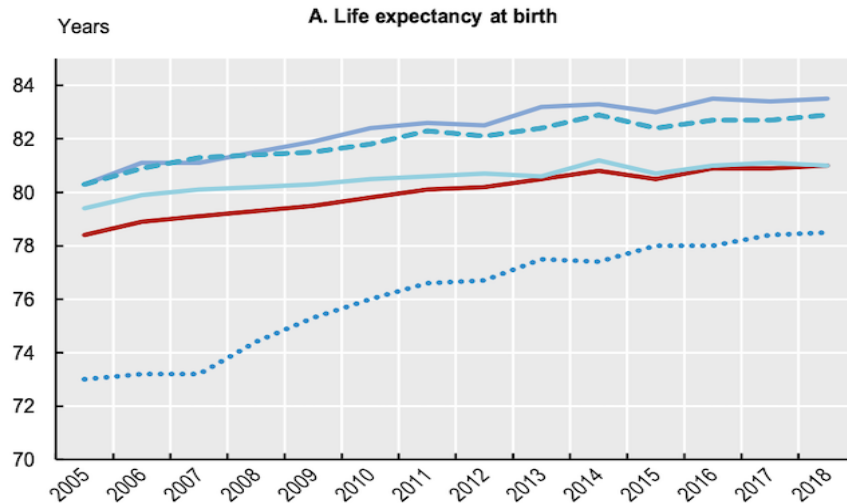
Der har for år tilbage været lavet en undersøgelse blandt skoleeleverne i Europa om elevernes alkoholvaner. En af de ting som er værd at bemærke i undersøgelsen er, at 57% af alle skoleelever drikker månedligt, hvoraf 39% har et kraftigt alkoholforbrug. (emcdda.europa, 2021)

Flere asiater vælger at begrænse deres alkoholindtag, grundet en gruppe asiater har flere former for ubehag ved indtagelse af alkohol, såsom kraftig rødmen, hedeture, hjertebanken, kvalme og hovedpine. Grunden til førnævnte ubehagelige konsekvenser ved indtagelse af alkohol skyldes, at cirka hver fjerde asiat har et enzym i kroppen ved navn acetaldehyddehydrogenase, som ikke virker. Enzymets opgave er at nedbryde alkoholen i kroppen, og når det ikke sker, får man følelsen af ubehag i kroppen. (Persson, 2018)

I Danmark har vi en social kultur, hvor vi drikker meget alkohol, for eksempel drikker den voksne dansker i gennemsnit 9,5 liter ren alkohol om året, svarende til mere end 12 øl om ugen. (Larsen, 2020) Blandt den yngre del af befolkningen er alkoholen meget udbredt. Der er uendelige af forskellige traditioner, som indeholder alkohol for de unge, såsom runde fødselsdage, dagene i julen, nytår, fredagsbarer, J-dag og så videre. (Hansen, 2021) Til trods for, at man skal være 16 eller 18 år gammel for at købe alkohol, har de fleste danske børn været fulde, når de er 15 år gammel. (Cancer.dk, 2022) For Carlsbergs synspunkt er det positivt, at de unge drikker mere og tidligere, grundet de hermed får udvidet deres kundekreds. Selvom de unge danskere har et højt alkoholforbrug, har det dog været faldende gennem de seneste år, da man har fundet ud af hvilke konsekvenser det har for unge at drikke i en for tidlig alder. (Sundhedsstyrelsen, 22)

Levealderen i Danmark og over resten af verdenen stiger, og har gjort det i en årrække. Middellevælderen i Danmark 2019/2020 var for kvinder 83,6 år og for mænd 79,5 år. Det er en stigning på 0,4 år og 0,2 år, sammenlignet med året forinden. (Bjerre, 2021)

Den gennemsnitlige EU-borgers historiske middellevealder kan aflæses på den røde linje på billedet nedenfor. Den har været stødt stigende i de sidste 15 år, og det forventes at fortsætte. (OECD, 2022)



Figur 6 – Life expectancy at birth. Kilde: data.oecd.org

Jo flere mennesker der er på jorden, desto flere potentielle kunder har Carlsberg. Derfor er det også interessant at kigge på fødselstallets udvikling. Et land som Kina har i mange år tidligere haft en regel om, at man kun må føde et barn pr. par. Det blev i 2016 hævet til to børn pr. par, og igen i 2021 hævede Kina antallet, så et par i Kina nu må føde tre børn sammen. Til trods for at Kina har hævet grænsen flere gange, har der ikke været færre fødsler siden 1960'erne, end der er i øjeblikket. Grunden til at kineserne holder sig tilbage, er det økonomiske aspekt og at det er udfordrende med at få børn passet. (Færch, 2021)

I Europa har fødselstallet været dalende længe, og er nu omkring 1,5 barn pr. par. Isoleret set betyder det, at der kommer færre europæiske individer, hvilket medfører en mindre kundegruppe for Carlsberg. (Europaparlamentet, 2022)

Hvis man kigger nærmere på tallene vedrørende de europæiske fødselstal, vil man se, at der faktisk bliver født flere børn i Danmark i øjeblikket, end der er blevet tidligere. I første kvartal 2021 blev der født 3,4% flere børn end der blev i samme periode i år 2020. Stigningen på de 3,4% svarer til 498 flere fødte børn. (Danmarks statistik, 2022)

3.2.1.4 Technological (Teknologiske faktorer)

Den kinesiske teknologivirksomhed Baidu lancerede sidste år en førerløs taxaservice, hvor der kører taxier rundt uden en fører. Nogle få måneder efter deres lancering af taxaservicen kom en

amerikansk virksomhed også på banen med noget tilsvarende i USA. (Topsøe-Jensen, 2021) På sigt vil den førerløse transport højst sandsynligt blive mere og mere udbredt, hvormed vi forventer, at der indenfor en årrække vil komme førerløse lastbiler på vejene. Det er en ting, som vil hjælpe blandt andet Carlsberg med at reducere sine transportomkostninger, grundet man ikke skal betale løn til en chauffør.

Kunstig intelligens bliver mere og mere udbredt verden over. Det britiske bryggeri IntelligentX startede i 2016 med at gøre brug af kunstig intelligens i forhold til brygningen af deres øl. Det fungerer ved at brugerne giver feedback via Facebook Messenger, hvorefter en algoritme omsætter brugernes feedback, til konkrete ændringer af øllet. Når IntelligentX lancerer en ny variant af sin Artificial Intelligence øl, lægger bryggeren alt sin viden og sin opskrift ind i en algoritme/et program, som bruges til at brygge den færdige øl.

Indtil videre har kunstig intelligens kun kunne føle, høre og tale, hvor smage og lugte funktionen har manglet. Det er Carlsberg, Microsoft og Aarhus Universitet gået sammen om at lave om på, hvor de har til hensigt at skabe den perfekte smag ved at måle på eksempelvis sødme og dermed sikre, at øllen ikke smager forkert. (Kunstig intelligens smager på fremtidens øl, 2022)

3.2.1.5 Environmental (Miljømæssige faktorer)

Miljøbelastningen på emballage er ofte stor, og virksomhederne bør gøre alt hvad de kan for at begrænse belastningen så meget som muligt. I forhold til emballage til drikkevarer er der tre primære emballage former: glasflasker, plastikflasker og aluminiumsdåser. Set ud fra et miljømæssigt perspektiv er aluminiumsdåser bedst for miljøet og fremtidig genanvendelse. Faktisk kan genanvendelse af en aluminiumsdåse spare 95% af energien på en ny, og ingen nye materialer behøver at blive udvundet og transporteret. Carlsbergs primære emballage form er aluminiumsdåser, hvilket medfører, at Carlsberg på det punkt bidrager positivt til klimaet, og sparer nogle kroner på emballagen. (Williams, 2020)

AB InBev har for få år siden gjort deres produktion mere miljøvenlig. Ved hjælp af at ændre metoden, hvor man tilfører øllet brus, vil man reducere CO2 udledning med 5% om året. AB InBev har taget patent på deres løsning således, at deres konkurrenter ikke kan kopiere deres metode. I bund og grund handler det om, at AB InBev beholder smagen og gasboblerne i deres produkter, mens de samtidig bruger mindre vand og varme til bygningen. (CSR.DK, 2018)

Dansk bryggeriforening samarbejder med flere danske bryggerier og tapperier om nogle fælles mål, som skal sikre, at brygningen foregår 100% neutralt i 2030. Der er sat fire mål og til hvert mål har de lavet nogle retningslinjer om, hvordan målene skal opfyldes.

Det første er at mindske energiforbruget. Det vil de gøre ved at anvende nye kornsorter, der mindsker kogetiden, ved at opsamle damp fra malt kogning og genbruge den. Desuden vil de opsamle varme fra nedkøling af kogt malt og genbruge varmen til næste hold brygvand eller til at opvarme vand til rengøring.

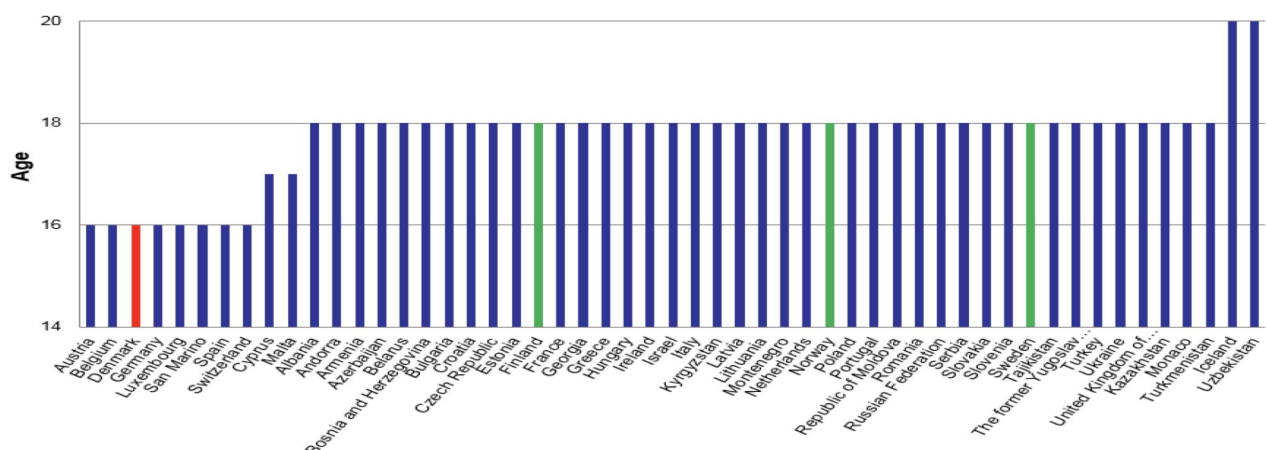
Det næste er at reducere vandforbruget. Det vil blive gjort ved at genbruge kølevand og skyllevand. I år 2000 gik der 10 liter vand til en liter øl, nu går der 3-6 liter vand til en liter øl, og målet for fremtiden er, at der skal 1,5-2 liter vand til en liter øl.

Det tredje mål er at opsamle kulsyren fra gæringen, rense og genanvende den. Kulsyren genbruges til at fortrænge ilt under tapning, til at føre øl gennem slanger og rør, og til at danne skum og bobler til øl, læskedrikke og mineralvand.

Det sidste mål er at bruge skaller og kornrester fra kogningen til dyrefoder, brødbagning og biomasse til grøn energi. (Bryggeriforeningen, 2022)

3.2.1.6 Legal (Lovmæssige faktorer)

I Danmark er aldersbegrænsningen for alkohol med lav alkoholprocent (16,4%) 16 år, hvorimod den i resten af Skandinavien er på 18 år. Ved et kig på en tabel vedrørende aldersgrænsen på udskænkingssteder i medlemslandene i WHO's europæiske region vises det, at Danmark er blandt de lande, som har den laveste grænse. Den højeste grænse finder man på 20 år, som er i henholdsvis Usbekistan og på Island. (Sundheds- og ældreudvalget, 2017)



Figur 7 – Aldersbegrænsning v. køb af alkohol. Kilde: www.ft.dk/

I 2019 blev emballageafgiften i Danmark lempet til kun at gælde emballage, som ikke er omfattet af pant og retursystemet. (SKAT, 2018)

Der er blevet fremsat et EU-direktiv med formål at harmonisere nationale foranstaltninger i forbindelse med håndtering af emballage og emballageaffald og forbedre kvaliteten af miljøet ved at forebygge og mindske emballage og emballageaffalds miljøbelastning. Derudover skal det også forebygge produktion af emballageaffald og fremme genbrug, genvinding og andre former for genanvendelse af emballageaffald i stedet for endelig bortskaffelse og således bidrage til omstillingen til en cirkulær økonomi. EU har sat et overordnet mål til 2030 for, at medlemslandene kan følge op på, om de kommer i mål med direktivet. Målet er, at senest ved udgangen af år 2030 skal mindst 70 vægtprocent af alt emballage genanvendes. Fordelingen af de 70 vægtprocent lyder på 55% af plast, 30% af træ, 80% af jernholdige metaller, 60% af aluminium, 75 % af glas og 85% af papir og pap. (EU Parlamentet, 2020)

3.2.1.7 Delkonklusion på PESTEL-analyse

Det vurderes ud fra ovenstående afsnit at Carlsberg har en middelmådig position ud fra deres eksterne miljø. I forhold til de politiske forhold, en faktor som skatter og afgifter noget som Carlsberg skal rette ind efter. Ser man på Rusland og specielt Asien, er der nogle sager som har ramt Carlsberg på omtalen. De stigende fragt- og råvarepriser er noget som rammer en virksomhed som Carlsberg direkte, det er alt andet lige svært at kompensere for. Ser man på de sociale forhold, har Carlsberg en udfordring med det øgede fokus på at alkohol er usundt og skadeligt, dog har de øget deres fokus på øl med 0% alkohol. Derudover er fødselstallet også faldende, hvilket igen kan gøre det svært for Carlsberg. Afslutningsvis er det ikke til Carlsbergs fordel at aldersgrænsen på alkohol forventes at stige i Danmark.

3.2.2 Porters Five Forces

Michael Porter er økonom, forsker, rådgiver, foredragsholder og har i en årrække undervist på Havard Business School. (Michael E. Porter, 2022) Porter beskrev første gang konkurrencestrategien i en Havard-Business artikel i 1979, og har efterfølgende revolutioneret måden at tænke forretningspraksis og akademisk tænkning. Følger man Porters filosofi, er det strukturen i branchen i samspil med virksomhedens position i markedet som er de to grundlæggende elementer for virksomhedens rentabilitet. (Havard Business School, 2022)

Modellen har til formål at belyse konkurrencesituationen på markedet, herunder truslen fra potentielle indtrængere, leverandørernes forhandlingskraft, truslen fra substituerende produkter, kundernes forhandlingskraft og rivalisering internt i markedet. Disse forhold er alle forhold som ligger i Carlsbergs fjernmiljø og man har derfor begrænset mulighed for at påvirke forholdene direkte. Hensigten med modellen er at forudse ændringer i branchen, som kan optimere muligheden for at opnå konkurrencemæssige fordele.

