

Strategisk analyse og værdiansættelse af Carlsberg A/S

Navn:	Mikkel Fonager Jensen
Studienummer:	20212313
Vejleder:	Allan Damsgaard
Dato:	12.12.2023
Antal sider:	59
Anslag:	127.380



PROBABLY THE BEST BEER IN THE WORLD



AALBORG
UNIVERSITET



Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	4
INDLEDNING	5
PROBLEMFORMULERING	5
AFGRÆNSNING	6
METODE	7
OPGAVESTRUKTUR	7
KILDEKRITIK	9
VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE	10
HISTORIE	10
EJERSTRUKTUR	11
MISSION, VISION OG STRATEGI	12
<i>Sail'27</i>	12
STRATEGISK ANALYSE AF CARLSBERG	14
VÆRDIKÆDEANALYSE	14
<i>Indgående logistik</i>	14
<i>Produktion</i>	15
<i>Udgående logistik</i>	16
<i>Markedsføring og salg</i>	16
<i>Service efter salg</i>	17
<i>Virksomhedens infrastruktur</i>	17
<i>Menneskelige ressourcer</i>	18
<i>Produkt - og teknologiudvikling</i>	20
<i>Indkøb</i>	21
GENERISKE STRATEGIER	21
ANSOFFS VÆKSTMATRICE	22
PESTEL-ANALYSE	23
<i>Political (Politiske forhold)</i>	23
<i>Economic (Økonomiske forhold)</i>	25
<i>Social (Sociokulturelle forhold)</i>	26
<i>Technological (Teknologiske forhold)</i>	27
<i>Environmental (Miljømæssige forhold)</i>	28
<i>Legal (lovgivningsmæssige forhold)</i>	28
PORTERS FIVE FORCES	29
<i>Truslen fra potentielle indtrængere</i>	29
<i>Truslen fra substituerende produkter</i>	30
<i>Kundernes forhandlingsstyrke</i>	30
<i>Leverandørernes forhandlingsstyrke</i>	32
<i>Konkurrencesituationen i branchen</i>	32
SWOT-ANALYSE	32
TOWS-ANALYSE	34
DELKONKLUSION: HVORDAN PÅVIRKER DE STRATEGISKE FORHOLD VÆRDIANSÆTTTELSEN?	36
REGNSKABSANALYSE	36
ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS	36

REFORMULERING AF BALANCE.....	37
RENTABILITETSANALYSE.....	39
<i>Special Items</i>	39
<i>Omsætning, resultat og solgte liter</i>	40
<i>Afkastningsgrad (ROIC)</i>	41
<i>Overskudsgraden</i>	41
<i>Aktivernes omsætningshastighed</i>	42
<i>Soliditetsgrad</i>	42
<i>Egenkapitalens forrentning (ROE)</i>	43
BENCHMARKING.....	44
DELKONKLUSION: HVORDAN PÅVIRKER DE REGNSKABSMÆSSIGE FAKTORER VÆRDIANSÆTTELSEN?	44
BUDGETTERING	44
NETTOOMSÆTNING	45
<i>Vesteuropa</i>	45
<i>Asien</i>	45
<i>Central- og Østeuropa</i>	46
DRIFTSOMKOSTNINGER.....	46
<i>Vareforbrug</i>	46
<i>Salgs – og Distributionsomkostninger</i>	47
<i>Administrationsomkostninger</i>	47
<i>Andre omkostninger</i>	47
EFFEKTIV SKATTESATS.....	48
ÆNDRING I ARBEJDSKAPITALEN.....	48
CAPEX.....	49
DELKONKLUSION: HVORDAN PÅVIRKER FORVENTNINGERNE TIL FREMTIDEN VÆRDIANSÆTTELSEN?.....	49
VÆRDIANSÆTTELSE.....	49
DET FRIE CASH FLOW (FCF)	50
WACC	50
<i>Kapitalstruktur</i>	51
<i>Ejernes afkastkrav</i>	51
<i>Risikofrie rente + tillæg</i>	53
DCF BEREGNING.....	53
KONKLUSION	54
PERSPEKTIVERING (PROFITABEL INVESTERINGSCASE)	54
FØLSOMHEDSANALYSE	55
MULTIPLE-ANALYSE	55
OMX25-INDEKSET.....	56
LITTERATURLISTE.....	57

Abstract

“Properly the best beer in the world”, who doesn’t know this famous marketing slogan from the iconic Danish company, Carlsberg. Its name is well-known around the world and has grown through organic growth and M&A activities to become one of the world biggest breweries. From an investment perspective, the big question is, if this is also one of the “best”. The main purpose with this thesis is to estimate the market value of Carlsberg group on March 14, 2023, the date where the Annual report for 2022 was published. The estimated value will be compared with the stock price on the Danish Nasdaq, where Carlsberg is listed. The thesis unfolds through multiple parts, more specific:

First part is a description of Carlsberg, with main focus on the History and the legacy, the special ownership structure compared to peers, and the Mission, Vision and current strategy.

Second part consist of a strategic analysis where different strategic analysis models are applied to Carlsberg and the beer industry. Both external- and internal conditions are dealt with. The analysis underscores Carlsberg robustness within the industry.

Third part a financial analysis of the historical performance covering the five-year period of 2018-2022 is conducted. The profitability analysis shows that despite of the challenging environment, including events like, Covid-19 pandemic, the geopolitical Russian-Ukraine crisis and increasing inflation, Carlsberg have managed to improve the company performance. Comparative analysis against industry peers confirms Carlsberg's superior performance.

Fourth part is looking into the future, dealing with Budgeting for a future five-year period, 2023-2027 as well as the so called; “Terminal period”. Key components for the DCF-model, are one-by-one being estimated, and the reasoning for the chosen values are made. In the **Final part**, it all culminating in an estimated Market value per share, by using the DCF-model, of 1.121 DKK. Compared to the official stock price of 1.024, an up-side of +8,6%.

A number of uncertainties are linked to the DCF-model. To check the sensitivity towards changes, in key variables, an analysis is made. The results are that relative small changes in these key variables have a big impact on the market value. As a supplement to the DCF-model a Multiple analysis is also made. The value reached is at the level of the official stock price.

Whether the DCF estimated price and upside is enough to classify Carlsberg as a “best” investment case, can’t be answered with a simple; “Yes” or “No”. It depends, on the risk & award profile an investor have, and alternative investment returns.

Indledning

I den komplekse og dynamiske verden af erhvervslivet er nøjagtig værdiansættelse af en virksomhed afgørende.

For investorer, interessenter og beslutningstagere er det vitalt at kunne forstå, analysere og estimere den økonomiske værdi af en organisation som grundlag for investeringsbeslutninger, strategisk planlægning og risikostyring. Dette afhandlingsprojekt tager os med ind i verdenen af Carlsberg A/S, som er en af Danmarks mest ikoniske og globalt anerkendte bryggerivirksomhed, med fokus på værdiansættelse og en udforskning af de faktorer, der påvirker værdiansættelsen af Carlsberg A/S.

Carlsberg A/S har i årtier været en toneangivende aktør inden for øl- og drikkevareindustrien og har en lang og stolt historie. Med en global tilstedeværelse, en portefølje af velkendte brands og en konstant stræben efter perfektion har Carlsberg formået at fastholde sin position som en af de førende spillere i branchen. Ikke desto mindre står Carlsberg over for en række udfordringer, herunder skiftende forbrugsmønstre, konkurrence og komplekse makroøkonomiske faktorer, hvilket gør en dybdegående værdiansættelse mere vigtig end nogensinde før.