Noget af det man skal være kritisk overfor ved brug af Porters Five Forces, er at man skal definere branchen meget skarpt, for at få fuldt udbytte af modellen. Derudover giver modellen kun et øjebliksbillede af branchen, den giver ikke noget billede af fremtiden i branchen.

3.2.2.1 Truslen fra nye indtrængere

Når man betragter bryggerimarkedet, virker det utrolig svært at etablere sig på som ny indtrænger. Det har været et attraktivt marked at befinde sig på for nye indtrængere, men deres aftryk på erobring af markedsandele synes minimalt. Dette kan udledes af måden det nuværende marked er sammensat, her er der 4 større aktører som alle producere over 100 hektoliter om året, og har tilsammen ca. 50 % af de samlede markedsandele i 2020. (BarthHaas, 2022)

Top 40 brewers				
The world's top 40 brewing groups as of 31 December 2020				
Ranking	Brewery	Country	Beer output 2020 in mill. hl	Share of world beer production
1	AB InBev	Belgium	467.4	25.7 %
2	Heineken	Netherlands	221.6	12.2 %
3	Carlsberg	Denmark	110.1	6.1 %
4	China Res. Snow Breweries	China	106.9	5.9 %
5	Molson Coors	USA/Canada	84.5	4.6 %
6	Tsingtao Brewery Group	China	80.0	4.4 %
7	Asahi Group	Japan	56.3	3.1 %
8	BGI / Groupe Castel	France	36.7	2.0 %
9	Efes Group	Turkey	36.2	2.0 %
10	Yanjing	China	35.3	1.9 %

BarthHaas
Report 20/21

The data were taken from the brewers' own annual reports. In other cases, after different sources had reported differing figures, or where no figures were available, the production volume had to be estimated.

Figur 8 - Top 40 Brewers. Kilde: BarthHaas Hops 20/21. Side 11.

Branchen kræver store kapitalomkostninger for nye indtrængere, og faktum er at man vil få svært ved at opnå samme stordriftsfordele som de store aktører på markedet. De store aktører på markedet, har desuden i de seneste år konkurreret gennem opkøb af mindre aktører i markedet, hvilket gør det svært for nye indtrængere at etablere sig på markedet. (Jacobsen S. S., 2022) Disse forhold udgør en lav trussel fra nye indtrængere, da branchen som helhed synes attraktiv for nye indtrængere, men det forventes ikke at deres eksistens vil påvirke de største aktører.

3.2.2.2 Leverandørens forhandlingskraft

Leverandørens forhandlingskraft afhænger af, hvor stor indflydelse leverandøren har på branchen. Forhandlingskraften bestemmes ud fra forholdene, udbud og efterspørgsel. Er der lavt udbud af leverandører til branchen, med en høj efterspørgsel, vil det alt andet lige give leverandøren en høj forhandlingskraft.

Det vurderes at det er relevant at opdele leverandørens forhandlingskraft i to, leverandører af råvarer og leverandører af maskiner og hjælpemidler.

3.2.2.2A Leverandører af råvarer

Forhandlingskraften for leverandører af råvarer er relativt lav, da et bryggeri som Carlsberg må formodes at have mange forskellige leverandører af råvarer på verdensplan, og grundet deres volumen vil det være svært for leverandøren at sætte krav. Dette antages på baggrund af en formodning om at størstedelen af Carlsbergs råvarer befinder sig på et homogent marked og derved ville virksomheden relativt nemt kunne finde en anden leverandør. Man ville dog sagtens kunne forestille sig en situation hvor specialiserede bryggerier ville stå overfor en leverandør med høj forhandlingskraft, på baggrund af manglende udbud af anvendte råvarer. Klimaet er dog en af de få faktorer som i sidste ende ville kunne give leverandøren en større forhandlingskraft. En dårlig høst eller en fremtidig økologisk høst, vil formentlig medføre en stigning i pris på råvarerne som Carlsberg er nødt til at efterleve. (Landbrug & Fødevarer, 2022) Det vurderes derfor at leverandørens forhandlingsstyrke af råvarer samlet set er middel, med udgangspunkt i ovenstående synspunkter.

3.2.2.2B Leverandører af maskiner og hjælpemidler

Forhandlingskraften hos leverandørerne er relativt høj, da man i et voksende marked, som bryggeribranchen har behov for effektive maskiner og hjælpemidler. Her ser man blandt andet

et behov for effektive affugtere til bryggeriernes maskiner, således man kan mindske omkostninger til blandt andet vand og rengøring af maskiner. (Kongsgaard, 2022) Leverandører af maskiner og hjælpemidler vil have fordelagtige forhandlingsvilkår, da en lavere effektivitet i produktionen vil øge administrationsomkostningerne for Carlsberg.

3.2.2.3 Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter findes i forskellige varianter, da substitution dækker over alle de produkter som kan dække det samme behov for forbrugeren. Specifikt til denne branche kan alle produkter som indeholder alkohol være substitutter til øl, da de i grove træk dækker det samme behov. De direkte substitutter cider, og andre produkter med en lav procent af alkohol, og indirekte substitutter kan være vin og spiritus da produkterne dækker samme behov. Fælles for alle produkterne, er der især to faktorer som spiller en rolle, pris og kvalitet. Forbrugeren har derfor ingen skifteomkostninger i forbindelse med substitution af produkter, derfor er loyalitet overfor mærket en vigtig faktor. Der kan opnås en brand loyalitet gennem markedsføring og differentiering, hvilket fremgår af afsnit 3.1.2.1 at Carlsberg har i fokus. Desto flere produkter forbrugeren har at vælge imellem, jo større vil truslen fra substituerende produkter være. Det vurderes derfor at truslen fra substituerende produkter er høj.

3.2.2.4 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke er en faktor som kan definere kundernes magt til at presse prisen eller kræve en større service til de eksisterende priser. Carlsbergs salg sker primært ved afsætning af produkterne på B2B markedet, som her kan yderligere inddeles i to forskellige segmenter, salg til detailkæder/off trade og salg til barer, restauranter mv./on trade.

Der er derfor forskel på forhandlingsstyrken, alt efter hvilket segment man anskuer. Detailkæderne vil have gode forudsætninger for at forhandle fordelagtige leverandøraftaler hjem, da Carlsberg er afhængige af salget gennem detailledet. Dette giver detailkæderne en vis form for forhandlingsstyrke, da detailkæderne har lave skifteomkostninger i forbindelse med at erstatte Carlsbergs produkter med andre. Barer og restauranter har en lavere forhandlingsstyrke, og ligeledes lave skifteomkostninger ved erstatning af Carlsberg produkter. Den lavere forhandlingsstyrke består i at forbrugeren, ofte har større præferencer for produkterne i forbindelse med ophold på en bar eller restaurant. En undersøgelse fra The Brewers of Europe viser at i Danmark foregår 75% af alt salg af øl på off trade, hvor kun 25% er placeret i on trade. (Brewers Of Europe - Side 11, 2022) Der kan dog argumenteres for at det i sidste ende er slutbrugeren, altså forbrugeren som man risikerer at miste som detailkæde, bar eller restaurant

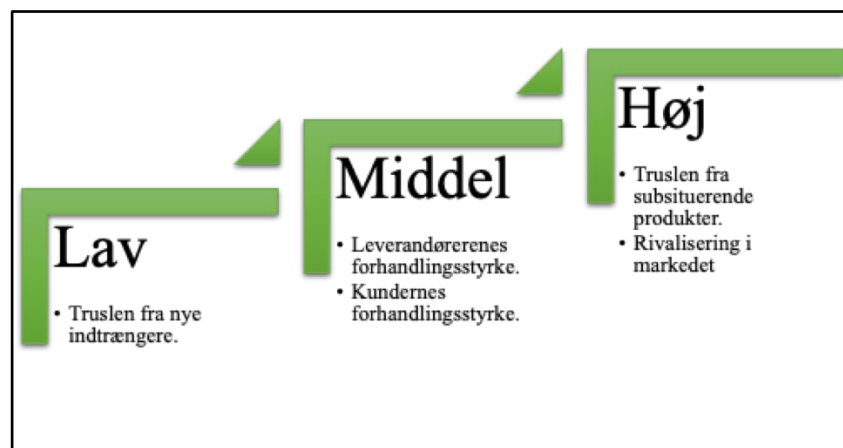
hvis ikke man kan tilfredsstille efterspørgslen fra slutbrugeren. Kundernes forhandlingsstyrke vurderes middel, da man i et vist omfang kan presse bryggerierne, og der er lave skifteomkostninger, men samtidig er der risici forbundet med forbrugeren, når man vælger hvilke brands man ønsker at forhandle.

3.2.2.5 Rivalisering i markedet

Konkurrenceformen internt i markedet kan betegnes som differentieret oligopol, det kan henføres til at der er få store aktører på marked, som hver især har store markedsandele på et marked hvor forbrugeren har præferencer for produktet. (Schou, 2022) Konkurrenterne er i branchen talrige, hvilket medfører et pres på markedet, i forhold til blandt andet prisfastsættelse. Derfor er det enormt svært for mange af de mindre bryggerier at berigtige deres eksistens, da de ikke nyder godt af stordriftsfordele, som eksempelvis Carlsberg, Heineken og AB InBev. Disse forhold skaber høj grad af rivalisering i markedet, da konkurrencen på bryggerimarkedet og udbuddet der er tilgængeligt for forbrugeren anses som stort.

3.2.2.6 Delkonklusion på Porters Five Forces

Til opsamling på modellen, er der indsat en illustration af hvilken grad af trussel/forhandlingsstyrke, der er konkluderet i Porters Five Forces.



Figur 9 - Oversigt over Porters Five Forces. Kilde: Egen tilvirkning.

Det kan konkluderes ud fra ovenstående afsnit at truslen fra nye indtrængere er til stede, men den er lav. Det vurderes at adgangsbarriererne er høj, da kapitalen og den måde markedsandelene er fordelt på nuværende tidspunkt, gør truslen uvæsentlig. Hvis det skulle lykkedes at integrere en forretning på markedet, er chancen for at blive opkøbt af en større konkurrent også et aspekt som taler for en lav trussel fra nye indtrængere. Leverandørens forhandlingsstyrke er i analysen opdelt i to, men afhænger stadig af om der kan skabes en væsentligt forhandlingsmæssig fordel, hos leverandøren. Carlsberg som virksomhed og

organisation, vurderes Carlsberg værende for stor til at der kan ske en egentlig påvirkning, da man relativt smertefrit ville kunne finde en ny leverandør på grund af størrelsen på virksomheden. Kundernes forhandlingsstyrke vurderes ligeledes middel, da forbrugeren altid vil have præferencer og disse præferencer vil alt andet lige være afspejlet i de mest afsatte produkter. Derfor vil detailbutikker, barer og restauranter med alt sandsynlighed ikke ville kunne forhandle mere end en rabat/fordelagtige aftaler hjem. Der vil være for store konsekvenser ved at fjerne Carlsbergs produkter fra deres sortiment. Truslen fra substituerende produkter vurderes høj, da der findes forholdsvis mange substitutter til øl på markedet, hvilket man i Carlsberg allerede tager sine forbehold for, ved blandt andet at sælge cider og andre milde alkoholdrikke. Rivaliseringen i markedet vurderes intens, da der få større aktører og mange mindre aktører i bryggeribranchen, hvor markedet da også er defineret som differentieret oligopol. De tre største på markedet AB InBev, Heineken og Carlsberg stod i 2020 ligeledes for hele 44% af alt ølproduktion i verden. Derfor vurderes markedet ikke attraktivt, og rentabel for potentielle indtrængere, da størstedelen af markedsandelene er fordelt på forholdsvis få aktører i markedet.

3.3 SWOT-analyse

SWOT-modellen fungerer som opsamlings værktøj på de interne og eksterne analyser, og er med til at belyse Carlsbergs strategiske situation på markedet. Modellen inddeles i fire områder: styrker, svagheder som er interne faktorer og muligheder og trusler som er eksterne faktorer. Oversigten illustreres herunder og uddybes efterfølgende enkeltvis.

Interne situation	
STYRKER (Strengths)	SVAGHEDER (Weaknesses)
- Stærk position i markedet (Markedsleder eller udfordre på de fleste hovedmarkeder.) - Bred produktportefølje, herunder nationalt og internationalt. - Produktudvikling.	- Svag tilstedeværelse på det amerikanske marked. - Mindre kapital/likviditet end direkte konkurrenter.
Eksterne situation	
MULIGHEDER (Opportunities)	TRUSLER (Threats)
- Lempelse på fødselsbegrænsning i Kina. - Forøget efterspørgsel på øl med 0% alkohol. - Kinesiske marked fortsat stigende efterspørgsel.	- Sanktioner mod Rusland. - Dalende fødselstal. - Stigende råvare- og fragtpreiser. - Markedsleder og høj omsætning på markeder med lav vækst.

Figur 10 - SWOT Kilde: Egen tilvirkning.

3.3.1 Styrker

Som tidligere nævnt i kapitel 3.1.1.1 har Carlsberg opnået en stærk position i de tre hovedmarkeder man har fokus på, gennem bred portefølje og en høj kendskabsgrad. Deres produktportefølje indeholder både nationale brands og internationale brands, her kan henledes til deres opkøb/samarbejde med lokale bryggerier, hvor der i fællesskab bliver sammensat nationale brands specifikt målrettet til forbrugeren på det enkelte marked. De internationale produkter er standardprodukterne, det vil sige de produkter i Carlsbergs produktportefølje som er mest omsættelige på verdensplan.

3.3.2 Svagheder

Carlsbergs manglende tilstedeværelse på det amerikanske marked kategoriseres som en svaghed, da man ønsker globalisering af brandet, samt i 2021 var et af de tre største bryggerier i branchen, anses dette som en svaghed man ikke kan etablere sig på det amerikanske marked.

3.3.3 Muligheder

Som følge af at der må fødes tre børn pr. par i Kina, vil der på sigt være muligheder for at der vil være flere mennesker i Kina, hvilket vil medføre en større målgruppe for Carlsberg i området. Det anses som en reel mulighed at efterspørgslen på øl med 0%, vil stige yderligere i fremtiden, hvilket giver Carlsberg en mulighed for at produktudviklingen kan skabe vækst på dette område.

3.3.4 Trusler

Over størstedelen af verden er fødselstallet dalende, og har været det længe. Hvis det fortsætter, vil vi ende med at være færre mennesker på jorden, og så vil Carlsbergs kundegruppe blive mindre og mindre. Som følge af flere kriser, men hovedsageligt corona pandemien og krigen i Ukraine, har fragt og råvarepriserne været markant stigende, det er en faktor som Carlsberg bliver meget påvirket af, grundet det enten formindsker Carlsbergs avance, eller det presser Carlsberg til at sætte priserne på deres produkter op. Det vurderes en trussel at Carlsberg er markedsleder/udfordre på markeder i Vesteuropa og ca. 40% af deres samlede omsætning er placeret lige her, hvor man de seneste år har vurderet dette marked forholdsvis mættet.

3.4 TOWS-analyse

TOWS-analysen er en overbygning til SWOT-analysen fra ovenstående afsnit, og fungerer til handlingsforslag baseret på de fire områder styrker, svagheder, muligheder og trusler.