Dette afhandlingsprojekt har til formål at udarbejde en dybdegående værdiansættelse af Carlsberg A/S. Med fokus på både teoretiske og praktiske metoder vil den afdække, hvordan strategiske og regnskabsmæssige faktorer påvirker Carlsberg A/S' værdiansættelse, samt hvilken rolle fremtidige forventninger spiller i denne proces. Projektet vil give os en forståelse af, at værdiansættelse ikke blot er en økonomisk øvelse, men snarere en kombination af både strategiske og regnskabsmæssige faktorer. Derudover vil det blive belyst, baseret på en række fastlagte faktorer, om hvorvidt Carlsberg A/S er en profitabel investeringscase.

På baggrund af ovenstående er afhandlingsprojektet ledt hen på nedenstående problemformulering:

Problemformulering

Hvilken markedsværdi fremkommer ved en DCF-baseret værdiansættelse af Carlsberg A/S på datoen 14. marts 2023?

- *Hvordan påvirker de strategiske faktorer værdiansættelsen?*
- *Hvordan påvirker de regnskabsmæssige faktorer værdiansættelsen?*
- *Hvordan påvirker forventningerne til fremtiden værdiansættelsen?*

Afgrænsning

Afhandlingen koncentrerer sig om en værdiansættelse af Carlsberg A/S ved hjælp af Discounted Cash Flow (DCF) – modellen, med inkorporering af udvalgte faktorer, såsom indflydelsen af strategiske forhold. DCF-modellen er blevet valgt, da den anses for at være en anerkendt metode og især egnet for et etableret og velkonsolideret selskab som Carlsberg, der ikke befinder sig i opstartsfasen. Med andre ord vurderes Carlsberg at repræsentere DCF-modellens primære målgruppe. Afhandlingen afgrænser sig derfor fra andre værdiansættelsesmetoder. I løbet af processen har det være nødvendigt at afgrænse sig fra teorier, data og andre relevante elementer. Det følgende afsnit vil således adressere de specifikke områder, hvorfra afhandlingen er blevet afgrænset.

Carlsberg A/S' forretning består hovedsageligt af brygning af øl, som ifølge Carlsberg A/S kan opdeles i tre underkategorier: Premium beer, Mainstream Core beer og Alcohol-free brews, hvilket samlet udgør 81% af selskabets omsætning. Desuden opererer Carlsberg primært på tre geografiske områder: Vesteuropa, Asien og Central- og Østeuropa (Carlsberg, IR Corporate presentation, 2023). Den strategiske analyse er derfor afgrænset til disse forretningsområder og markeder, da de anses for at udgøre de primære aktiviteter og markeder.

Regnskabsanalysen vil blive baseret på de konsolideret koncernregnskaber, hvorfor årsrapporterne for diverse datterselskaber ikke vil blive behandlet separat. Derudover vil regnskabsanalysen omfatte en femårig periode fra 2018-2022. Kun årsrapporter anvendes, og kvartals- og halvårsrapporter vil blive udeladt.

Budgetperioden er ligeledes begrænset til at dække en femårig periode fra 2023 til 2027.

I forsøget på at evaluere om der findes en økonomisk gunstig investeringsmulighed, vil der foretages en sammenligning mellem den beregnede børskurs og den aktuelle børskurs.

Ydermere vil der blive udført en følsomhedsanalyse, en multipel analyse og en sammenligning med de øvrige aktier i OMX25-indekset. Som sådan vil der derfor ikke blive dykket ned i øvrige relevante aspekter, der normalt inddrages i investeringsbeslutninger.

For at opretholde en sammenhængende rød tråd i hele projektet, vil kun oplysninger og data frem til og med den 14. marts 2023 blive benyttet, da dette er datoen for offentliggørelsen af årsrapporten for 2022 (Carlsberg, Annual report, 2022)

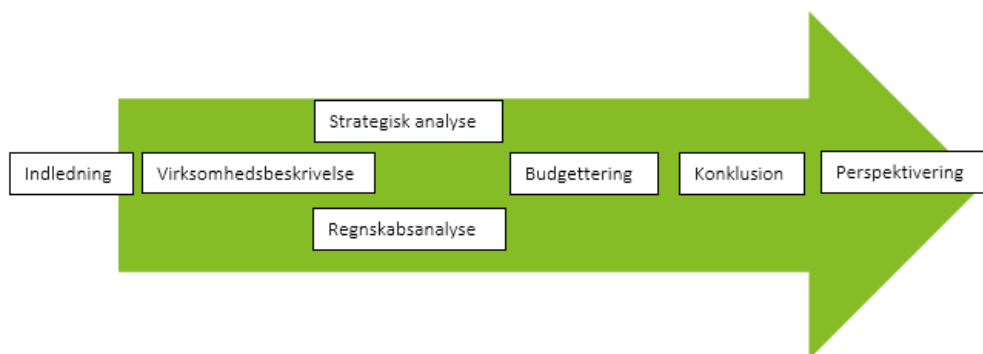
Metode

Afhandlingens primære formål er at besvare den tidligere beskrevne problemformulering ved hjælp af en hovedsagelig deduktiv fremgangsmåde (Colombus, 2023). Den deduktive metode begrundes med, at problemformuleringen besvares gennem en række analyser, der udføres på basis af eksisterende og offentligt tilgængelig information og teori. Disse analyser danner til sidst grundlag for værdiansættelsen, og derved besvarelsen af problemformuleringen.

Projektet vil trække på sekundære datakilder, herunder både kvalitative og kvantitative data. Inden anvendelsen af det indhentet data, vil der blive foretaget en uformel kvalitetssikring med henblik på at opnå troværdighed, reliabilitet og validitet i forhold til den anvendte empiri. Projektet vil ydermere hovedsageligt anvende objektive kilder, selvom det er værd at bemærke, at visse oplysninger fra Carlsberg A/S kan indeholde subjektive elementer. Alt information og data, der anvendes i projektet, er indsamlet fra offentligt tilgængelige kilder, og som sådan indeholder rapporten derfor ingen fortrolige oplysninger.

Der vil løbende forekomme kildereferencer i hele afhandlingsprojektet for at dokumentere de indsamlede oplysninger og andet relevant materiale.

Opgavestruktur



Figur 1 – opgavestruktur. Kilde: Egen tilvirkning

Som illustreret i ovenstående figur, vil der indledningsvis blive defineret en indledning med en dertilhørende problemformulering, som vil udgøre det centrale fokus for afhandlingsprojektet. Ligeledes er projektets afgrænsning samt metodologi nedskrevet, som skal være med til afgøre besvarelsen af den opstillede problemformulering

I den indledende del af projektet vil der blive udarbejdet en virksomhedsbeskrivelse, som indeholder en omfattende beskrivelse af Carlsberg A/S, som herefter benævnes som

”Carlsberg”. Formålet med dette er at give læseren en dybdegående forståelse af virksomheden, hvilket inkluderer dens historie, ejerstruktur, mission, vision, strategi og produktportefølje. Alt dette for at give en bedre forståelse af projektets efterfølgende afsnit, og for at give et indblik i hvordan virksomheden er blevet formet til sin nuværende tilstand samt dens fremtidsplaner.

Alt empiri, som der benyttes i dette afsnit, vil bestå af sekundære data, som er offentligt tilgængeligt

Efter virksomhedsbeskrivelsen vil der blive udført en strategisk analyse, som vil blive opsummeret i en delkonklusion med det formål at besvare den første del af problemformuleringen: ”Hvordan påvirker de strategiske forhold værdiansættelsen?”