Carlsberg kan derfor sammenholde deres aktiviteter som blev defineret i SWOT-analysen og dermed udlede fremtidige strategiske handlingsforslag på baggrund af disse.

3.4.1 Handlingsforslag

Handlingsforslagene er inddelt i fire forskellige kombinationer, som er illustreret herunder.

TOWS Analysis			
INTERNAL FACTORS			
EXTERNAL FACTORS		Strengths (S)	Weaknesses (W)
	Opportunities (O)	Strengths/ Opportunities (SO)	Weaknesses/ Opportunities (WO)
	Threats (T)	Strengths/ Threats (ST)	Weaknesses/ Threats (WT)

Figur 11 - TOWS Kilde: Marketingteacher.com

3.4.1.1 Styrker/muligheder (SO)

Carlsberg kan med deres stærke tilstedeværelse i markedet, og deres fokus på produktudvikling, kræse om forbrugeren hvis efterspørgslen på alkoholfrie øl vil stige. Virksomheden vil ligeledes kunne drage fordele af deres brede produktportefølje af nationale og internationale brands, i forsøget på at tilfredsstille den fortsat stigende efterspørgsel fra det asiatiske marked.

3.4.1.2 Svagheder/muligheder (WO)

Kombinationen af svagheder og muligheder, kan retfærdiggøre at tilstedeværelsen i Amerika er lav. Dette kan retfærdiggøres ud fra en betragtning om at det asiatiske marked er langt fra mættet, og at man på nuværende tidspunkt har succes på dette marked. Carlsberg forventer at kunne vækste yderligere i fremtiden, så det anses ikke som værende fordelagtigt samtidig at forsøge at trænge ind på det amerikanske marked.

3.4.1.3 Styrker/Trusler (ST)

Ved kombinationen styrker og trusler kan produktudvikling være den styrke som kan formindske truslen om en stagnerende vækst i Vesteuropa. Omsætningen på markedet har i de senere år været stagnerende, og markedet kan dermed virke mættet. En måde at gribe denne

trussel an på, kunne være produktudvikling af premium brands og substituerende produkter således også beskrevet i afsnit 3.1.1.1.

3.4.1.4 Svagheder/Trusler (WT)

Sanktioner og hele situationen omkring Rusland og Ukraine, truer Carlsbergs vækstgrundlag i central og Østeuropa, hvor Carlsberg ejer store andele af totalmarkedet for salg af øl. Virksomheden har trukket sig fra Rusland på grund af konflikten og forsøger nu at frasælge aktiviteter i begge lande. Dette handlingsforslag, og deres eksekvering heraf kan udledes af man forsøger at placere likviditeten hensigtsmæssigt. Derfor forsøger man at formindske tabet, ved at trække sig fra markedet og intensivere aktiviteter andetsteds.

4. Regnskabsanalyse

4.1 Validitet

Carlsberg er en børsnoteret virksomhed, og er dermed en virksomhed i regnskabsklasse D. Virksomheder i regnskabsklasse D, har pligt til at udarbejde og indberette årsrapport. Årsrapporten skal mindst bestå af en ledelsespåtegning, ledelsesberetning, hoved- og nøgletalsoversigt, resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse, noter, herunder redegørelse for anvendt regnskabspraksis og revisionspåtegning. (Erhvervsstyrelsen, 2021)

Carlsbergs seneste 5 regnskaber har alle haft en blank revisorpåtegning uden bemærkninger. De eksterne uafhængige revisorer har revideret Carlsbergs årsrapport og gennemlæst Carlsbergs ledelsesberetning, og vurderet at ledelsesberetningen er i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser. (CVR, 2022)

Vedrørende anvendt regnskabspraksis, skal der aflægges årsrapport efter den internationale regnskabsstandard IFRS, suppleret af reglerne fra årsregnskabsloven. (Rsm.global, 2022) Ved gennemgang af dette, vurderes det at Carlsberg overholder kravene for anvendt regnskabspraksis.

Danske revisorer/FSR kårer hvert år årets årsrapport, og i 2021 blev Carlsberg hædret med den flotte pris. Carlsberg har vundet prisen grundet deres årsrapport udmærker sig og tjener som inspiration til andre virksomheder. (Nielsen, 2021)

4.2 Reformulering af balance

Selskabets balance er blevet reformuleret til et managerial balance sheet, hvor balanceposterne er inddelt i invested capital og capital employed. En af fordelene ved opdelingen er, at den viser en specificeret opdeling mellem kort og langfristet rentebærende gæld, samt Carlsbergs WCR. Fordelingen foretages på følgende vis:

Likvider, immaterielle anlægsaktiver og anlægsaktiver er overført direkte fra aktiver i balancen til invested capital i den reformulerede balance uden ændringer af beløbet. Mellemløbet har fået en post under invested capital, da posten er et tilgodehavende (aktiv) og samtidig er rentebærende. Egenkapital er overført direkte fra passiver i balancen til capital employed i den reformulerede balance uden ændringer af beløbet. Rentebærende gæld sammenfatter alt den

gæld som virksomheden har, som vel og mærke er rentebærende, specificeret ud i kort og lang gæld.

Managerial balance sheet:						
mio. kr.	2016R	2017R	2018R	2019R	2020R	2021R
Likvider	3.502	3.462	5.589	5.222	8.093	8.344
WCR	-27.020	-26.132	-30.541	-36.251	-31.029	-31.152
Mellemregninger, rentebærende	4.701	4.266	4.562	4.364	4.188	5.172
Immaterielle anlægsaktiver	76.736	67.793	66.868	69.805	66.061	68.475
Anlægsaktiver	25.935	24.325	25.394	27.886	26.299	26.839
Invested Capital	83.854	73.714	71.872	71.026	73.612	77.678
Kortfristet rentebærende gæld	9.067	849	7.233	4.112	959	6.167
Langfristet rentebærende gæld	21.137	23.340	16.750	20.879	29.291	22.755
EK	53.650	49.525	47.889	46.035	43.362	48.756
Capital employed	83.854	73.714	71.872	71.026	73.612	77.678

Figur 12 - Managerial balance sheet. Kilde: Egen tilvirkning.

4.3 Benchmarking

I dette afsnit laves der en benchmark analyse af Carlsberg og en/flere sammenlignelige virksomheder for 2021. Indenfor toppen af bryggerivirksomheden, kan det være svært at sammenligne virksomhederne, grundet der er relativt stor forskel i volumen i resultatopgørelsen og balancen. Der sammenlignes med AB InBev og Heineken, grundet det er den gruppe bryggerivirksomheder som Carlsberg ser sig selv i. For at sørge for at det er sammenligneligt, benchmarkes der i nøgletal, med fokus på rentabiliteten. De tre slags nøgletal som der analyseres på, bliver nærmere beskrevet i næste afsnit af afhandlingen. Regnskabstallene fra AB InBev er omregnet fra amerikanske dollars til danske kroner pr. 31.12.2021, ligeledes er regnskabstallene fra Heineken omregnet fra euro til danske kroner pr. 31.12.2021, for at tilpasse tallene til de danske tal i Carlsbergs årsrapport.

Det første nøgletal som der benchmarkes er overskudsgraden, som viser hvor meget af virksomhedens omsætning der bliver til resultat før renter. I forhold til de konkurrenter som Carlsberg benchmarkes med, er Carlsbergs overskudsgrad stort set på niveau med Heinekens, men dårligere end AB InBev. For hver gang der bliver omsat for en krone, har AB InBev et resultat før renter på 35 ører, Carlsberg har et resultat før renter på 23 ører og Heineken har et resultat før renter på 24 ører.

Det næste nøgletal som benchmarkes er aktivernes omsætningshastighed, som viser hvor god virksomheden er til at skabe omsætning, ud fra den kapital som er bundet igennem ens aktier. På dette nøgletal klarer Carlsberg sig bedst. For hver krone der er investeret i aktiver, omsætter AB InBev for 25 ører, Carlsberg omsætter for 53 ører og Heineken omsætter for 45 ører.

Det sidste nøgletal som der benchmarkes på er afkastningsgraden, som viser hvor god virksomheden er til at generere afkast, ud fra det beløb som er blevet investeret. På dette nøgletal klarer Carlsberg sig også bedst. For hver krone som er investeret i aktiver, er Carlsbergs resultat før renter på 12 ører, hvorimod Heineken kun har et resultat før renter på 11 ører, og AB InBev på 9 ører.

Virksomhed	AB InBev	Heineken	Carlsberg
Omsætning	356.234,00	162.943	66.634
Resultat før renter	123.849,21	38.595	15.474
Samlede aktiver	1.427.894,27	363.273	126.383
AOH	0,25	0,45	0,53
OG	0,35	0,24	0,23
AG	0,09	0,11	0,12

Figur 13 - Indekstal. Kilde: Egen tilvirkning.

4.4 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysens formål er at skabe overblik over Carlsbergs nuværende rentabilitet, og på baggrund af denne vil der blive dannet grundlag for at udarbejde budgetter for en fremskrevet periode.

mio. kr.	2017R	2018R	2019R	2020R	2021R
Omsætning	100	101	107	95	108
Variable omkostninger	100	103	110	100	116
Dækningsbidrag	100	99	104	90	100
Kapacitetsomkostninger	100	99	98	80	89
EBITDA	100	99	110	104	114
Afskrivninger	100	87	96	93	98
EBIT	100	105	118	109	122
Finansielle omkostninger	100	15	4	12	12
EBT	100	242	290	257	290
Skat	100	164	189	153	152
Resultat efter skat (EAT)	100	297	362	330	388

Figur 14 - Indekstal. Kilde: Egen tilvirkning.

Udviklingen i resultatopgørelsen analyseres i indekstal fra perioden 2017 til og med 2021. Carlsbergs nettoomsætning har i perioden været stigende, og indekstallet endte i 2021 med at være 108. Carlsbergs dækningsbidrag er det samme i 2017 som det er i 2021, til trods for den stigende nettoomsætning, hvilket skyldes at de variable omkostninger er steget til et indekstal på 116 i 2021. I perioden har EBITDA været stigende, og indekstallet for 2021 endte på 114.

Det skyldes at kapacitetsomkostningerne har været konstant faldende i perioden, med et indekstal i 2021 på 89. EBIT har ligeledes udviklet sig positivt i perioden, indekstallet i 2021 endte på 122, hvilket i høj grad skyldes udviklingen tilbage fra EBITDA, men også at afskrivningerne er faldet til indeks 98. EBT er en af de nøgletal som har udviklet sig bedst, det er steget til indeks 290 i 2021, det skyldes til dels udviklingen tilbage fra EBIT, og at de finansielle omkostninger er faldet markant. Indekstallet på de finansielle omkostninger var i 2021 på 12. Resultat efter skat, også kaldet EAT, er steget til indeks 388 i 2021. Grunden til dette er udviklingen i EBT og skat kun er steget til indeks 152 i år 2021.

	2017R	2018R	2019R	2020R	2021R
ROE	4,0%	12,6%	15,9%	15,2%	16,9%
ROCE	11,3%	12,8%	14,6%	13,4%	14,6%
-EBIT%	14,4%	14,9%	15,9%	16,6%	16,3%
-Capital turnover	0,78	0,86	0,92	0,81	0,90

Figur 15 - Nøgletal. Kilde: Egen tilvirkning.

Ud fra diverse profitabilitets nøgletal har Carlsberg også klaret sig godt. Return on equity (ROE) er steget til 16,4% i 2021, fra at have været på 4,2% i 2017. Return on capital employed (ROCE) er ligeledes steget, den var i 2021 steget til 14%, fra at have været på 12% i 2017. Capital employed har været meget svingende i perioden, men samlet set er den faldet. I 2017 var capital employed på 83.854 DKK. hvorimod den i 2021 var faldet til 77.678 DKK. Det sidste nøgletal i profitabilitetsanalysen som bliver fremhævet, er EBIT procenten, den er steget ligesom de to førnævnte nøgletal. i 2017 var den på 14,4%, mens den i 2021 var steget til 16,3%. Udviklingen af dette skyldes at EBIT udgør en større del af omsætning i 2021, end i 2017.

Regnskabstal for 2021							
			AG				
			0,12				
		OG			AOH		
		0,23			0,53		
	Resultat før renter		Omsætning		Omsætning	Samlede aktiver	
	15474		66634		66634	126383	
Dækningsbidrag		Kapacitetsomkostninger			Anlægsaktiver		Omsætningsaktiver
31327		15853			95314		31069

Figur 16 - Du-Pont pyramiden. Kilde: Egen tilvirkning.

Du-Pont pyramiden er en model til at analysere indtjeningsevnen og kapitaltilpasningsevnen. I afhandlingen er der lagt særlig vægt på afkastningsgraden (AG), omsætningsgraden (OG) og Aktivernes omsætningshastighed (AOH).

Afkastningsgraden er et nøgletal som viser om virksomheden kan generere overskud med den indskudte kapital, det vil sige at afkastningsgraden er forholdet mellem overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

Afkastningsgraden vurderes at være meget tilfredsstillende, man kan som udgangspunkt sammenligne afkastningsgraden med markedsrenten, hvor afkastningsgraden i dette tilfælde er markant højere.

Overskudsgraden er et nøgletal som viser hvor stor en del af virksomhedens omsætning, som bliver til overskud. Det vil sige at man kan bruge overskudsgraden til at vurdere om virksomheden har tilpasset sine omkostninger til sine indtægter.

Krone for krone vil det sige at for hver krone Carlsberg omsatte for i 2021, gav det 23 øre i overskud.

Om overskudsgraden er god eller dårlig, handler meget om hvordan overskudsgraden er i bryggeribranchen. Dog vil vi vurdere at der ikke er mange virksomheder på Carlsbergs størrelse, som vil være utilfredse med en overskudsgrad på 0,23.

Aktivernes omsætningshastighed er et nøgletal som viser hvor god en virksomhed er til at skabe omsætning, ud fra den kapital som er bundet igennem ens aktier. Man kan bruge nøgletallet til vurdere om man er god til at få varerne sendt ud til kunden, eller om varerne ligger på lageret i for lang tid.

Carlsbergs AOH er lidt lav, den primære årsag til dette, er at over to tredjedele af Carlsbergs aktiver, er anlægsaktiver, som man alt andet lige, har i over et år.

4.4.1 Delkonklusion på rentabilitetsanalyse

Ser man overordnet på rentabilitetsanalysen, har de seneste fem år været godkendt. Går man mere i dybden med tallene og sætter de seneste fem år i perspektiv, vil man se at der har været mange udsving i indekstallene, hvilket primært skyldes de eksterne faktorer, mest af alt corona pandemien, stigende fragt og råvarepriser og de mange nedlukninger. Omsætningen i perioden er steget til indeks 108 i år 2021, hvor indekstallet for de variable omkostninger for samme periode er steget til 116. Konsekvensen af dette er at dækningsbidraget hverken er steget eller faldet i perioden. Til trods for dette, har Carlsberg alligevel forbedret samtlige af de resterende nøgletal/summeringer i indekstallene. Specielt EBT er værd at nævne, da indekstallet er steget til 290 i perioden.

I forhold til nøgletallene fra Du-Pont pyramiden, er Carlsberg gode til at tjene penge, det kan specielt ses på Carlsbergs overskudsgrad, som viser et resultat før renter på 23 øre pr omsat

krone. En anden indikation på at det går godt for Carlsberg, er afkastningsgraden, som viser at der gives et afkast på 12 øre pr. investeret krone. Det sidste nøgletal som behandles i Du-Pont pyramiden er aktivernes omsætningshastighed, som viser at hvor hver investeret krone i aktiver, får Carlsberg et resultat før renter på 12 ører.

Vedrørende benchmarking med de to største bryggerivirksomheder klarer Carlsberg sig godt på nøgletallene. Carlsbergs svageste punkt i forhold til konkurrenterne er overskudsgraden, hvor Carlsberg ”kun” skaber 23 øres resultat før renter, ud af hver omsat krone. Dog er Carlsberg bedst på både aktivernes omsætningshastighed og Afkastningsgraden.

5. Budgettering

Den optimale budgetperiode vil være uendelig, med gennemgang og estimer af hver enkelt regnskabspost. Grundet det ikke vurderes at være muligt, har vi ud fra de lave vækstudsigter i branchen samt at der ikke er nogen virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel, valgt at benytte en budgetperiode på 5 år. Efterfølgende er der fastsat en terminalperiode, perioden er defineret som værdi der fremskrives med i alt uendelighed. (Sørensen, 2022) Posterne gennemgås enkeltvis i nedenstående afsnit.

5.1 Budgettering af vækst i omsætning på de tre hovedmarkeder

mio. kr.	2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
Omsætning	66.625	60.315	61.816	63.374	64.992	66.672	67.169
Procentvis ændring	13,9%	-9,5%	2,5%	2,5%	2,6%	2,6%	0,7%
- Vesteuropa	45,8%	50,8%	50,1%	49,3%	48,6%	47,8%	47,6%
- Asien	29,2%	33,2%	34,0%	34,9%	35,7%	36,5%	36,8%
- Central og østeuropa	25,0%	15,9%	15,9%	15,8%	15,7%	15,6%	15,6%

Figur 17 - Budgettering af omsætning på de tre hovedmarkeder. Kilde: Egen tilvirkning.

Nettoomsætningen deles op på de tre hovedmarkeder som er beskrevet tidligere i afhandlingen. Væksten i de tre hovedmarkeder vil blive beskrevet hver for sig fra afsnit 5.1.1. til og med 5.1.3.

5.1.1 Vesteuropa

mio. kr.	2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
- Vesteuropa	30.501	30.654	30.960	31.270	31.582	31.898	31.978
Budgetteret vækst i %		0,50%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	0,25%

Figur 18 - Budgetteret vækst i omsætning Vesteuropa Kilde: Egen tilvirkning.

Vesteuropa udgør ca. 45,8% af Carlsbergs samlede omsætning i år 2021 på 30.501 mio. DKK., med en forventning om at stige til 47,6% i år 2026 i budgetperioden svarende til 31.978 mio. DKK. Det kan konstateres at Carlsbergs vækst på det vesteuropæiske marked er svag, og at stigningen i procent andelen af omsætningen skyldes at Ruslands omsætning er nedskrevet til 0 for perioden.

Rivaliseringen i markedet som blev konstateret jf. afsnit 3.2.2.5, forventes at påvirke væksten på det vesteuropæiske marked, hvorfor væksten bør ske gennem produktdifferentiering/salg af virksomhedens premium brands. Budgetteringen er sket på samlet niveau for hele markedet, da årsrapporterne ikke specificere på produkt niveau. Hvis man ser på den samlede CAGR for perioden, er væksten på dette marked negativ for perioden inden budgettering.

Faldet i omsætning for markedet fra 2020 til 2021, skyldes en ændring i metoden vedr. opdelingen af Vesteuropa og central og Østeuropa, hvor en del af landene fra Vesteuropa, flyttes til central og Østeuropa. (Npinvestor, 2022) Vi forventer en lav vækst i Vesteuropa de kommende år, grundet Carlsberg forventes at kunne afsætte deres premium produkter, samt tilpasse sig en bredere målgruppe.

Samlet set betyder dette en budgetteret vækst på omkring 1% i budgetperioden og efterfølgende 0,25% i terminalvækst, grundet historisk svækket vækst, samt et modent marked.

5.1.2 Asien

mio. kr.	2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
- Asien	19.459	20.043	21.045	22.097	23.202	24.362	24.728
Budgetteret vækst i %		3,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	1,50%

Figur 19 - Budgetteret vækst i omsætning Asien Kilde: Egen tilvirkning.

Asien udgør ca. 29,1% af Carlsbergs samlede omsætning i år 2021 på 19.459 mio. DKK., med en forventning om at stige til 36,5% i år 2026 i budgetperioden svarende til 24.728 mio. DKK.

Historisk har omsætningen for markedet vækstet omkring 9.000 mio. DKK. over de seneste 5 år, hvilket blev konstateret ved samlingen af omsætningen over en 5-årig periode i forbindelse med budgetteringen. Denne historiske faktor taler for en høj vækstrate i budgetperioden.

Opkøb af lokale bryggerier og fusion af Carlsberg i Kina, blev afsnit konstateret i 3.1.2.1, samt afsnit 3.1.1.1. afdækket at det er en klar del af den aflagte strategi som Carlsberg fører. Hvilket giver værdi for virksomheden hvis man ser på økonomien og interessen for markedet. BNP 'en for det asiatiske marked blev blandt andet på baggrund af afsnit 3.2.1.2, vurderet til at være en økonomisk udvikling, hvor det samtidig kan konstateres at Østasien formåede at levere en positiv BNP % vækst i år 2020 på trods af Covid-19.

På baggrund af ovenstående oplysninger er der fastsat en budgetteret vækst på omkring 5% i budgetperioden og efterfølgende 1,5% i terminalvækst, grundet en historisk vækst på markedet, samt det forventes at konkurrencesituationen i markedet vil påvirke væksten på sigt.

5.1.3 Central og Østeuropa

mio. kr.	2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
- Central og østeuropa	16.665	9.619	9.811	10.007	10.208	10.412	10.464
Budgetteret vækst i %		0,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	0,50%

Figur 20 - Budgetteret vækst i omsætning Central og Østeuropa Kilde: Egen tilvirkning.

Central og Østeuropa udgør ca. 25% af Carlsbergs samlede omsætning 2021, med en forventning om at falde til 15,6% i år 2026 i budgetperioden.

Grundet den russiske invasion af Ukraine har vi taget følgende forbehold i budgetperioden for Central- og Østeuropa. I år 2022 nedskrives alt omsætning på det russiske marked svarende til omsætningen i 2021 på 6.537 mio. DKK. og $\frac{2}{3}$ af alt omsætning på det ukrainske marked svarende til omsætningen i 2021 på 844 mio. DKK. Begrundelsen for nedskrivning af $\frac{2}{3}$ af omsætningen i Ukraine skyldes, salg af $\frac{2}{3}$ af Carlsbergs bryggerier beliggende i Ukraine.

Vi har i år 2022, indregnet en nedskrivning på Carlsbergs anlægsaktiver beliggende i Rusland, da Carlsberg har sat deres bryggerier til salg i Rusland, hvor aktiviteterne ikke forventes at de blive genoptaget af Carlsberg i den nærmeste fremtid. (Carlsberg Group 3, 2022)

På baggrund af ovenstående oplysninger er der fastsat en budgetteret vækst på omkring 2% i budgetperioden og efterfølgende 0,5% i terminalvækst, grundet antagelser om at situationen i Rusland ikke influere væksten i de resterende lande, samt en historisk vækst på markedet.

5.2 Driftsomkostninger

Budgetterede driftsomkostninger	2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
Nettoomsætning	66.625	60.315	61.816	63.374	64.992	66.672	67.169
Driftsomkostninger	51.153	46.443	47.598	48.798	50.044	51.337	51.720
% af nettoomsætning	76,78%	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%

Figur 21 - Budgetteret driftsomkostninger. Kilde: Egen tilvirkning.

Driftsomkostninger var i 2021 på 77% af nettoomsætningen. Vi forventer at driftsomkostningerne vil stige tilsvarende med nettoomsætningen, til trods for de stigende fragt- og råvarepriser.

5.3 Afskrivninger

Budgetterede afskrivninger	2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
Nettoomsætning	66.625	60.315	61.816	63.374	64.992	66.672	67.169
Afskrivninger	4.612	4.222	4.327	4.436	4.549	4.667	4.702
% af nettoomsætning	6,92%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%

Figur 22 - Budgetteret afskrivninger Kilde: Egen tilvirkning.

Det forventes at Carlsberg beholder den mængde driftsmidler m.m. de har nu, og anskaffer nye når dem de har nu, ikke er anvendelige mere. Dermed forventes det at afskrivningerne i de kommende år er på niveau med afskrivningerne nu.

5.4 Finansielle omkostninger

Budgetterede finansielle omkostninger	2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
Nettoomsætning	66.625	60.315	61.816	63.374	64.992	66.672	67.169
Finansielle omkostninger	634	603	618	634	650	667	672
% af nettoomsætning	0,95%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Figur 23 - Budgetteret vækst i finansielle omkostninger Kilde: Egen tilvirkning.

Finansielle omkostninger vurderes uvæsentlig for budgetteringen, derfor er FO fastsat til en konstant stigning på cirka 1 procent årligt igennem hele budgetperioden.

5.5 Selskabsskat

Overskuddet i Carlsberg A/S beskattes med selskabsskat inden det udbetales som udbytte til Carlsbergs aktionærer. Selskabsskatten i Danmark er 22 %, og i henhold til seneste regnskab for Carlsberg A/S var selskabets effektive skatteprocent på 24,7 %. Dermed vælger vi at benytte en skatteprocent på 25% i vores budgittel. (Ny Carlsberg Fondet, 2022)

5.6 Anlægsaktiver

Grundet nedskrivningen af store dele af de russiske aktiver, har vi nedskrevet beløbet med anlægsaktiver i budgettet for 2022 i forhold til regnskabet for 2021. Forventningen er at anlægsaktiverne stiger med cirka 2 procent årligt.

5.7 Øvrige balanceposter

De øvrige balanceposter forventes at stige tilsvarende med 2 procent årligt.

5.8 Delkonklusion på budgettering

mio. kr.	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
- Vesteuropa	30.654	30.960	31.270	31.582	31.898	31.978
- Asien	20.043	21.045	22.097	23.202	24.362	24.728
- Central og østeuropa	9.619	9.811	10.007	10.208	10.412	10.464
Omsætning i alt	60.315	61.816	63.374	64.992	66.672	67.169
Driftsomkostninger	-46.443	-47.598	-48.798	-50.044	-51.337	-51.720
EBITDA	13.872	14.218	14.576	14.948	15.335	15.449
Afskrivninger	-4.222	-4.327	-4.436	-4.549	-4.667	-4.702
Nedskrivninger	-14.700	0	0	0	0	0
EBIT	-5.050	9.891	10.140	10.399	10.668	10.747
Finansielle omkostninger	-603	-618	-634	-650	-667	-672
EBT	-5.653	9.272	9.506	9.749	10.001	10.075
Skat	1.413	-2.318	-2.377	-2.437	-2.500	-2.519
EAT	-3.636	7.572	7.763	7.962	8.167	8.228

Figur 24 - Budgetteret 5-årig periode Kilde: Egen tilvirkning.

Ud fra de kendte forudsætninger fra afsnit 5.1 - 5.7, er der opstillet resultatopgørelse og balance for budgetperioden. Figur 24, viser et budgetteret underskud på 3.636 mio. DKK. i år 2022, hvilket skyldes nedskrivninger af omsætning og anlægsaktiver. Der foretages en nedskrivning på 100% af Ruslands omsætning, samt ca. 66% af Ukraines omsætning. I samme budgetår, er der foretaget nedskrivning af de anlægsaktiver som befinder sig i Rusland på 14.700 mio. DKK. Den resterende budgetperiode viser en vækst på baggrund af væksten i den budgetterede omsætning, hvor konsekvensen af nedskrivningerne viser at Carlsberg først i 2026 vil kunne levere et bedre resultat end i 2021.

Carlsberg har en forventning om at nå omkring 3-5% vækst i CAGR, over den næste 5-årige periode. (Carlsberg Group 2, 2022) CAGR er svarende til sammensat årlig vækstrate, som beregnes ved $(\text{slutværdi}/\text{startværdi})^{(1/5)} - 1 * 100$. Budgetteringen viser en beregnet CAGR for Carlsberg på 2,02% efter korrektion af omsætning i Rusland og Ukraine. Det konkluderes at målsætningen målt alene på vækst i omsætning, virker sandsynlig, og at Carlsberg på baggrund af budgetteringen ligger under forventning set i forhold til CAGR.

Det kan udledes fra budgetteringen at Carlsbergs omsætning der genereres i Asien, hvor det forventes på lang sigt at blive virksomhedens primære indtjeningskilde. Der er i budgettering skønnet en lavere vækst end historisk set i forhold til markedet, da det vurderes at markedet på sigt vil blive presset af rivaliseringen internt i branchen, hvorfor det er vigtigt at fastholde ambitionen om at konstant at markedspenetrere og produktudvikle.

Det vurderes at budgetteringens resterende poster, er følsomme overfor ændringer i omsætningen.

6. Værdiansættelse af Carlsberg

Til beregning af Carlsbergs handelsværdi benyttes DCF-modellen (Discounted Cash Flow), hvor der beregnes en nutidsværdi af Carlsberg på baggrund af FCF (Fremtidige frie pengestrømme). Modellen har til formål at afspejle virksomhedens fremtidige indtjeningsevne, i det de frie pengestrømme skal deles mellem selskab og aktionær er det en nødvendighed at tilbagekonterer pengestrømmene til en nutidsværdi, der viser et retvisende billede af hvad aktionær og långiver er villige til at risikere ved investering i Carlsberg.

6.1 Fase 1 - Beregning af Frit Cash-Flow

Frit Cash-Flow (FCF) er et udtryk for de likvider der er til rådighed for Carlsberg til at udlodde udbytte, tilbagebetale deres kreditorer og rente til investorer.

FCF vil blive beregnet ud fra nedenstående formel.

$$\text{Frit Cash-Flow} = \text{EBIT} * (1 - \text{tax}) + \text{Depreciations} - \text{Change in WCR} - \text{Capex}$$

Defineres som følgende.

EBIT * (1-tax)	→ EBIT * Tax Ratio
Depreciations	→ Afskrivninger
Change in WCR	→ Ændring i arbejdskapitalen
Capex	→ Kapitaludgifter

EBIT * (1-tax)

I EBIT * (1-tax) er alle variable kendt fra budgetteringen, og derved kan beregningen laves på baggrund af forudsætningerne fra afsnit 5.1.

Depreciations

Depreciations er svarende til fremtidige afskrivninger, som er kendt fra afsnit 5.1.5 hvor vi har forudsat at afskrivningerne stiger med 2% årligt i budgetperioden.

Change in WCR

Change in working capital er svarende til ændring i arbejdskapitalen. Arbejdskapitalen er forskellen mellem Carlsbergs omsætningsaktiver og kortfristede gældsforpligtelser, og viser de likvider virksomheden har til rådighed som kan benyttes til at afdrage på kortfristede udgifter.