Den strategiske analyse kan opdeles i to hovedelementer som er: Interne og eksterne faktorer.

Interne faktorer:

Den strategiske analyse indledes med analysen af de interne faktorer. Dette inkluderer analyserne Porter’s værdikædeanalyse, generiske strategier og Ansoff’s vækstmatrix. Da Carlsberg er en produktionsvirksomhed, er anvendelsen af Porter’s værdikædeanalyse oplagt, da denne giver indsigt i, hvor værdien skabes for forbrugerne. Analysen bidrager desuden til en dybere forståelse af virksomheden samt dens værdiskabende processer. Porter’s generiske strategier og Ansoff’s vækstmatrix vil blive brugt til at præcisere Carlsbergs nuværende position på markedet samt at vurdere mulighederne for at indtage nye markeder og udvikle nye produkter.

Eksterne faktorer:

Efter gennemgangen af de interne forhold vil der blive foretaget en analyse af det eksterne miljø. Dette vil belyse Carlsbergs samfundsmæssige fordele og ulemper i de lande, hvor virksomheden opererer. Analysen vil være en PESTEL-analyse, der omfavner politiske, økonomiske, sociale og kulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold. Dernæst vil branchen, som Carlsberg opererer i, blive analyseret ved hjælp af Porters Five Forces. Dette vil give en forståelse af konkurrencesituationen i branchen og belyse forhold som truslen fra nye indtrængere, forhandlingsstyrken hos købere og leverandører, samt truslen fra udbydere af substituerende produkter.

Som afslutning på den strategiske analyse vil der blive foretaget en opsummerende SWOT-analyse, efterfulgt af en TOWS-analyse. Formålet med dette er at give en helhedsforståelse af den udførte analyse, samt kaste lys over Carlsbergs interne styrker og svagheder, og deres

eksterne muligheder og trusler. Analyserne vil desuden danne grundlag for de udformede handlingsforslag, der sigter mod at adressere de identificerede svagheder og trusler.

Efter den strategiske analyse følger regnskabsanalysen, der har til formål at besvare anden del af problemformuleringen: "Hvordan påvirker de regnskabsmæssige faktorer værdiansættelsen?"

Regnskabsanalysen udgør en essentiel komponent i udarbejdelsen af den endelige værdiansættelse. Den udgør grundlaget for budgettering, der er en central del af DCF-værdiansættelsesmetoden.

Som tidligere beskrevet anvendes en femårig regnskabsperiode (2018-2022), da det anses for tilstrækkeligt til at udføre en kvalificeret regnskabsanalyse.

Regnskabsanalysen indledes med reformuleringen af balancen, hvilket danner rammerne for identifikationen af koncernens nøgletal samt deres udvikling, hvilket vil blive kommenteret i analysen. Derudover vil Carlsbergs nøgletalsudvikling blive sammenlignet med tilsvarende konkurrenter i branchen, som identificeres i forbindelse med den udførte strategiske analyse.

Som det sidste trin inden selve værdiansættelsen af Carlsberg finder sted, udarbejdes budgetteringsafsnittet. Budgettet tager udgangspunkt i de tidligere udførte regnskabs- og strategiske analyser. Dets formål er at vurdere, hvordan Carlsbergs regnskabstal forventes at udvikle sig over de kommende fem år. Disse budgettal ligger desuden til grund for endelige værdiansættelse af virksomheden

Som afslutning på afhandlingsprojektet vil der foretages en værdiansættelse af Carlsberg A/S ved hjælp af DCF-modellen samt en vurdering af, om der er tale om en profitabel investeringscase

Kildekritik

Der har været forsøg på at indsamle primære data til dette projekt gennem interviews. Dog blev disse forsøg afvist af Carlsberg med den begrundelse, at de ikke råder over tilstrækkelige ressourcer og tid til at assistere studerende med deres afhandlingsprojekter. Tidligere forespørgsler af lignende art er blevet afvist, idet virksomheden stræber efter at undgå enhver form for forskelsbehandling samt afholder sig fra at videregive oplysninger, der ikke allerede er offentligt tilgængelig.

De anvendte årsrapporter i projektet er blevet udarbejdet af Carlsberg selv. Det er dog værd at bemærke, at disse årsrapporter er blevet revideret og påtegnet blankt af en uafhængig revisor, hvilket styrker argumentet for, at de giver et retvisende billede og dermed mindsker risikoen

for manipulerede eller subjektive årsrapporter.

Det er vigtigt at nævne, at konklusioner og vurderinger i analyserne kan være præget af forfatterens egne vurderinger. Dette skyldes, at visse oplysninger, såsom interne procedurer og interne værdiskabelsesprocesser, er fortrolige og derfor vanskelige at finde eksterne kilder til. Ligeledes kan nogle offentlig tilgængelige artikler og informationer udarbejdet af Carlsberg indeholde subjektive vinkler. Som tidligere beskrevet bliver der dog foretaget en uformel kildekritik af de anvendte kilder således kvaliteten og objektiviteten af de anvendte oplysninger vurderes tilstrækkelig til at anvende i projektet.

Virksomhedsbeskrivelse

Historie

Carlsbergs historie går helt tilbage til år 1835, da virksomhedens grundlægger, Jacob Christian Jacobsen, herefter omtalt som ”J.C. Jacobsen,” overtog sin afdøde fars bryggeri. Over en periode på 12 år arbejdede J.C. Jacobsen intensivt på at forbedre øllets kvalitet. Dette involverede blandt andet en rejse til München for at studere de nyeste brygge-teknikker. Som en naturlig konsekvens af dette, blev der behov for mere kølelagerplads, hvilket førte til, at J.C. Jacobsen identificerede et passende område på Valby Bakke. Navnet ”Carlsberg” har sin oprindelse i J.C. Jacobsen og hans hustrus eneste søn, Carl, som blev kombineret med stedet Valby Bakke. Den første brygning af Carlsberg-øl blev færdig den 10. november 1847, hvilket også er opstandelse af Carlsberg. (Carlsberg, Mød os, Historien bag, 2023).

Siden etableringen i 1847 har Carlsberg gennemgået betydelige forandringer og milepæle i sin historie. Eksempler herpå inkluderer blandt andet opstandelsen af det velkendte logo i 1904, der kom på baggrund af udnævnelsen som kongelig hofleverandør i Danmark, fusionen med selskabets daværende største konkurrent, Tuborg, i 1970 og flytningen af virksomhedens bryggeri til Fredericia i 2008. (Carlsberg, Mød os, Historien bag, 2023). Den sidstnævnte ændring resulterede i øvrigt i oprettelsen af ”Carlsberg Byen” i København, en bydel, der i dag omfatter ca. 3.000 boliger, forskellige butikker samt erhvervs – og kulturinstitutioner. I samme ombæring blev en S-togsstation ved navn ”Carlsberg Station” indviet. (Carlsberg, Mød os, Historien bag, 2023)

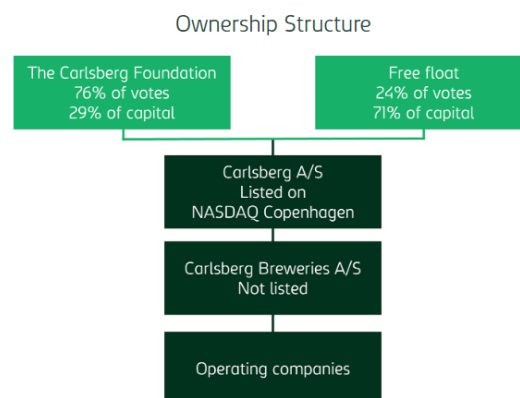
Carlsberg har gennem sin historie modtaget flere priser og anerkendelser. Senest er Carlsbergs indvielse i 2021 af et vandgenindvindingsanlæg, som reducerede selskabets vandforbrug til øl- og sodavandproduktion fra 2,9 liter pr. produceret liter til bemærkelsesværdige 1,4 liter pr. produceret liter. (Carlsberg, Carlsberg indvier

vandgenindvindingsanlæg, 2023). Initiativet blev i 2023 anerkendt med tildelingen af CSR-prisen, som hyldede Carlsberg som verdens mest vandeffektive bryggeri. (Carlsberg, Carlsberg Danmark vinder CSR-pris, 2023)

I dag beskæftiger Carlsberg over 40.000 medarbejdere, opererer på mere end 150 markeder og har en produktportefølje, som tilbyder deres kunder over 140 forskellige produkter. (Carlsberggroup, Carlsberg Group, 2023). Virksomheden er i øvrigt den tredjestørste bryggerikoncern i verden målt på salg i hektoliter. (Kragballe, 2022)

Ejerstruktur

Carlsberg er en børsnoteret virksomhed, registreret på Nasdaq Copenhagen og en del af OMX C25-indekset, som omfatter de 25 mest omsatte aktier i Danmark. Selskabets aktiekapital er opdelt i to klasser: A-aktier og B-aktier. Forskellen mellem disse to aktieklasser er, at A-aktier har 20 stemmer pr. aktie med en nominel værdi på 20 DKK, mens B aktier har 2 stemmer pr. aktie med en tilsvarende nominel værdi på 20 DKK. Med andre ord svarer 1 A-aktie til 10 stemme, mens 1 B-aktie repræsenterer 1/10 af en stemme. For stadig at gøre B-aktierne attraktive har Carlsberg til gengæld besluttet, at B-aktierne har en fortrinsret på ekstra udbytte i form af 8%. Udover disse forskelle er aktierne på lige vilkår. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 95). Dette er en praksis, der typisk anvendes for at sikre, at en ejer som Carlsberg Fonden forbliver i besiddelse af majoriteten af stemmerettighederne, og dermed kan fortsætte med at have en styringsposition i virksomheden efter deres egne præmisser. Dette ses i figuren nedenfor, hvor det tydeligt fremgår, at på trods af at Carlsberg Fonden ”kun” ejer 29% af selskabets aktier, men alligevel kontrollerer de stadig 76% af stemmerettighederne.



Figur 2: Ejerstruktur

Kilde: <https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/shareholders/>

Ved udgangen af 2022 havde Carlsberg cirka 57.000 aktionærer. Udover Carlsberg Fonden er Massachusetts Financial Service Company og BlackRock Inc. selskabets største aktionærer

med en ejerandel på omtrent 5%. Aktionærerne fordeler sig geografisk således: 17% ejes af danske investorer, 48% af amerikanske investorer, 15% af britiske investorer, mens de resterende 20% tilhører ”andre investorer”. (Carlsberggroup, Investor relations shareholders, 2023)”

Mission, vision og strategi

Ifølge Carlsberg selv har deres formål og mission altid stået klar. De forfølger en stræben efter perfektion, og sigter efter at brygge bedre øl. Dette udtrykkes i et af deres kendte slogans, nemlig *”Brewing for a better today and tomorrow.”* Selskabets vision ændres dog løbende, idet Carlsberg forsøger at tilpasse sig omverdenen og forbrugernes efterspørgsel. Som selskabet selv udtrykker *” We use our founder’s mentality with a modern mind-set.”* (Carlsberggroup, Who we are, our purpose, 2023).

I de seneste år har Carlsberg opereret ud fra en strategisk plan ved navn ”Sail’22,” Der dækkede perioden fra slutningen af 2016 til 2022. Denne plan blev implementeret med det formål at styrke Carlsbergs omdømme, og skabe værdi for selskabets interessenter.

Værdiskabelsen blev skabt gennem forstærkelse af deres kernekompetencer, vækstfremmende initiativer og skabe grundlaget for en intern vinderkultur.

Kernekompetencer skulle styrkes ved at fastholde selskabets position på markedet samt profitabel finansiering af nye initiativer. Vækst blev blandt andet opnået gennem diversificering i produktsortimentet, såsom alkoholfrie drikkevarer, mens vinderkulturen blev gennemført gennem bæredygtige initiativer og forbedringer i virksomhedens interne forhold. (Carlsberggroup, Our new strategy, 2023)

Sail’27

Carlsberg anså deres strategiske plan ”Sail’22” for at være en succes, og har derfor igangsat en tilsvarende plan for perioden indtil 2027, kendt som ”Sail’27.” Essensen af Sail’27 er også at skabe værdi for selskabets interessenter, herunder aktionærer, medarbejdere og samfundet som helhed. Dette skal opnås gennem fem nøglepunkter: (Carlsberggroup, Who we are, our strategy, 2023)

- Produktportefølje
- Geografisk prioritering
- Eksekvering
- Vinderkultur
- Finansiering af investeringer

Som figuren nedenfor belyser, så har Carlsberg fastlagt specifikke mål inden for hver af de første fire nøglepunkter, mens ”Finansiering af investeringer,” eller som Carlsberg omtaler ”*Funding our journey*,” er en mere fleksibel prioritet, som indebærer effektivisering af processer og forretningsgange for at generere frie midler til at støtte de øvrige mål. (Carlsberggroup, Our new strategy - Sail 27, 2023)



Figur 3: Sail'27 strategi. Kilde:

<https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg->

For aktionærene vil værdiskabelsen bestå af tilstræbt organisk vækst i omsætningen på 3-5%, vækst i driftsoverskuddet, vedvarende fokus på afkastningsgraden samt hensigtsmæssig allokering af selskabets kapital. Medarbejdernes værdiskabelse sikres ved at skabe en attraktiv arbejdsplads med bæredygtige initiativer, som medarbejderne kan være stolte af. Værdien for samfundet skabes ligeledes igennem bæredygtige tiltag og derudover ellers gennem bidragelse til velstanden i de lokalsamfund, hvor Carlsberg opererer. Derudover investeringer i forskning, kultur og kunst gennem Carlsberg Fonden samt støtte til en af Carlsbergs centrale visioner indtil 2030/40 ”*Together towards ZERO*” (Carlsberggroup, Who we are, our strategy, 2023)

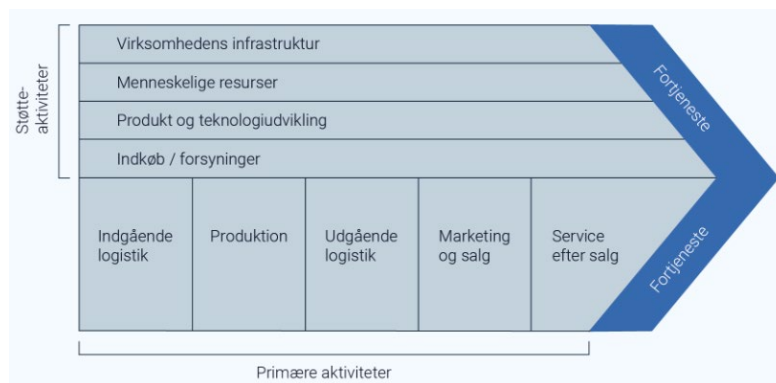
”Together towards ZERO,” er Carlsbergs initiativ med målet om, at virksomheden i 2040 skal eliminere sin negative påvirkning på samfundet. Dette indebærer mål som nul vandspild, nul emballageaffald i produktionen, nul CO₂-udslip i produktionen, ingen negativ påvirkning på landbruget, forhindring af uansvarligt alkoholforbrug samt nul arbejdsulykker. (Carlsberggroup, Sustainability, Together towards Zero, 2023)

Strategisk analyse af Carlsberg

Værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen er en forretningsmetode, der giver organisationer mulighed for at forstå og optimere deres interne processer med det formål at generere merværdi og opnå konkurrencefordele. Ved at bryde virksomhedens aktiviteter ned i specifikke trin eller faser, hjælper værdikædeanalysen med at identificere, hvor værdi skabes, og hvor omkostninger opstår. Som tidligere nævnt i forbindelse med Carlsbergs Sail'27-strategi, identificerer virksomheden selv potentiale til at forbedre deres interne processer, hvilket åbner muligheder for implementering af nye initiativer og investeringer.