CapEx

Capex viser hvor meget kapital Carlsberg bør investere i nye, samt eksisterende anlægsaktiver for at opretholde/vækste som virksomhed.

Defineres som følgende.

$$\text{CapEx} = \Delta \text{PP\&E} + \text{Current Depreciation}$$

Hvor CapEx = Anlægsinvesteringer og $\Delta \text{PP\&E}$ = Ændringer i materielle anlægsaktiver.

Da variable for beregning af FCF nu er kendte, er disse beregnet og fremgår af nedenstående tabel. Hvor det fremgår at der i terminalåret er en vækst på 1,67%.

	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
Frit Cash Flow	-1.778	6.834	7.011	7.195	7.386	7.510
Stigning i %		-484%	2,59%	2,62%	2,66%	1,67%

Figur 25 - Frit cash flow Kilde: Egen tilvirkning.

Beregningen af nutidsværdien og tilbagediskontering for frit cash-flow foretages på baggrund af den estimeret WACC i forbindelse med værdiansættelsen i afsnit 6.3.

6.2 Fase 2 - Definition af WACC

WACC'en den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning, som repræsenterer Carlsbergs gennemsnitlige kapitalomkostninger. Modellen er en måde at bestemme hvad afkastet bør være før CVC-Capital er villige til at tilføre virksomheden kapital/investere i virksomheden. Beregning af WACC er essentiel i forbindelse med udarbejdelse af DCF-modellen, da WACC'en bruges som diskonteringsfaktor for det fremtidige cash-flow, som tilbagediskonteres til nutidsværdien heraf.

$$\text{WACC} = \left(\frac{E}{V} \times Re \right) + \left(\frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc) \right)$$

Defineres som følgende.

E = Market value of the firm's equity → Markedsværdi af egenkapital.

D = Market value of the firm's debt → Markedsværdi af gæld.

$V = E + D$ → 100% af markedsværdien

Re = Cost of equity → Ejernes afkastkrav

Rd = Cost of debt → Risikofri rente + Risikotillæg

Tc = Corporate tax rate → Selskabsskatteprocent

Disse faktorer som indgår i beregningen af WACC, vil i de efterfølgende afsnit blive uddybet og beregnet/estimeret på baggrund af forskellige grundlag.

6.2.1 Kapitalstrukturen til beregning

Kapitalstrukturen er forholdet mellem egenkapital og gæld i en virksomhed. Ved estimering af WACC'en, skal kapitalstrukturen forblive konstant. Der er valgt at sammenligne kapitalstruktur

til Carlsbergs to direkte og største konkurrenter, for at opnå optimal og realistisk kapitalstruktur. I tabellen nedenfor er der foretaget en beregning på den gennemsnitlige kapitalstruktur for 2021. Heineken's regnskab aflægges i EUR og Anheuser-Busch Inbev's regnskab aflægges i USD, hvor der er benyttet ultimokurs ved omregning til DKK. Ultimokurs fastlægges til 7,44 for EUR og 6,56 for USD jf. valutakurser.dk pr. 31.12.2021.

Kapitalstruktur 2021					
Virksomhed	Regnskabsår	Egenkapital, mio. kr.	Samlet Balancesum, mio. kr.	EK andel	Gældsandel
Heineken	2021	129.129	363.444	0,36	0,64
Anheuser	2021	520.470	1.427.633	0,36	0,64
Gennemsnits værdi				0,36	0,64

Figur 26 - Kapitalstruktur 2021 Kilde: Egen tilvirkning.

Fra ovenstående tabel kan det udledes at begge konkurrenter har næsten samme kapitalstruktur, hvorfor gennemsnitsværdi udgør samme forhold. Egenkapital udgør ca. 0,36 og gældsandel udgør ca. 0,64.

6.2.2 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav

Capital Asset Pricing Model (CAPM), beskriver forholdet mellem systematisk risiko og forventet afkast på aktier. Formlen kan derfor bruges som værktøj til at fastsætte hvilket afkastkrav CVC-Capital bør forvente for at blive kompenseret for den risiko de påtager sig og den tid der er forbundet med investeringen i aktien. Modellen er derfor baseret på jo større risici der er forbundet med investeringen, jo højere bør afkastet være, hvor CAPM er bestemt ud fra nedenstående formel.

$$ER_i = R_f + \beta_i(ER_m - R_f)$$

Defineres som følgende.

ER_i = expected return of investment	→ Ejernes afkastkrav
R_f = risk-free rate	→ Risikofri rente
β_i = beta of the investment	→ Beta (systematisk risiko)
$(ER_m - R_f)$ = market risk premium	→ Markedspræmie

Risikofri rente

Den risikofrie rente er den forventede rentesats, som CVC-Capital har en forventning om at ville kunne få tilskrevet fra en risikofri investering. Normen har tidligere været at sammenligne denne med en 10-årig statsobligation, udfordringen her er at renteniveauet faldet de senere år og derfor på nuværende tidspunkt er negativ. Derfor anvendes en normaliseret rentesats som er fastsat til 2%, ud fra den betragtning at det er dette niveau flere danske aktionærer vurderer er en normaliseret langsigtet risikofri dansk rente. (PwC, 2022)

Beta (Systematisk risiko)

Beta er den risiko der udtrykkes ved forholdet mellem afkastet på en given aktie og afkastet på markedsporteføljen sat i forhold til variansen i afkastet på markedsporteføljen.

Er betaværdien under 1, har aktien en lavere risiko sammenlignet med det samlede marked, er betaværdien lig med 1 er risikoen ved aktien lig med det samlede marked, og er betaværdien over 1 har aktien en større risiko sammenlignet med det samlede marked. Betaværdien er estimeret på baggrund af den historiske kursudvikling for Carlsberg sammenlignet med OMXC25 på den 5-årig periode. Forudsætningen for et brugbart estimat er at aktien er likvid og etableret på markedet, hvilket det vurderes at Carlsberg aktien omfatter. Betaværdien vil bestå af variable som vil være følsomme overfor ændring i periode, derfor vil en længere periode ændre beta. Beregningen af betaværdien fremgår af nedenstående figur, hvor der er udledt en udvikling af kursen for både Carlsberg og OMXC 25, hvor der efterfølgende er beregnet varians og afvigelse på disse.

Markedskursultimo pr. år.					
Carlsberg			OMXC25		
Årstal	Kurs	Udvikling	Årstal	Kurs	
2021	1.096,20	-1,00	2021	1.965,60	-1,00
2020	925,77	0,18	2020	1.688,20	0,16
2019	926,85	0,00	2019	1.264,40	0,34
2018	624,85	0,48	2018	994,92	0,27
2017	661,24	-0,06	2017	1.145,90	-0,13
Var.S		0,31007			
Covariance		0,28498			
Beta		0,92			

Figur 27 - Beregning af betaværdien Kilde: Egen tilvirkning.

Beta fastsættes til 0,92, som følge af variansberegning sammenholdt med afvigelsen over den fastsatte 5-årige periode. Det udledes heraf at aktien har en lavere risiko end markedet, da værdien er under 1.

Markedspræmie

Markedspræmie defineres som det merafkast som kompenserer CVC-Capital for de yderligere risici som er forbundet med investering i aktier frem for risikofrie værdipapirer. Markedets risikopræmie har længe været fastsat ud fra SKAT's fastlæggelse på omkring 4-6% i 2002, men vi har fastsat risikopræmien til 6% på baggrund af en undersøgelse lavet af PwC. (PwC, 2022)

$$\text{Ejernes afkastkrav} = 2\% + (0,92 \times 6\%) = 7,51 \%$$

Ejernes afkastkrav er estimeret til 7,51% på baggrund af den udarbejdede CAPM-model, som fremgår af ovenstående beregning.

6.2.3 Estimering af lånerente

Lånerenten er den effektive rente, som virksomheden betaler på sin gæld. For at beregne omkostningerne forbundet med gælden, er det essentielt finde den gennemsnitlige rente Carlsberg betaler for deres samlede gæld.

$$\text{Lånerente} = (\text{risk-free rate of return} + \text{credit spread}) \times (1 - \text{tax rate})$$

Risk-free rate of return → Risikofri rente

Credit spread → Risikotillæg

Tax rate → Selskabsskatteprocent

Risikofri rente

Den risikofrie rente er kendt, og forudsætningerne for denne fremgår af ovenstående afsnit 6.1.2.

Risikotillæg

Risikotillægget er et udtryk for det tillæg långiver ønsker for at kompensere for risikoen for at Carlsberg ikke kan tilbagebetale lånet. Kreditvurdering af virksomheden er derfor en nødvendig for kunne lave en antagelse af risikotillægget. Der er valgt at benytte et foruddefineret ratingskema, udarbejdet af Damodaran, som er en anerkendt finans professor med speciale i værdiansættelse af aktier. (Damodaran, 2022)

Carlsberg har offentligt tilgængeligt data på deres umiddelbare kreditvurdering, fra selskaberne Fitch og Moody's. De seneste offentlige vurderinger er fra 2020, hvor man scorede henholdsvis BBB+ ved Fitch og Baa2 ved Moody's. (Carlsberg Group 4, 2022) Disse risikovurderinger giver en credit spread på ca. 1,59% ifølge Damodarans skema, og ved de risici der er forbundet med usikkerheden på de østeuropæiske markeder, antages det at kreditvurderingen forringes ved usikkerhed om fremtidig indtjening. Derfor har vi antages at begge ratings stiger i risiko hvilket giver en credit spread på 1,93%.

Selskabsskatteprocent

Carlsbergs skatteprocent er fastsat til 24,7%, hvilket svarer til den effektive skattesats for Carlsberg A/S for 2021. Hvilket ligeledes er den skattesats vi har valgt at fremskrive budgettet med, dette fremgår af afsnit 5.5. (Ny Carlsberg Fondet, 2022)

$$\text{Lånerente} = (2\% + 1,93\%) \times (1 - 24,7\%) = 2,96\%$$

Lånerenten er estimeret til 2,96% på baggrund af samlet vurdering af risikofri rente, risikotillæg og selskabsskatteprocent, dette fremgår af ovenstående beregning.

6.2.4 Beregning af WACC

Alle variable som indgår i beregningen af WACC'en er nu kendte, jf., ovenstående afsnit, hvilket betyder at Carlsbergs vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger vil blive beregnet således.

$$\text{WACC} = (0,64 \times 7,51\%) + (0,36 \times 2,96\%) = 5,87\%$$

WACC'en er beregnet til 5,87%, og denne værdi vil derfor blive benyttet som diskonteringsfaktor i værdiansættelsen ved brug af DCF-modellen.

6.3 Fase 3 - Værdiansættelse af Carlsberg ud fra DCF-Model

Frit Cash-Flow (FCF) er kendt fra afsnit 6.1, hvor denne tabel blev udarbejdet.

Værdiansættelse af Carlsberg - DCF Modellen							
mio. kr.	Beregning / År 0	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
Omsætning		60.315	61.816	63.374	64.992	66.672	67.169
EBIT		-5.050	9.891	10.140	10.399	10.668	10.747
EBIT*(1-tax)		-3.248	8.077	8.281	8.492	8.712	8.777
+depreciation		4.612	4.222	4.327	4.436	4.549	4.667
-investeringer		1.100	4.801	4.920	5.043	5.170	5.215
-ændring i WCR		2.042	664	677	691	705	719
Frit Cash Flow		-1.778	6.834	7.011	7.195	7.386	7.510
Diskoteringsfaktor (1,05875) ^ t		-1.728	6.273	6.078	5.892	5.713	
Nutidsværdi FCF (2022B-2026B)		-1.680	6.455	6.622	6.796	6.976	
WACC	5,87%						
Vækst i terminalperiode	1,67%						
NPV af explicit forecast periode (2022B-2026B)	21.602						
Terminalværdi	178.749						
NPV af terminalværdi	134.363						
Enterprisevalue	155.965						
Markedsværdi af likvider	8.141						
Markedsværdi af rentebærende gæld	-31.932						
Værdi af egenkapital i	132.174						
Antal aktier (i mio.)	145						
Værdi pr. aktie	911,54						
Offentlig lukkekurs pr. 31.03.2021	830,00						
Afvigelse	9,82%						

Figur 28 - DCF-Modellen Kilde: Egen tilvirkning.

Terminalværdien defineres som $Terminalværdi = \text{Frit Cash Flow i terminalåret} / WACC - \text{Vækst i terminalperioden}$. Hvor Frit Cash Flow for terminalåret er 7.510 mio. DKK. / WACC'en på 5,87% som vi kender fra afsnit 6.2.4 - væksten i terminalåret som er fastsat til 1,67%. NPV af explicit forecast periode, defineres som nutidsværdien af frit cash flow for budgetperioden, beregnet til 21.602 mio. DKK. NPV af terminalværdi, defineres som nutidsværdien af frit cash flow for terminalåret, beregnet til 134.363 mio. DKK.

Samlet evaluation (EV), defineres som den samlede nutidsværdi af frit cash flow. Tillagt cash, defineres som likvider og er 1:1 med den værdi der er beregnet for budgetperioden, fratrasket gæld svarende til markedsværdien af rentebærende gæld.

Den samlede værdi af egenkapitalen ifølge DCF-beregningen er 132.174 mio. DKK., svarende til en værdi pr. aktie på 911,54 DKK. Dette er en afvigelse på 9,82% sammenlignet med den offentlige lukkekurs pr. 31 marts 2022 på Carlsbergs aktie på 830,00 DKK.

6.4 Multiple

For at understøtte værdiansættelsen estimeret ved brug af DCF-modellen, som enormt krævende i forhold til den store mængde data den er baseret på, er der foretaget en simplificeret værdiansættelse. Beregningen der er valgt, kræver ingen budgettering og minimal informationsindsamling om Carlsberg. Modellen gør brug af prismultiple, som er relative priser udledt af regnskabsmæssige nøgletal.

Afsnittet skal anses som supplement til beregningen fra afsnit 6.3, således vil den beregnede værdi blive sammenholdt. Dette har til formål at sandsynliggøre estimatet fra DCF-modellen, og dermed skabe større validitet for værdiansættelsen.

Ved beregning af multiple, er det besluttet at fortsat beregne på baggrund af sammenligning af de to største konkurrenter (Heineken, 2022) og (A.B. InBev, 2022). Der er valgt tre værdiindikatorer, Salg (P/S), Nettooverskud (P/E) og bogført værdi (P/B) som er beregnet i figur 29.

Prismultiple ved sammenligning af konkurrenter								
Mio	Navn	Forventet Nettoomsætning	Bogført værdi af nettooverskud	egenkapital	Markedsværdi	P/E	P/S	P/B
DKK	A.B Anbev	356.234	40.108	450.469	698.972	17,43	1,96	1,55
DKK	Heineken	162.943	24.731	115.618	371.033	13,42	2,28	3,21
DKK	Carlsberg	66.634	8.009	48.756	0,00	0,00	0,00	0,00
Gennemsnitlige multiple til beregning						15,42	2,12	2,38

Figur 29 - Prismultiple ved sammenligning af konkurrenter Kilde: Egen tilvirkning.

Det beregnede gennemsnit af ovenstående multiple er blevet anvendt til at estimere Carlsbergs værdi pr. 31.03.2022, se figur 30.