Værdikædeanalysen er typisk opdelt i to hovedkategorier: primære aktiviteter og støtteaktiviteter. De primære aktiviteter omfatter de processer, der direkte påvirker fremstilling og levering af Carlsbergs produkter, mens støtteaktiviteter udgør en understøttende funktion, som bidrager til effektiviteten af de primære aktiviteter. Opdelingen af disse aktiviteter illustreres i figuren nedenfor:



Figur 4: Værdikædeanalyse. Kilde:
<https://dinero.dk/ordbog/vaerdikaede/>

Indgående logistik

Carlsberg har tidligere truffet en strategisk beslutning for at forbedre effektiviteten af deres indkøbs-, produktions-, logistik- og planlægningsprocesser ved at etablere et selskab ved navn "Carlsberg Supply Chain," som er beliggende i Schweiz. Dette selskab har til formål og ansvar at varetage Carlsbergs ISC (Integrated supply chain). ISC har den overordnede kontrol over hele bryggerinetværket på tværs af hele koncernen. ISC styrer de globale indkøbsprocesser, etablerer globale standarder for bryggeriteknikker og varetager den overordnede planlægning af hele forsyningskæden. (Carlsberggroup, Integrated supply chain, 2023). Carlsberg har forhåbninger om at bevare de nuværende produktionsomkostninger pr.

enhed i 2023, på trods af den stigende inflation. De ser ISC som en potentiel bidragyder til at opnå dette mål, hvilket muligvis giver selskabet en konkurrencemæssig fordel i forhold til deres konkurrenter. ISC's evne til at hjælpe med at opretholde omkostningsstabiliteten i en tid med økonomisk pres og prisstigninger kan potentielt differentiere Carlsberg fra andre aktører på markedet, hvilket kan være en vigtig konkurrencefordel i branchen. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 81)

Produktion

Carlsberg har et omfattende netværk af bryggerier spredt over de markeder, hvor selskabet opererer på. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 131, 132 og 133) For at sikre en ensartet og standardiseret produktionsproces har Carlsberg overladt ansvaret for denne del af deres operationer til Carlsberg Supply Chain (CSC), som også nævnt i ovenstående afsnit. CSCs mandat giver Carlsberg mulighed for at opretholde høje kvalitetsstandarder på tværs af deres bryggerier og samtidig dele ekspertise og erfaringer på tværs af deres globale netværk. Selvom Carlsberg forsøger at konsolidere deres produktion for at opnå stordriftsfordele, forstår de også værdien af at bevare en vis grad af mangfoldighed og lokal tilstedeværelse. For eksempel har Carlsberg opnået en årlig besparelse på 100 mio. kr. ved at samle produktionen i Danmark i Fredericia. (SCM, 2011). Transportomkostninger for øl og læskedrikke er dog ofte betydelige på grund af deres volumen og vægt, og derfor vælger Carlsberg at opretholde produktionsfaciliteter på de markeder, hvor de opererer, for at minimere disse omkostninger og for at opnå fordele som f.eks. lavere priser i visse regioner.

Carlsberg erkender dog, at der stadig er muligheder for forbedringer i deres interne processer og forretningsgange, herunder også deres produktionsprocesser. Det er dog værd at benævne, at opførelse, lukning eller flytning af produktionsfaciliteter er en kompleks og udfordrende proces. Alene tog flytningen af produktionen fra Valby til Fredericia over et år at implementere, ligesom der var mange udfordringer undervejs, hvilket medførte betydelige omkostninger. (holt, 2009)

Derudover er Carlsberg vision ”Together towards Zero” en udfordrende målsætning, der kræver betydelige ændringer i deres produktion. Visionen omfatter som tidligere nævnt mål som nul vandspild, nul emballageaffald og nul CO₂-udslip i produktionen. Selvom Carlsberg blandt andet allerede har implementeret et vandgenindvindingsanlæg i Fredericia for at reducere vandspildet, er der stadig arbejde at gøre for at opfylde disse mål inden 2040. I øvrigt er visionen en global målsætning og vedrører derfor flere regioner.

Udgående logistik

Carlsberg har et strategisk fordelagtigt netværk af bryggerier, som er tæt placeret i nærheden af de markeder, hvor selskabet befinder sig. Selskabet er dog opmærksomme på at samle produktionen så vidt det er muligt.

Deres valg af placeringer medfører flere fordele for virksomheden. For det første betyder det, at Carlsberg kan opretholde varelager i nærheden af forbrugerne, hvilket først og fremmest reducerer transportomkostninger og sikrer hurtig og effektiv levering af deres produkter.

Dernæst betyder en konsolidering af deres bryggerier, at det muliggør udnyttelsen af stordriftsfordele. Dette indebærer, at Carlsberg kan producere og distribuere større mængder af deres produkter, hvilket ofte er mere omkostningseffektivt. Som det fremgår af årsrapporten for 2022, er omsætningen steget med over 10 milliarder kroner, svarende til næsten 17%. Samtidig er distributionsomkostningerne kun steget med knap 700 millioner kroner, svarende til 15,2%. Dette indikerer, at Carlsberg opnår en merværdi i form af en højere omsætningen i forhold til de omkostninger, der er forbundet med distributionen. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 61 og 71).

Carlsbergs bryggerier rundt omkring på deres markeder må derfor betragtes som en konkurrencefordel i forhold til den udgående logistik. Dette udsagn bygges på muligheden for udnyttelse af stordriftsfordele samt de relativt lave omkostninger ved transport og distribution. Det giver selskabet mulighed for at levere deres produkter effektivt, hurtigt og økonomisk fordelagtigt, og dermed opnå en stærk konkurrenceposition i branchen.

Markedsføring og salg

Carlsbergs position som den tredjestørste ølproducent i verden er ikke en tilfældighed. Massiv markedsføring har spillet en afgørende rolle i at etablere Carlsbergs brand i markedet både nationalt og internationalt. Markedsføring af alkoholiske drikkevarer kan dog være udfordrende, idet der er en række love og regler, som i øvrigt varierer fra region til region. Selv i Danmark har markedsføringsloven skærpet en række regler, som er udtrykt i §3 og §11. (Restinformation, 2023). Derudover har alkoholreklamenævnet fastlagt retningslinjer, der blandt andet indebærer, at markedsføring af alkoholiske drikkevarer ikke må opfordre til overforbrug. (Alkoholreklamenævnet, 2023). Dette kan tilsyneladende stå i kontrast til, hvad der må formodes at være Carlsberg primære mål: At sælge så mange øl og alkoholfrie læskedrikke som muligt. Af denne årsag anvender Carlsberg især forskellige former for sponsorater som en markedsføringsmetode. De har skabt stærke forbrugerforbindelse gennem sponsorater inden for fodbold, hvor Carlsberg har sponsoreret store begivenheder som EM i

fodbold, samt hold som Liverpool FC og F.C. København. (finans, 2018). Derudover støtter de en række festivaler, herunder Roskilde Festival.

I 2022 har Carlsberg intensiveret deres markedsføringsindsats markant, og har globalt brugt 1 milliard kroner mere end året før. (Nørlund, 2023). Derudover har Carlsberg fokuseret mere end nogensinde på markedsføring gennem deres trade-kanaler, hvilket omfatter barer, restauranter og detailbutikker. Ifølge Malene Frost Larsen, Channel Development Director, hos Carlsberg Danmark, er dette en del af en struktureret og analytisk tilgang til at optimere effekt af trade marketing, hvor selskabet stadig befinder sig i opstartsfasen. (Terney, 2022). Carlsbergs massive investering i markedsføring i 2022 er i overensstemmelse med deres Sail'27 strategi, der blandt andet omfatter målet om organisk vækst, hvilket betyder vækst uden opkøb af andre virksomheder. Dette underbygger deres ønske om at opretholde og udvide deres position som en af verdens førende og største bryggerivirksomheder.

Service efter salg

Selvom begrebet ”service efter salg” måske ikke umiddelbart synes centralt i Carlsbergs værdikæde, da selskabet producerer og sælger øl, har Carlsberg en vedvarende stræben efter at forbedre deres serviceniveau. Som angivet i selskabets årsrapport for 2022: ” *We aim to become their preferred beer supplier, providing products and services that deliver value growth for them and us.*” (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 18). Carlsberg arbejder på at udvikle digitale løsninger, der kan hjælpe deres kunder med at vækste deres forretning. Derudover forsøger selskabet også at yde ”service” til samfundet ved at udvikle bæredygtige emballageløsninger og lancere initiativer, der fremmer genanvendelse. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 18)

Endvidere er Carlsbergs service en væsentlig del af deres eksekveringsstrategi under Sail'27-strategien. Dette indebærer blandt andet at implementere digitale løsninger og tage ansvar for hele deres forsyningskæde fra start til slut. Carlsbergs tilgang til service bidrager til at skabe merværdi for Carlsbergs kunder og samfundet som helhed, hvilket umiddelbart må tænkes at styrke selskabets position som en pålidelig og ansvarsbevidst øl producent.

Virksomhedens infrastruktur

Ved udarbejdelsen af årsrapporten for 2022 beskæftigede Carlsberg i gennemsnit 38.906 medarbejdere. Disse medarbejdere kommer fra en række forskellige lande og regioner. Her bemærkes i øvrigt, at 21% af disse medarbejdere, svarende til 8170 personer, forventes at forlade virksomheden i forbindelse med det planlagt frasalg af Rusland i 2023, som er en respons på konflikten mellem Rusland og Ukraine. De øvrige medarbejdere er fordelt som

følge: 26% fra Vesteuropa, 36% fra Asien, 15% fra Central- og Østeuropa og 2% klassificeres som "andre." Denne mangfoldighed i medarbejderstaben bidrager til Carlsbergs indsigt i de forskellige markeder.

På trods af at Carlsberg er en dansk virksomhed, består det øverste ledelsesteam kun af to danskere. Dette understreger Carlsbergs fokus på diversificering i ledelsen for at sikre, at der er kompetente og alsidige medarbejdere i toppen af organisationen. Desuden søger Carlsberg et fornyet og initiativrigt ledelsesteam, hvilket kommer til udtryk ved, at det øverste ledelsesteam består af forholdsvis nye ansigter, da personen med mest erfaring blev ansat i 2014.

Carlsberg har implementeret en række initiativer for at sikre standardiserede processer og produkter. Dette inkluderer eksempelvis CSC, som har ansvaret for hele forsyningskæden og bidrager til at skabe en global netværksstruktur, hvor sparring og erfaringer kan deles på tværs af landegrænserne. Dette fremmer effektivitet og ensartethed i Carlsbergs operationer på tværs af de forskellige markeder.

Carlsberg har derudover indført en række fælles strategier og mål, der gælder for hele virksomheden for at sikre, at alle medarbejdere arbejder i samme retning. Dette omfatter både Sail'22-strategien, der blev gennemført i en tidligere periode, samt den nyligt iværksatte Sail'27-strategi. Disse strategier er retningslinjer, der guider virksomhedens beslutningsprocesser og handlinger på tværs af forskellige markeder og regioner for at opnå fælles mål og resultater.

Menneskelige ressourcer

Grundstenen i Carlsbergs Sail'27 strategi er at skabe værdi for en række interessentgrupper, som kan opdeles i tre hovedkategorier: Aktionærer, medarbejdere og samfundet som helhed. Dette understreger vigtigheden af medarbejderne som en essentiel komponent i Carlsbergs succes og fremtidige eksistens. Virksomheden stræber efter at etablere en attraktiv og inkluderende arbejdsplads, der byder på mangfoldighed, og som medarbejderne kan være stolte af.

På baggrund af de ansattes forskelligheder, som både omfatter kulturer og regioner, har Carlsberg etableret en tilgængelig platform, hvor medarbejderne kan få adgang til 29 politikker og over 200 manualer, der dækker alt fra menneskerettigheder til det generelle interne arbejdsmiljø i virksomheden. Dette skaber klare forventninger og retningslinjer, hvilket reducerer risikoen for utilfredse medarbejdere som følge af diversitet. Carlsberg opfordrer i øvrigt aktivt medarbejderne til at rapportere eventuelle problemer, og gennemfører

løbende både anonyme og synlige undersøgelser og samtaler for at forbedre arbejdspladsen konstant. (Carlsberggroup, Who we are, living by our compass and speak up, 2023).

For at fremme mangfoldighed, lighed og inklusion har Carlsberg udarbejdet en "Diversity, Equity & inclusion policy," som senere omtales som "DE&I politik," der er offentlig tilgængelig. (Carlsberggroup, Diversity, Equity & Inclusion policy, 2023) Denne politik er blevet opdateret i sammenhæng med udviklingen af Sail'27-strategien. Carlsberg definerer mangfoldighed som inkluderende aspekter som eksempelvis køn, alder, kultur, nationalitet, baggrund og politiske - og religiøse overbevisninger. Dette fører videre til lighed og inklusion, hvor målet er at sikre, at disse forskelligheder ikke hindrer lighed og inkludering i virksomheden

For at imødekomme diversitet i selskabets ansatte og adressere potentielle forskelsbehandlinger har Carlsberg udarbejdet denne DE&I politik, som nedskriver fire handlingspunkter som mål for de kommende år. De fire handlingspunkter indeholder som følge:

1. "Business priority"

Dette punkt understreger blot politikens betydning og sikrer ligeledes, at virksomheden konstant holdes ansvarlig for dens udvikling, hvilket er i overensstemmelse med Sail'27strategien.

2. "Diverse representation"

Dette punkt indebærer, at Carlsbergs ønsker at tiltrække en mangfoldig arbejdsstyrke, som består af forskellige perspektiver, erfaringer og baggrunde, da de anser dette for afgørende for fremtiden. I øvrigt understreges det også, at diversitet, lighed og inkludering er en naturlig del af selskabets ansættelsesproces.