Navn	Gennemsnitlige multiple	Carlsberg	Carlsberg værdi	Fratrukket gæld	Carlsberg aktieværdi
P/E	15,42	8.009	123.511		851,80
P/S	2,12	66.634	141.237	23.791	809,97
P/B	2,38	48.756	116.059		800,41
Gennemsnitlige værdier			126.935		820,72

Figur 30 - Prismultiple ved sammenligning af konkurrenter Kilde: Egen tilvirkning.

Det fremgår af ovenstående tabeller at spredningen på de tre forskellige værdier er ekstremt lav, efter værdiansættelse på baggrund af multiple. Hvor P/E giver en værdi på 123.511 mio. DKK., P/S en værdi på 117.446 (141.237 - 23.791) mio.DKK. og P/B en værdi på 116.059 mio. DKK. Den gennemsnitlige værdi af disse giver en værdi på 126.935 mio. DKK., og med 145 mio. udestående aktier hos Carlsberg, giver dette en aktieværdi svarende til 820,72 DKK. pr. aktie den 31.03.2022.

Sammenholdt med DCF beregningen, får vi en forskel på 81,54 DKK. pr. aktie. Afvigelsen skyldes prismultiple er baseret på regnskabsmæssige nøgletal fra årsrapporterne 2021, hvor DCF-beregningen baseret på budgettering og regnskabsmæssige skøn. Hvor budgetterne er dannet på grundlag tilgængeligt data, frem til og med den 31.03.2022.

Udfordringen ved at sammenholde beregninger af kursværdier, er at tilgangen til beregningerne kan være forskellige, derfor vil være forskellige faktorer som bidrager til en afvigelse i kursværdien. Dette uddybes i afsnit 6.5, hvor der vil blive beregnet følsomhedsanalyse.

6.5 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen, er baseret på fremskrivning/budgettering, hvor man forudsætter værdier på regnskabsposter ud fra kendskab til Carlsberg, historik og indgående viden om branchen. Dette medfører en usikkerhed, da budgettering ikke er reelle tal, men nærmere en betragtning af øjebliksbilledet, samt en vurdering af fremtidige indtjeningssevne.

For at uddybe afsnit 6.4, er det essentielt at være opmærksom på at udfordringen i at sammenholde kursværdierne, findes ved den subjektive betragtning af fremtidige faktorer. Alt andet lige vil beregningsmetoden, og en evt. budgetperiode betragtes forskelligt, hvilket vil resultere i en forskel på kursværdien. Det er derfor svært at vælge en model frem for en anden, dog vil flere faktorer, bidrage positivt til at nå en konkret værdi.

Ændringer i aktiekursen vises i nedenstående tabel ved ændring i væksten i terminalperiode/WACC'en på 0,5%.

	Vækst i Terminal periode					
	Procent	0,67%	1,17%	1,67%	2,17%	2,67%
WACC	4,87%	962,41	1.093,79	1.266,22	1.502,52	1.846,24
	5,37%	835,90	936,90	1.065,19	1.233,57	1.464,32
	5,87%	733,79	813,45	911,54	1.037,38	1.201,82
	6,37%	649,65	713,81	791,62	887,96	1.010,33
	6,87%	579,14	631,70	694,38	770,39	864,49
	7,37%	519,20	562,89	614,24	675,47	749,72

Figur 31 - Følsomhedsberegning Kilde: Egen tilvirkning.

Ved ændring af vækst i terminalperioden på 0,5% vil værdien falde/stige med -98,09 DKK. eller 125,84 DKK., omregnet til -11% og 14%. Ved ændring af WACC'en på 0,5% vil værdien falde/stige

med -119,92 DKK. eller 153,65 DKK., omregnet til -13% og 17%. Det fremgår derfor af figur 31, at ændring af værdien på WACC'en er mere følsom end ændring af væksten i terminalperioden.

Som illustreret i figur 31, vil ændringen i værdiansættelsen være ekstremt følsom overfor ændring i WACC'en eller vækstraten i terminalperioden. I efterfølgende afsnit, afsnit 6.6 foretages en opsamling på værdiansættelsen, hvor afsnittet er sidestillet med en delkonklusion.

6.6 Opsamling på værdiansættelsen

CVC-Capital har jævnfør afgrænsningen i afsnit 1.3 ikke har vendt tilbage på vores henvendelse, angående interview omkring fastsættelse af Kapitalstruktur og WACC'en i forbindelse med potentielle investeringer.

Værdiansættelsen blev alternativt estimeret på baggrund af markedsværdier, og sammenligning af kapitalstruktur mm. til de to direkte konkurrenter, Heineken og A.B. Inbev.

CVC-Capital foretager størstedelen af deres investeringer på baggrund af sunde, veldrevne og pengestrømsgenererende virksomheder. Kapitalfonden oplyser selv at de er tiltrukket af virksomheder som, har stærke markedspositioner, fornuftige pengestrømme, produkter/serviceses som har et fundament for fornuftig indtjening uden udsving. (CVC-Capital, 2022)

Carlsbergs egenkapital blev på baggrund af afsnit 6.3 fastlagt til 132.174 mio. DKK., svarende til en værdi pr. aktie på 911,54 DKK. og en afvigelse på 9,82% sammenlignet med den offentlige lukkekurs pr. 31 marts 2022 på Carlsbergs aktie hvis kostpris var 830,00 DKK. pr. stk.

På baggrund af de beregnede fremtidige pengestrømme for Carlsberg og den udarbejdede DCF-model, vurderes virksomheden i stand til at leve op til CVC-Capitals forudsætninger for investering.

Det antages at CVC-Capital vil bevare den markedsbaseret kapitalstruktur, samt at kapitalfonden kan have en anden opfattelse af hvad Beta-værdien, samt Credit Spread bør være i forbindelse med beregning af WACC. Konsekvenserne i ændringerne af WACC'en blev beskrevet i afsnit 6.5 hvor figur 31 viser følsomheden for ændringen heraf.

Ved antagelse om at CVC-Capital har adgang til bedre lånevilkår, og derfor har en bedre kreditvurdering, kan det medføre en lavere Credit Spread, hvilket medfører et fald fra 1,93% til 1,29%. Samtidig antages det Beta-værdien alternativt fastsættes på baggrund af Damodarans brancheanalyser, hvorfor den falder fra 0,92 til 0,82. (Damodaran 2, u.d.) Ændringer af disse faktorer giver en ny beregnet WACC på 5,321%. Hvor Carlsberg nu har en værdi på 157.110 mio. DKK. eller en kursværdi på 1083,52 DKK. pr. aktie. som illustreret i bilag 9.6

7. Konklusion

Opgavens hovedformål har været at foretage en værdiansættelse af Carlsberg og besvare nedenstående hovedspørgsmål.

Hvilken handelsværdi har Carlsberg, ved et salg af virksomheden til CVC Capital pr. 31 marts. 2022? I givet fald, hvad vil CVC Capital få ud af opkøbet?

For at finde frem til en værdiansættelse af Carlsberg er der først foretaget interne og eksterne analyser af virksomheden og branchen, samt en regnskabsanalyse. Det indsamlede materiale herfra, har derefter dannet grundlag for budgetteringen, som afslutningsvis er benyttet til at finde frem til de variabler der indgår i selve værdiansættelsen.

Afsnit 3 - Den strategiske analyse del besvarer følgende undersøgelsesspørgsmål:

- *Hvordan er Carlsbergs strategiske position.*

Carlsberg gør meget for at holde sig konkurrencedygtige og for at sikre sig en strategisk stærk position blandt deres konkurrenter. Af de interne forhold som Carlsberg har fokus på, kan der nævnes SAIL27, som er Carlsbergs strategiske plan fra 2022 til 2027. Et andet sted hvor Carlsberg også gør en stor indsats, er vedrørende deres medarbejdere. Carlsberg har indført kampagnen Together Towards ZERO, til blandt andet at sikre medarbejdernes arbejdsmiljø. I forhold til Carlsbergs vækststrategier, fokuserer Carlsberg på både nuværende og nye produkter, fokuset er kun på det nuværende marked. Det vil sige at Carlsberg arbejder med markedspenetrering og produktudvikling.

I forhold til de eksterne strategiske faktorer, har Carlsberg lidt udfordringer. For det første er der moms og punktafgifter på Carlsbergs produkter, hvilket er penge som hverken Carlsberg eller forbrugerne får noget ud af, derudover har der været visse svindelsager i asien og konflikten mellem Rusland og Ukraine, som har påvirket Carlsberg. De sidste eksterne faktorer som har/kan påvirke Carlsberg, er substituerende produkter og rivaliseringen på markedet. Forbrugerne efterspørger mere og mere diverse cider produkter frem for øl, hvilket kan true Carlsberg, hvis de ikke tilpasser sig til efterspørgslen. Rivaliseringen på markedet er hård, idet der er tre store aktører (AB Inbev, Heineken og Carlsberg) som sidder på store dele af markedet.

Afsnittet, besvarer hvordan Carlsbergs strategiske position er i det samlede marked indenfor bryggerier, hvor der dette afsnit samtidig definerer hvordan Carlsbergs struktur er sammensat og hvem deres direkte konkurrenter er.

Afsnit 4 - Regnskabsanalysen besvarer følgende undersøgelsesspørgsmål:

- *Hvordan har regnskaberne de seneste 5 år udviklet sig.*

Overordnet set har regnskaberne udviklet sig i en positiv retning over de seneste 5 år. Omsætningen har været stigende over de seneste 5 år, dog er de variable omkostninger steget en smule mere end omsætningen, hvilket har medført at dækningsbidraget har været tæt på uændret. Længere nede i resultatopgørelsen har Carlsberg fået skåret ned på en stor del af deres kapacitetsomkostninger, hvilket medfører at Carlsbergs EBITDA bliver bedre år for år. De resterende omkostninger i resultatopgørelsen har også været faldende, hvilket sammen med de faldende kapacitetsomkostninger, har medført at resultatet efter skat har steget væsentligt fra år til år.

Afsnit 5 - Budgetteringen besvarer følgende undersøgelsesspørgsmål:

- *Hvordan påvirker Carlsbergs nuværende strategier fremtidig vækst, samt indtjening.*

Ved budgettering af Carlsberg, er afsættet på baggrund af virksomhedens nuværende strategier. Hvor det kan konkluderes at de nuværende strategier, vil påvirke fremtidig vækst positivt på alle tre hovedmarkeder. Det blev dog konstateret i afsnit 5.8 at de eksterne forhold have en negativ effekt på fremtidig vækst, i Central- og Østeuropa, samt Vesteuropa. Det betyder samlet set at vækststrategien Carlsberg har planlagt, først vil have endelig effekt i budgetåret 2026, hvor Carlsberg forventes at levere et bedre resultat efter skat end i år 2021. Det kan af de tre hovedmarkeder, udledes at Asien vil være det mest fordelagtige marked at fokusere vækstplanerne mod. Endeligt kan vurderes budgetterings øvrige poster udover omsætning, for følsomme, da alle posterne er stiger eller falder lineært med omsætningen.

Afsnit 6 - Værdiansættelsen besvarer følgende undersøgelsesspørgsmål:

- *Hvad er Carlsbergs beregnede WACC og vil CVC Capital have korrektioner til denne.*

I forbindelse med værdiansættelsen af Carlsberg, blev WACC fastlagt til 5,87%, på baggrund af en række variable. Den beregnede WACC, samt væksten i terminalperioden anses som værende vigtige faktorer i selve værdiansættelsen. For at understøtte den valgte DCF-model og værdiansættelsen heraf, blev der i samme forbindelse foretaget følsomhedsanalyser og beregning af multiple. Det antages at CVC-Capital kan have korrektioner til beregning af WACC, hvor følsomheden af ændringerne i faktorer i WACC'en er illustreret i afsnit 6.6.

Det konkluderes at et salg af Carlsberg til CVC Capital, vil samlet udgøre en værdi af egenkapitalen på 132.174 mio. DKK., svarende til en værdi på 911,54 DKK pr. aktie. Den offentlige lukkekurs på Carlsberg aktien den 31. marts 2022, var på 830,00 DKK. Dermed er der en afgivelse på 9,82%, på handelsværdien til CVC Capital, i forhold til den offentlige lukkekurs pr. 31. marts 2022. Det konkluderes at en potentiel ændring i WACC på ca. -0,5% vil afspejle en kursværdi på 1083,52 DKK, hvilket vil øge værdien af handlen for kapitalfonden.

Ved et opkøb af Carlsberg vil CVC Capital få en forventet rentabel investering med en stor indsigt på det asiatiske marked, og samtidig kan porteføljen bestående af blandt andet supermarkeder komplimenteres af Carlsbergs høje kendskabsgrad og position på markedet.

Investeringen kan skaleres og samlet bidrage positivt til en større organisk vækst for hele CVC Capitals portefølje.

8. Litteraturliste

- A.B. InBev. (12. 04 2022). *2021 Annual Report*. Hentet fra ab-inbev.com: https://www.ab-inbev.com/assets/pdfs/AB%20InBev%20-%202021%20Annual%20Report_FINAL.pdf
- Andersen, I. (2019). *Den skinbarlige virkelighed*. Samfundslitteratur.
- ANDERSEN, K. (1. 2 2022). *Inflationsspøgelse truer Carlsberg: "Det er med længder Carlsbergs største udfordring"*. Hentet 2. 4 2022 fra <https://fodevarewatch.dk/>: <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article13693247.ece>
- BarthHaas. (05. 04 2022). *Report 20/21*. Hentet fra baarthhaas.com: https://www.barthhaas.com/fileadmin/user_upload/kampagnen/barthhaas_bericht/BarthHaas_Report_Hops_2020_21.pdf
- Bjerre, J. (17. 2 2021). *Middellevetiden er steget*. Hentet 8. 4 2022 fra <https://www.dst.dk/>: <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/nyt/NytHtml?cid=32355>
- Brewers Of Europe - Side 11. (14. 03 2022). *European Beer Trends*. Hentet fra brewersofeurope.org: <https://brewersofeurope.org/uploads/mycms-files/documents/publications/2020/european-beer-trends-2020.pdf>
- Bryggeriforeningen. (10. 4 2022). *Klima og bæredygtighed*. Hentet fra <https://bryggeriforeningen.dk/>: <https://bryggeriforeningen.dk/ansvarlighed/klima-og-baeredygtighed/>
- BUCH, M. S. (20. 7 2021). *Carlsberg har milliardaktiviteter i udskældt kinesisk provins*. Hentet 23. 3 2022 fra <https://policywatch.dk/>: <https://policywatch.dk/nyheder/global/article13142189.ece>
- Calnan, M. (1. 6 2015). <https://employeebenefits.co.uk>. Hentet fra Carlsberg offers staff a refreshing approach to total reward: <https://employeebenefits.co.uk/issues/june-2015/carlsberg-offers-staff-a-refreshing-approach-to-total-reward/>
- Cancer.dk. (4. 4 2022). *12. Danske unges alkoholforbrug*. Hentet fra <https://www.cancer.dk/>: <https://www.cancer.dk/dyn/resources/File/file/5/4105/1409743812/12.-danske-unges-alkoholforbrug.pdf>
- Carlsberg. (3. 3 2022). *Carlsbergs indflydelse på dansk kultur*. Hentet fra <https://www.carlsbergdanmark.dk/>: <https://www.carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/carlsbergs-kulturarv/>
- Carlsberg. (5. 3 2022). *HISTORIEN OM CARLSBERG OG DEN GAMLE BRYGGERIGRUND*. Hentet fra <https://www.carlsbergbyen.dk/>: <https://www.carlsbergbyen.dk/om-carlsbergbyen/historie>