3. "Equity"

Dette punkt fokuserer som overskriften italesætter: lighed. Alle virksomhedens ansatte skal aflønnes retfærdig i henhold til markedsværdien i det pågældende land for tilsvarende rolle og præstation. Derudover nedskriver Carlsberg en nultolerancepolitik over for diskrimination, og at der er klare regler for konsekvenser i tilfælde af overtrædelser af dette.

4. "Inclusive culture"

Det sidste punkt fokuserer på skabelsen af en vinderkultur, hvor virksomhedens ledere motiverer medarbejderne til at være den bedste version af dem selv. Derudover bliver både motivation og udstråling af vinderkultur belønnet.

Foruden de ovennævnte handlingspunkter har selskabet også fastlagt en målbar målsætning. Selskabet ønsker, at mindst 30% af både lederstillinger og bestyrelsesposter er besat af kvinder inden 2024, med et fremtidigt mål om mindst 40%.

I Carlsbergs Sail'27 strategi understreger selskabet utvetydigt, at et afgørende element for at opnå de øvrige fastsatte mål er etableringen af en vinderkultur. Carlsberg bestræber sig derfor, ved eksempelvis ovennævnte initiativer at skabe en forenet og konsolideret arbejdskultur på tværs af organisationer og geografiske regioner, der fungerer som et samlet team med henblik på at realisere selskabets øvrige strategiske mål.

Produkt - og teknologiudvikling

Carlsbergs engagement inden for produkt- og teknologiudvikling strækker sig udover blot lanceringen af nye produkter. Virksomheden forfølger konstant forbedringer af eksisterende produkter, og investerer i udviklingen af nye bryggerimetoder, der ikke blot skal forbedre produktkvaliteten, men også minimere miljøpåvirkningen. Som formuleret i deres "Together Towards Zero" mål, er Carlsbergs mål at udvikle teknologier, der vil gøre bryggeriaktiviteterne bæredygtige og gavnlige for både samfundet og miljøet.

Carlsbergs produktportefølje omfatter i øjeblikket mere end 140 forskellige produkter, og de arbejder kontinuerligt på at tilpasse sig forbrugernes skiftende præferencer. Deres seneste satsning er inden for alkoholfri øl, da dette marked er steget kraftigt den seneste årrække. Alene i Danmark er produktionen af alkoholfrie øl steget fra 2,3 millioner liter i 2012 til 7,3 millioner liter i 2021. (Aabech, 2023). Carlsberg har ligeledes oplevet en vækst på 7% i deres "Alcohol-free brews" på det vesteuropæiske marked i regnskabsperioden fra 2021-2022. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 7). De har endda planer om, at 35% af deres produktion i 2030 vil bestå af produkter med lav eller ingen alkohol, og de har til hensigt at tilbyde disse produkter på alle deres markeder inden 2030. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 8).

Carlsbergs indsats inden for forskning og udvikling har dybe rødder, som går tilbage i tiden. Virksomhedens grundlægger, J.C. Jacobsen, etablerede "Carlsberg Laboratorium" i 1875 med det formål at forbedre ølproduktionen. Laboratoriet har sidenhen stået bag en række betydningsfulde opdagelser, hvoraf den mest kendte er opfindelsen af pH-skalaen. Dette blev udtænkt af kemikeren S.P.L. Sørensen for at vurdere surhedsgraden i biokemiske reaktioner med det primære mål at forbedre ølbrygning. At det så senere hen er blevet et verdenskendt og anvendt fænomen indenfor fysik og kemi er en anden sag. (Carlsbergdanmark, 2023) Carlsbergs "Together Towards Zero" mål er i øjeblikket forsknings- og udviklingsteamet på

Carlsberg Laboratoriums primære arbejdsopgaver. Deres opgave er at opfinde og udforske nye bryggerimetoder og teknologier, som vil bidrage til at minimere virksomhedens negative påvirkning på samfundet og miljøet i forbindelse med produktionen af øl. Dette er en arbejdsopgave, som er intensiveret, og som Carlsberg vurderer at være indfriet inden 2030. (Carlsbergdanmark, 2023).

Indkøb

Carlsberg har som tidligere nævnt, valgt at centralisere hele deres forsyningskædeadministration et sted, nemlig ”Carlsberg Supply Chain” (CSC) gennem deres ”Integrated Supply Chain” (ISC). Dette giver Carlsberg muligheden for at sikre, at deres leverandører på tværs af alle markeder opfylder virksomhedens standarder. Samtidig kan Carlsberg drage fordel af stordriftsfordele, da det må formodes, at selskabet foretager større indkøb, og dermed kan forhandle optimale vilkår og handelsbetingelser. Endvidere må det forventes, at selskabet forhandlingsstyrke overfor deres leverandører må anses som værende stærk, idet der er tale om en forholdsvis stor aktør.

Carlsberg har offentliggjort en række krav og informationer på deres hjemmeside, som er gældende for alle deres leverandører. Disse krav dækker eksempelvis over nogle sociokulturelle forhold som sikkerhed, sundhed og erklæringer om slaveri og børnearbejde. Derudover inkluderer de et generelt adfærdskodeks samt mere praktiske informationer som generelle indkøbsbetingelser. Dette udstråler Carlsbergs engagement i at opretholde høje standarder og etiske retningslinjer i deres forsyningskæde. (Carlsberggroup, Integrated supply chain, 2023).

Generiske strategier

Porters generiske strategier er en analysemodel, som omfatter fire konkurrencestrategier, der hver beskriver en måde, hvorpå en virksomhed kan konkurrere med andre udbydere på. Disse fire strategier fremgår af nedenstående figur, og bundes ud i to centrale faktorer. Om der er tale om et unikt produkt/produkt med lave omkostninger samt den pågældende virksomheds andel af totalmarkedet.

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

Figur 5: Porters generiske strategier. Kilde: <https://regnskabs-analyse.dk/analyser/ekstern-analyse/porters-generiske-strategier/>

Først og fremmest må det antages, at selskabet har en stor del af totalmarkedet. Denne antagelse kan begrundes med, at virksomheden er verdens tredje største øl producent, målt i solgte hektoliter. (Kragballe, 2022). Derudover er det også påvist i Carlsbergs årsrapport, at virksomheden enten er markedsleder eller markedsudfordrer på næsten samtlige markeder, hvor selskabet opererer. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 33, 35 & 37).

Det er integreret i Carlsbergs DNA, at de betragter øl som mere end bare en øl. Virksomheden bestræber sig konstant på at forbedre både produktkvaliteten og hele produktionsprocessen. Denne bestræbelse medfører naturligvis omkostninger, og det er derfor karakteristisk, at Carlsbergs produkter typisk ligger i en højere prisklasse. For eksempel koster en Harboe Pilsner, der tilhører et mere discount mærke, omkring 4 kr. pr. dåse. (Beepr.dk, Harboe Pilsner, 2023), mens Carlsbergs direkte konkurrent til dette, Carlsberg Pilsner, typisk koster næsten det dobbelte, nemlig 7-8 kr. pr. påse. (Beepr.dk, Carlsberg Pilsner, 2023). På trods af økonomisk pres og stigende inflation er det bemærkelsesværdig, at Carlsberg stadig kan opretholde en betydelig markedsandel. Dette understreger blot styrken af Carlsbergs produkter og deres brandværdi.

På baggrund af ovenstående kan det således konkluderes, at selskabet primære strategiske tilgang på et generelt niveau er ”differentiering”.