- Carlsberg. (3. 2 2022). *OUR NEW STRATEGY – SAIL '27*. Hentet fra
<https://www.carlsberggroup.com/>:
https://www.carlsberggroup.com/media/48819/05_03022022_sail-27.pdf
- Carlsberg Group 1. (14. 03 2022). *Carlsberg Group launches new strategy to reach 3-5% revenue growth the next 5 years*. Hentet fra <https://www.carlsberggroup.com/>:
<https://www.carlsberggroup.com/newsroom/carlsberg-group-launches-new-strategy-to-reach-3-5-revenue-growth-the-next-5-years/>
- Carlsberg Group 2. (15. 03 2022). *IR Corporate Presentation*. Hentet fra
<https://www.Carlsberggroup.com>: <https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/investor-home/reports-downloads/>
- Carlsberg Group 3. (28. 03 2022). *Carlsberg Group to leave Russia*. Hentet fra
CarlsbergGroup.com: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/carlsberg-group-to-leave-russia/>
- Carlsberg Group 4. (16. 04 2022). *Debt Investor*. Hentet fra CarlsbergGroup.com:
<https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/debt-investor/#Rating>
- Carlsberg Group 5. (28. 03 2022). *Carlsberg Group in China*. Hentet fra Carlsberggroup.com:
<https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/global-presence/china/>
- carlsbergdanmark.dk. (18. 3 2022). *Hvorfor skal du vælge DraughtMaster?* Hentet fra
<https://shop.carlsbergdanmark.dk/>:
<https://shop.carlsbergdanmark.dk/DraughtMaster/Hvorfor-DraughtMaster>
- Carlsbergdanmark.dk. (10. 4 2022). *ZERO ACCIDENTS CULTURE*. Hentet fra
<https://carlsbergdanmark.dk/>: <https://carlsbergdanmark.dk/baeredygtighed/vores-ambitioner/zero-accidents-culture/>
- Carlsbergfondet. (5. 3 2022). *Carlsberg – et hjerte af bygmalt, humle, gær og vand*. Hentet fra
<https://www.carlsbergfondet.dk/>: <https://www.carlsbergfondet.dk/da/Om-fondet/Carlsbergfondet/Carlsbergfamilien/Carlsberg-Group>
- CSR.DK. (23. 4 2018). *Verdens største bryggeri finder klimavenlig måde at lave øl på*. Hentet 10. 4 2022 fra <https://csr.dk/>: <https://csr.dk/verdens-største-bryggeri-finder-ny-klimavenlig-måde-lave-øl-på>
- CVC Capital 1. (3. 3 2022). *Portfolio Companies*. Hentet fra <https://www.cvc.com/>:
<https://www.cvc.com/private-equity/investments/portfolio-companies>
- CVC Capital 2. (5. 3 2022). *Europe and the Americas*. Hentet fra https://www.cvc.com:
<https://www.cvc.com/private-equity/europe-and-the-americas>

- CVC Capital 3. (5. 3 2022). *About*. Hentet fra <https://www.cvc.com>:
<https://www.cvc.com/about/our-firm>
- CVC Capital 4. (5. 3 2022). *Responsible Investing*. Hentet fra <https://www.cvc.com/>:
<https://www.cvc.com/responsibility/responsible-investing>
- CVC-Capital. (19. 03 2022). *Europe and the Americas*. Hentet fra [cvc.com](https://www.cvc.com/private-equity/europe-and-the-americas):
<https://www.cvc.com/private-equity/europe-and-the-americas>
- CVR. (4. 4 2022). *CARLSBERG A/S*. Hentet 26. 4 2022 fra <https://datacvr.virk.dk>:
<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/61056416?fritekst=carlsberg&sideIndex=0&size=10>
- Damodaran 2. (u.d.). *Betas - NYU Stern*. Hentet 30. 04 2022 fra pages.stern.nyu.edu:
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Damodaran. (18. 04 2022). *Credit Spread/Rating*. Hentet fra [Pages.Stern.NYE.edu](https://pages.stern.nyu.edu):
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
- Danmarks statistik. (8. 4 2022). *3,4 pct. flere fødte i første kvartal 2021*. Hentet fra <https://www.dst.dk/>: <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/nyt/NytHtml?cid=31821>
- Danmarkshistorien.dk. (5. 3 2022). *Carlsberg, 1847-2013*. Hentet fra <https://danmarkshistorien.dk/>:
<https://danmarkshistorien.dk/vis/materiale/carlsberg-1847-2013/>
- Danskerhverv. (4. 3 2020). *Danskernes grænsehandel*. Hentet fra <https://www.danskerhverv.dk/>:
<https://www.danskerhverv.dk/siteassets/mediafolder/dokumenter/01-analyser/analysenotater-2020/25.-danskernes-gransehandel.pdf>
- Det europæiske råd. (12. 6 2021). *Rusland: EU forlænger de økonomiske sanktioner på grund af destabiliseringen af Ukraine med 6 måneder*. Hentet 17. 3 2022 fra <https://www.consilium.europa.eu/>: <https://www.consilium.europa.eu/da/press/press-releases/2021/07/12/russia-eu-prolongs-economic-sanctions-over-the-destabilisation-of-ukraine-by-six-months/>
- Dixon, E. (20. 5 2021). *Bundesliga clubs break off private equity investment talks*. Hentet 9. 4 2022 fra <https://www.sportspromedia.com/>: <https://www.sportspromedia.com/news/bundesliga-private-equity-investment-talks-tv-rights-kkr-bridgepoint-cvc/>
- emcdda.europa. (31. 12 2021). *Det europæiske overvågningscenter for narkotika og narkotikamisbrug*. Hentet 4. 4 2022 fra <https://www.emcdda.europa.eu/>:
https://www.emcdda.europa.eu/system/files/publications/927/TD3012613DAC_399956.PDF
- Erhvervsstyrelsen. (7. 5 2021). *Krav til årsrapportens indhold*. Hentet 25. 4 2022 fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/>: <https://erhvervsstyrelsen.dk/krav-til-aarsrapportens-indhold>

EU Parlamentet. (15. 6 2020). *Emballage og emballageaffald*. Hentet 14. 4 2022 fra <https://eur-lex.europa.eu/>: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:l21207&from=SV>

europa.eu. (19. 4 2022). *Punktafgiftspligtige varer*. Hentet fra <https://europa.eu/>: https://europa.eu/youreurope/business/taxation/excise-duties-eu/product-excise-duties/index_da.htm#alcohol

Europaparlamentet. (8. 4 2022). *Demografiske udsigter for Den Europæiske Union 2021*. Hentet fra <https://www.europarl.europa.eu/>: https://www.europarl.europa.eu/EPRS/graphs/2021-Demography_DA.pdf

Falconinvest. (3. 3 2022). *Viden der gør os klogere*. Hentet fra <https://falconinvest.dk/>: <https://falconinvest.dk/c25-indeks-omxc25-info-kurs-indhold-danske-aktier/>

fodevarewatch. (28. 10 21). *Carlsberg: Råvareprisløft skal ikke kun kompenseres ved dyrere øl*. Hentet 3. 4 2022 fra <https://fodevarewatch.dk/>: <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article13411800.ece>

Forlaget colombus. (4. 4 2022). *Hvordan bruger du teori?* Hentet fra <https://metodebogen.ibog.forlagetcolumbus.dk/>: <https://metodebogen.ibog.forlagetcolumbus.dk/?id=136&loopRedirect=1>

Friis, L. (7. 5 2013). *Carlsberg klar med 25 milliarder til opkøb*. Hentet 28. 3 2022 fra Berlingske.dk: <https://www.berlingske.dk/virksomheder/carlsberg-klar-med-25-milliarder-til-opkoeb>

Færch, E. (1. 6 2021). *Kina tillader tre børn – men det er næppe nok til at løse landets største udfordring*. Hentet 8. 4 2022 fra <https://nyheder.tv2.dk/>: <https://nyheder.tv2.dk/udland/2021-06-01-kina-tillader-tre-boern-men-det-er-naeppe-nok-til-at-loese-landets-stoerste>

Fødevarewatch. (5. 4 18). *Carlsberg i rødt efter rygter om PET-forbud i Rusland fra 2019*. Hentet fra <https://fodevarewatch.dk/>: <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article10485714.ece>

Hansen, P. S. (29. 1 2021). *Den danske drukkultur hylder den stangstive fulderik*. Hentet 6. 4 2022 fra <https://www.information.dk/>: <https://www.information.dk/debat/2021/01/danske-drukkultur-hylder-stangstive-fulderik>

Havard Business School. (20. 03 2022). *The Five Forces*. Hentet fra [isc.hbs.edu](https://www.isc.hbs.edu/): <https://www.isc.hbs.edu/strategy/business-strategy/Pages/the-five-forces.aspx>

Heineken. (20. 03 2022). *Heineken N.V. Annual Report 2021*. Hentet fra [theheinekencompany.com](https://www.theheinekencompany.com/): <https://www.theheinekencompany.com/sites/theheinekencompany/files/Investors/financial-information/results-reports-presentations/heineken-nv-annual-report-2021-25-02-2022.pdf>

Jacobsen, C. (8. 6 2021). *Momssatser i EU*. Hentet 1. 4 2022 fra <https://shipmondo.com/>: <https://shipmondo.com/dk/blog/momssatser-i-eu/>

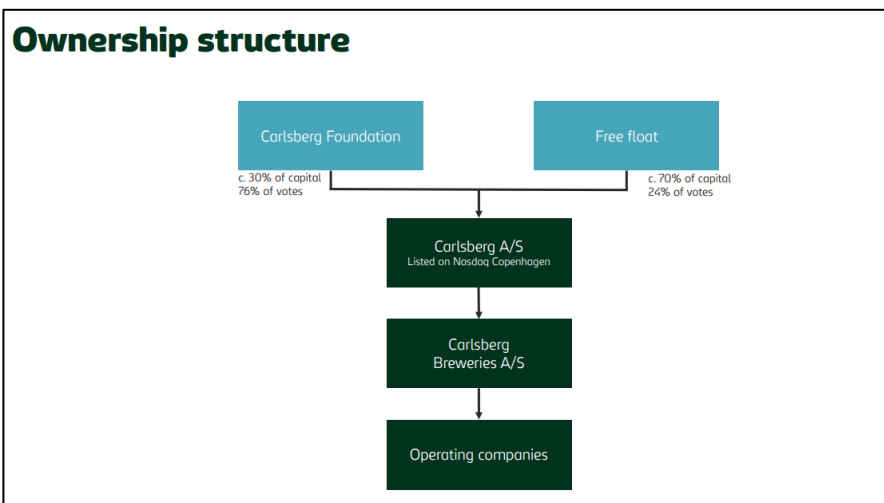
- Jacobsen, S. S. (17. 03 2022). *Carlsberg hilser øget konkurrence i Norden velkommen*. Hentet fra FødevareWatch.dk: <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article13705688.ece>
- jaygalbraith.com. (18. 3 2022). *About Jay*. Hentet fra <https://www.jaygalbraith.com/>:
<https://www.jaygalbraith.com/about/about-jay>
- Jensen, H. (12. 10 2020). *Interne dokumenter afslører: Carlsberg-øl var centrale i omfattende svindel med afgifter*. Hentet 29. 3 2022 fra <https://www.berlingske.dk/>:
<https://www.berlingske.dk/virksomheder/interne-dokumenter-afsloerer-carlsberg-ol-var-centrale-i-omfattende>
- Jobindex. (12. 4 2022). *Vil du med på holdet?* Hentet fra <https://www.jobindex.dk/>:
<https://www.jobindex.dk/virksomhed/7172/carlsberg/om-virksomhed>
- Kongsgaard, H. (12. 04 2022). *Danske leverandører kan sænke omkostninger i boomende bryggerisegment*. Hentet fra Food-Supply.dk: https://www.food-supply.dk/article/view/595715/danske_leverandorer_kan_saenke_omkostninger_i_boomende_bryggerisegment
- KRAGBALLE, S. (28. 9 21). *Trecifret millionbøde til Carlsberg i Indien*. Hentet 30. 3 2022 fra <https://finans.dk/>: <https://finans.dk/erhverv/ECE13319561/trecifret-millionboede-til-carlsberg-i-indien/?ctxref=ext>
- Kunstig intelligens smager på fremtidens øl*. (9. 4 2022). Hentet fra <https://egn.com/>:
<https://egn.com/dk/kunstig-intelligens-smager-pa-fremtidens-ol/>
- Landbrug & Fødevarer. (28. 03 2022). Hentet fra if.dk: <https://lf.dk/om-os/sektorer-og-sektioner/froesektionen/froeavleren/leder/arkiv/2021/nr-4>
- Larsen, S. H. (10. 11 2020). *Over 800.000 danskere drikker for meget: Sådan dropper du de ligegyldige genstande*. Hentet 6. 4 2022 fra <https://www.cancer.dk/>:
<https://www.cancer.dk/nyheder/over-800000-danskere-drikker-for-meget-saadan-dropper-du-de-ligegyldige-genstande/>
- lederindsigt. (13. 4 2022). *Ansoffs vækstmatrice*. Hentet fra <https://lederindsigt.dk/>:
<https://lederindsigt.dk/vaerktoejer-skabeloner/strategi-og-forretningsudvikling/ansoffsvaekstmatrice/>
- marketingteorier. (12. 4 2022). *PESTEL Analyse*. Hentet fra <https://marketingteorier.dk/>:
<https://marketingteorier.dk/pestel-analyse>
- MARKETWIRE. (8. 9 21). <https://fodevarewatch.dk/>. Hentet fra Analytiker: Modvind på indkøb nærmer sig regulær storm for Carlsberg :
<https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article13263160.ece>
- Michael E. Porter. (22. 4 2022). <https://www.hbs.edu>. Hentet fra Michael E. Porter:
<https://www.hbs.edu/faculty/Pages/profile.aspx?facId=6532>

- Modernbusiness. (10. 4 2022). *https://modernbusiness.dk/*. Hentet fra Hvad er en PESTEL analyse?
: *https://modernbusiness.dk/pestel-analyse/*
- Nasdaq Nordic. (3. 3 2022). *Nasdaq Copenhagen introducerer Copenhagen 25*. Hentet fra
https://view.news.eu.nasdaq.com/:
https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bae142ab97e1595b8f27fdd912b74e874&lang=da
- Nielsen, U. H. (2. 9 2021). *Carlsberg vinder Årsrapportprisen 2021*. Hentet fra *https://www.fsr.dk/*:
https://www.fsr.dk/carlsberg-vinder-aarsrapportprisen-2021
- Npinvestor. (28. 04 2022). Hentet fra npinvestor.dk: *https://npinvestor.dk/nyheder/carlsberg-h2-central-og-%C3%B8steuropa-leverer-bedre-end-ventet-salg*
- Ny Carlsberg Fondet. (12. 04 2022). *Indtægter og skatteforhold*. Hentet fra Ny-carlsbergfondet.dk:
https://www.ny-carlsbergfondet.dk/da/om-fondet/indtaegter-og-skatteforhold
- OECD. (8. 4 2022). *Health at a Glance: Europe 2020*. Hentet fra *https://read.oecd-ilibrary.org/*:
https://read.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/health-at-a-glance-europe-2020_82129230-en#page115
- Persson, C. P. (25. 1 2018). *Hvorfor kan asiater ikke tåle alkohol?* Hentet 5. 4 2022 fra
https://videnskab.dk/: *https://videnskab.dk/krop-sundhed/hvorfor-kan-asiater-ikke-taale-alkohol*
- PwC. (26. 04 2022). *Værdiansættelse af virksomheder*. Hentet fra
https://www.pwc.dk/da/publikationer/2020/vaerdiansaettelse-af-virk-publ.pdf
- Rsm.global. (23. 4 2022). *Regnskabsklasser*. Hentet fra *https://www.rsm.global/*:
https://www.rsm.global/denmark/da/regnskabsklasser-0
- RAASTRUP, N. (7. 2 2022). *Slagsmål med asiatisk partner kan presse Carlsberg ud af vigtigt vækstmarked*. Hentet fra *https://finans.dk/*:
https://finans.dk/erhverv/ECE13708340/slagsmaal-med-asiatisk-partner-kan-presse-carlsberg-ud-af-vigtigt-vaekstmarked/?ctxref=ext
- Schou, P. (13. 04 2022). *Marked (Økonomisk begreb)*. Hentet fra *denstoredanske.lex.dk*:
https://denstoredanske.lex.dk/marked_-_%C3%B8konomisk_begreb#-Oligopoler_og_monopolistisk_konkurrence
- SEGAL, T. (16. 1 2021). *Why Would a Company Buy Back Its Own Shares?* Hentet 15. 3 2022 fra
https://www.investopedia.com/: *https://www.investopedia.com/ask/answers/042015/why-would-company-buyback-its-own-shares.asp*
- SKAT. (1. 4 2018). *Reglerne om emballageafgift ændres*. Hentet 12. 4 2022 fra *https://skat.dk/*:
https://skat.dk/skat.aspx?oid=2286220

- Statista. (12. 04 2022). *Marketing expenses of Carlsberg worldwide from 2007 to 2021*. Hentet fra Statista.com: <https://www.statista.com/statistics/957252/carlsberg-marketing-expenses/#professional>
- Sundheds- og ældredvalget. (1. 1 2017). *BILAG - FAKTA OM UNGE, ALKOHOL OG ALDERSGRÆNSER*. Hentet 6. 4 2022 fra <https://www.ft.dk/>: <https://www.ft.dk/samling/20161/almdel/suu/bilag/329/1758605.pdf>
- Sundhedsstyrelsen. (8. 4 22). *Unges alkoholforbrug*. Hentet fra <https://www.sst.dk/>: <https://www.sst.dk/da/viden/alkohol/fakta-om-alkohol/unges-alkoholforbrug>
- Sørensen, O. (2022). *Regnskabsanalyse og værdiskabelse - En praktisk tilgang (6. udg.)*.
- Thomsen, J. A. (15. 03 2022). *Carlsberg vil ikke boykotte Rusland: 'Vi har taget faste skridt'*. Hentet fra <https://www.dr.dk/>: <https://www.dr.dk/nyheder/penge/carlsberg-vil-ikke-boykotte-rusland-vi-har-taget-faste-skridt>
- Thomsen, J. A. (15. 3 2022). *Carlsberg vil ikke boykotte Rusland: 'Vi har taget faste skridt'*. Hentet fra <https://www.dr.dk/>: <https://www.dr.dk/nyheder/penge/carlsberg-vil-ikke-boykotte-rusland-vi-har-taget-faste-skridt>
- Thomsen, J. A. (28. 3 2022). *Carlsberg vil ud af Rusland: 'Det rette at gøre'*. Hentet fra <https://www.dr.dk/>: <https://www.dr.dk/nyheder/penge/carlsberg-forlader-rusland>
- Topsøe-Jensen, J. W. (3. 5 2021). *Kinesisk techgigant lancerer førerløs taxaservice*. Hentet 9. 4 2022 fra <https://ing.dk/>: <https://ing.dk/artikel/kinesisk-techgigant-lancerer-foererloes-taxaservice-246318>
- Williams, I. (15. 12 2020). *Rangordnet: Den miljømæssige effekt af fem slags sodavandsbeholdere*. Hentet 10. 4 2022 fra <https://pro.ing.dk/>: <https://pro.ing.dk/wastetech/holdning/rangordnet-den-miljoemaessige-effekt-af-fem-slags-sodavandsbeholdere>
- Aaby, A. (17. 6 2021). *Priser på søfragt stikker af – og det er dårligt nyt*. Hentet 3. 4 2022 fra <https://dansklyskilde.dk/>: <https://dansklyskilde.dk/priser-paa-soefragt-stikker-af-og-det-er-daarligt-nyt/>

9 Bilag

9.1 Bilag - Ejerstruktur



Carlsberg shares and ownership

Key share data

	Carlsberg A	Carlsberg B
No of shares	33,699,252	111,557,554
Currency	DKK	DKK
Stock market	NASDAQ OMX Copenhagen	NASDAQ OMX Copenhagen
ISIN	DK001018167-6	DK001018175-9
Symbol	CARL A	CARL B
Reuters	CARLa.CO	CARLb.CO
Bloomberg	CARLA DC	CARLB DC
Votes per share	20	2
Par value	20	20

Major shareholders

Company	Ownership, end of 2021
The Carlsberg Foundation	c. 30% of capital 76% of votes
Massachusetts Financial Services Company	> 5% of capital

Geographical break-down of shareholders, free float¹

Geography	Ownership, end of 2021
USA	42%
UK	17%
DK	16%
Other	25%

¹ Excluding The Carlsberg Foundation

9.2 Bilag - Resultatopgørelse

mio. kr.	2017R	2018R	2019R	2020R	2021R
Omsætning	61.808	62.503	65.902	58.541	66.634
- Vest Europa	36.306	36.151	36.317	31.547	30.501
- Asien	10.878	15.530	18.416	16.959	19.459
- Central og østeuropa	14.554	10.780	11.097	10.010	16.665
- ikke fordelt	70	42	72	25	9
Variable omkostninger	30.325	31.283	33.264	30.180	35.307
Dækningsbidrag	31.483	31.220	32.638	28.361	31.327
Kapacitetsomkostninger	17.900	17.800	17.631	14.276	15.853
EBITDA	13.583	13.420	15.007	14.085	15.474
Afskrivninger	4.707	4.091	4.542	4.386	4.612
EBIT	8.876	9.329	10.465	9.699	10.862
Finansielle omkostninger	5.353	810	237	658	634
EBT	3.523	8.519	10.228	9.041	10.228
Skat	1.458	2.386	2.751	2.233	2.219
Resultat efter skat (EAT)	2065	6133	7477	6808	8009

9.3 Bilag - Balance

mio. kr.	2016R	2017R	2018R	2019R	2020R	2021R
- Goodwill	52.864	50.497	50.929	52.908	50.492	52.484
- Varemærker	21.646	15.690	14.723	15.955	14.629	14.950
- Andre immaterielle aktiver	2.226	1.606	1.216	942	940	1.041
Immaterielle aktiver i alt	76.736	67.793	66.868	69.805	66.061	68.475
- Grunde og bygninger	9.722	9.274	9.815	10.999	11.063	11.330
- Anlæg og maskiner	11.363	10.928	11.513	11.768	10.324	10.619
- Driftsmidler og inventar	4.725	4.123	4.066	5.119	4.912	4.699
- Aktiver tilbageholdt ved salg	125	-	-	-	-	191
Anlægsaktiver i alt	25.935	24.325	25.394	27.886	26.299	26.839
- Likvider	3.502	3.462	5.589	5.222	8.093	8.344
- Varedebitorer	5.485	4.611	5.084	5.339	3.725	5.710
- Varebeholdning	3.963	3.834	4.435	4.751	4.613	5.391
- Andre tilgodehavender	6.584	5.960	5.768	5.753	5.837	6.452
- Mellemregninger	4.701	4.266	4.562	4.364	4.188	5.172
Omsætningsaktiver i alt	24.235	22.133	25.438	25.429	26.456	31.069
Aktiver i alt	126.906	114.251	117.700	123.120	118.816	126.383
Egenkapital	53.650	49.525	47.889	46.035	43.362	48.756
- Lån	21.137	23.340	16.750	20.879	29.291	22.755
- Pensions forpligtelser	4.878	3.351	2.908	3.299	2.934	2.345
- Udskudt skat	6.250	5.601	5.659	6.503	6.265	6.350
- Hensættelser	3.642	3.611	3.827	4.037	3.319	2.446
- Andre forpligtelser	3.199	3.757	6.186	9.056	5.196	449
Langfristet gæld i alt	39.106	39.660	35.330	43.774	47.005	34.345
- Kortfristet lån	9.067	849	7.233	4.112	959	6.167
- Kreditorer	13.497	13.474	16.199	17.149	16.598	20.642
- Pant på returemballage	1.681	1.576	1.583	1.545	1.276	1.504
- Hensættelser	722	591	1.100	1.663	1.277	942
- Skat	935	931	878	999	925	1.350
- Andre forpligtelser	8.248	7.645	7.488	7.843	7.414	12.677
Kortfristet gæld i alt	34.150	25.066	34.481	33.311	28.449	43.282
Passiver i alt	126.906	114.251	117.700	123.120	118.816	126.383

9.4 Bilag – Budgettering af vækst i omsætning

mio. kr.		2017R	2018R	2019R	2020R	2021R		
Omsætning		61.738	62.461	65.830	58.516	66.625		
Procentvis ændring			1,2%	5,4%	-11,1%	13,9%		
- Vest Europa		58,8%	57,9%	55,2%	53,9%	45,8%		
-Asien		17,6%	24,9%	28,0%	29,0%	29,2%		
- Central og østeuropa		23,6%	17,3%	16,9%	17,1%	25,0%		
mio. kr.		2017R	2018R	2019R	2020R	2021R		
- Vest Europa		36.306	36.151	36.317	31.547	30.501	CAGR	
Procentvis ændring			-0,4%	0,5%	-13,1%	-3,3%	-3,42%	
Andel af samlede omsætning		58,8%	57,9%	55,2%	53,9%	45,8%		
mio. kr.		2017R	2018R	2019R	2020R	2021R		
-Asien		10.878	15.530	18.416	16.959	19.459	CAGR	
Procentvis ændring			42,8%	18,6%	-7,9%	14,7%	12,33%	
Andel af samlede omsætning		17,6%	24,9%	28,0%	29,0%	29,2%	5,80%	
mio. kr.		2017R	2018R	2019R	2020R	2021R		
- Central og østeuropa		14.554	10.780	11.097	10.010	16.665	CAGR	
Procentvis ændring			-25,9%	2,9%	-9,8%	66,5%	2,74%	
Andel af samlede omsætning		23,6%	17,3%	16,9%	17,1%	25,0%		
- ikke fordelt, fratrullet oms		70	42	72	25	9		
- Central og østeuropa		14.554	10.780	11.097	10.010	16.665		
Ruslands andel af oms					6405	6537		
Rusland nedskrevet til 0					3.605	10.128		
Ukraine andel af oms						844		
Ukraine nedskrevet til 1/3						-557		
Nedskrevet værdi						9.571		
mio. kr.		2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
Omsætning		66.625	60.315	61.816	63.374	64.992	66.672	67.169
Procentvis ændring		13,9%	-9,5%	2,5%	2,5%	2,6%	2,6%	0,7%
- Vesteuropa		45,8%	50,8%	50,1%	49,3%	48,6%	47,8%	47,6%
- Asien		29,2%	33,2%	34,0%	34,9%	35,7%	36,5%	36,8%
- Central og østeuropa		25,0%	15,9%	15,9%	15,8%	15,7%	15,6%	15,6%
mio. kr.		2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
- Vesteuropa		30.501	30.654	30.960	31.270	31.582	31.898	31.978
Budgetteret vækst i %			0,50%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	0,25%
mio. kr.		2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
- Asien		19.459	20.043	21.045	22.097	23.202	24.362	24.728
Budgetteret vækst i %			3,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	1,50%
mio. kr.		2021R	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal
- Central og østeuropa		16.665	9.619	9.811	10.007	10.208	10.412	10.464
Budgetteret vækst i %			0,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	0,50%

9.5 Bilag – Budgetterede resultatopgørelse

mio. kr.	2022B	2023B	2024B	2025B	2026B	Terminal	Procentsatser			
- Vesteuropa	30.654	30.960	31.270	31.582	31.898	31.978				
- Asien	20.043	21.045	22.097	23.202	24.362	24.728				
- Central og østeuropa	9.619	9.811	10.007	10.208	10.412	10.464				
Omsætning i alt	60.315	61.816	63.374	64.992	66.672	67.169			1. VO	
Driftsomkostninger	-46.443	-47.598	-48.798	-50.044	-51.337	-51.720	-77%	=	2. Kapacitetsomkostninger	
EBITDA	13.872	14.218	14.576	14.948	15.335	15.449				
Afskrivninger	-4.222	-4.327	-4.436	-4.549	-4.667	-4.702	7%			
Nedskrivninger	-14.700	0	0	0	0	0				
EBIT	-5.050	9.891	10.140	10.399	10.668	10.747	-8%	16%		
Finansielle omkostninger	-603	-618	-634	-650	-667	-672				
EBT	-5.653	9.272	9.506	9.749	10.001	10.075				
Skat	1.413	-2.318	-2.377	-2.437	-2.500	-2.519	25%			
EAT	-3.636	7.572	7.763	7.962	8.167	8.228				

9.6 Bilag – Ændring af forhold jf. CVC-Capital

Kapitalstruktur 2021					
Virksomhed	Regnskabsår	Egenkapital, mio.	Samlet Balancesum, mio. kr	EK andel	Gældsandel
Heineken	2021	129.129	363.444	0,36	0,64
Anheuser	2021	520.470	1.427.633	0,36	0,64
Gennemsnits værdi				0,36	0,64
Ejernes forrentningskrav			Estemering af lånerenten		
Risikofri rente	2,00%		Risikofri rente	2,00%	
Beta	0,82		Selskabsspecifikt risikotillæg	1,29%	
Markedets risikopræmie	6,00%		Selskabsskatteprocent	24,70%	
Ejernes forrentningskrav -	6,92%		Lånerente - rg	2,48%	
WACC	5,321%				
WACC		5,32%			
Vækst i terminalperiode		1,67%			
NPV af explicit forecast periode (2022B-2026B)		22.021			
Terminalværdi		205.895			
NPV af terminalværdi		158.881			
Enterprisevalue		180.901			
Markedsværdi af likvider		8.141			
Markedsværdi af rentebærende gæld		-31.932			
Værdi af egenkapital I		157.110			
Antal aktier (i mio.)		145			
Værdi pr. aktie		1.083,52			
Offentlig lukkekurs pr. 31.03.2021		830,00			
Afvigelse		30,54%			