Ansoffs vækstmatrice

Ansoffs vækstmatrice repræsenterer en figur, der skitserer fire vækststrategier, alle designet til at erobre markedsandele. Disse strategier fokuserer på kombinationer af nuværende og nye produkter samt nuværende og nye markeder. Ved eksempelvis at fokusere på kombination af allerede eksisterende produkter på eksisterende markeder, vil man i nedenstående figur klassificere denne vækststrategi som ”Markedsindtrængning.”



Figur 6: Ansoffs vækstmatrice. Kilde: [Ansoffs vækstmatrice – Lederindsigt](#)

I forhold til Carlsbergs ”Sail’27-strategi” prioriterer virksomheden organisk vækst. Den grundlæggende geografiske sten er, at væksten skal komme på allerede eksisterende markeder. Dette understreges i Sail’27-strategiens geografiske fokus, som lægger vægt på vækst i det vesteuropæiske marked, og på at øge indsatsen på deres kernemarkeder i Asien. (Carlsberggroup, Our new strategy - Sail 27, 2023). Det tyder derfor på, at virksomhedens kortsigtede vækststrategi primært sigter mod de eksisterende markeder, hvor de ser potentiale for yderligere erobring af markedsandele. Denne ekspansion sigter primært mod at udnytte virksomhedens eksisterende produktportefølje, men det forventes også, som tidligere nævnt, at omkring en tredjedel af Carlsbergs produktion i 2030 vil bestå af produkter med lavt eller intet alkoholindhold. Derfor kan der være behov for nye produkter allerede inden 2027, som er Sail’27 strategiens tidsramme.

Udover de allerede ovennævnte vækststrategier, er det også værd at nævne integration, både vertikal og horisontal, som Carlsberg historisk set har benyttet sig af. Horisontal integration indebærer opkøb eller fusion med konkurrenter, mens vertikal integration kendetegnes ved overtagelse af et led i forsyningskæden. Som det også tidligere er nævnt, har Carlsberg tidligere opkøbt Tuborg, hvilket kan betragtes som horisontal integration. Derudover administrerer Carlsberg salget af Coca-Cola i Danmark. Dette kan betragtes som både horisontal og vertikal integration, da Carlsberg har overtaget rettighederne og tapningen af Coca-Cola produkterne i Danmark, hvilket udgør en del af Coca-Colas forsyningskæde.

Baseret på ovenstående, anses Carlsbergs nuværende vækststrategi at være ”markedsindtrængning.” Derudover er det ikke usandsynlig, at virksomheden vil benytte sig af produktudvikling og muligvis også markedsudvikling. Integration kan også være en mulighed for Carlsberg, hvis man tager udgangspunkt i historikken på dette område.

PESTEL-Analyse

En PESTEL-analyse er en velkendt model, som bruges til at analysere en virksomheds eksterne omstændigheder. Den giver et omfattende overblik over de eksterne faktorer, der enten positivt eller negativt påvirker virksomheden. PESTEL repræsenterer de seks elementer, der udgør analysen: politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og juridiske faktorer. Disse aspekter hjælper med at identificere og forstå de omgivende forhold, som kan forme virksomhedens succes eller udfordringer.

Political (Politiske forhold)

Carlsberg har oplevet betydelige påvirkninger fra politiske begivenheder i en turbulent, forandret og sundhedsfokuseret verden. Blandt disse begivenheder har Covid-19 pandemien

og konflikten mellem Rusland og Ukraine været af særlig betydning, hvilket har påvirket virksomhedens strategiske planlægning markant. Carlsberg forsøger naturligvis at forudsige og imødegå politisk ustabilitet, men da dette kan være forbundet med uforudsigelige reguleringer og/eller begivenheder, kan dette være en udfordrende øvelse.

Rusland må vurderes at udgøre en betydelig udfordring for Carlsberg, da markedet har været af særlig betydning for virksomheden. Mere end 8.000 medarbejdere, svarende til 21% af Carlsbergs samlede medarbejderstab, forventes at forlade virksomheden i forbindelse med afviklingen af aktiviteterne på det russiske marked. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 118). Derudover repræsenterer aktiver tilknyttet Rusland næsten 12 milliarder DKK eller ca. 10% af den samlede aktivmasse. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 62). Hertil skal endvidere nævnes, at Carlsberg allerede har nedskrevet den bogførte værdi af disse aktiver med knap 10 milliarder kr. alene i årsregnskabet for 2022 (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 106). Rusland har ikke kun været et stort marked for Carlsberg, men det har også været præget af betydelige udfordringer. Tidligere undersøgelser viste, at overdrevent alkoholforbrug var årsagen til halvdelen af dødsfaldene blandt russiske mænd. (Ritzau, 2009). Som følge heraf indførte den russiske regering flere tiltag for at dæmpe alkoholforbruget blandt deres borgere. Dette indebar både stigende afgifter på alkoholiske drikkevarer, hvilket førte til stigende priser, samt et forbud mod salg af øl i store flasker (Finans, 2015). Senest, og nok også med længder største politisk konsekvens, er Ruslands invadering af Ukraine. Først og fremmest havde det markant konsekvens for det ukrainske marked samt medarbejderne i Ukraine. Dernæst blev Carlsberg kritiseret for deres fortsatte aktivitet på det russiske marked, især da størstedelen af verdenen stod bag Ukraine. Dette pres førte til Carlsbergs svære beslutning om at afvikle al deres aktivitet på det russiske marked. (Schaumann, 2022). Det viste sig dog senere, at dette ikke var så simpelt, som det måske først var antaget. Rusland ønskede at bevare arbejdskraften på samme niveau, hvilket gjorde afviklingen af Carlsbergs forretning på det russiske marked mere kompleks. Hvis Carlsberg havde tømt forretningen, ville Rusland sandsynligvis have overtaget den og nationaliseret den, hvilket ikke var i Carlsbergs interesse. (Carlsberggroup, Carlsberg kritiserer dækningen i Berlingske Tidende, 2023). Derfor beholdt Carlsberg over en længere periode deres ølproduktion, hvor fokuset dog blev skiftet til deres dattermærker såsom Kronenbourg 1664. Alt sammen for at minimere skaden på Carlsberg-brandet.

Carlsberg afhændelse af det russiske marked afhænger stadig af at finde rette køber, hvilket har været en omkostningstung proces for virksomheden. Som tidligere nævnt har nedskrivningerne i forbindelse med Rusland alene løbet op i 10 milliarder kroner i 2022.

Udover Rusland må det også antages, at Carlsberg kan blive påvirket af sundhedsrevolutionen, som eksempelvis har fået tobakspriserne i Danmark til at eksplodere. Man har alene i Danmark over de seneste par år foretaget drastiske tiltag for at minimere rygning, hertil kan nævnes, at cigaretter alene er steget med 20 kr. eller svarende til ca. 50% på år, ligesom det også er blevet ulovligt at sælge tobak med smag. (DR, 2023). Dette understreger den skærpet fokus på sundhed, og det må vurderes, at alkoholsektoren kunne blive genstand for lignende reguleringer i fremtiden. Dette kan muligvis tilskrives som en af grundene til Carlsbergs stigende fokus på alkoholfrie alternativer til øl. Virksomheden øger intensiteten af deres produktionsaktiviteter og brandingindsats rettet mod alkoholfrie øl, idet de forventer en overordnet stigning i efterspørgslen og produktionen af disse varianter. Som tidligere berørt forventer Carlsberg, at omkring en tredjedel af deres produktion består af alkoholfrie øl inden 2030.

Economic (Økonomiske forhold)

Konjunkturer

Når man diskuterer økonomiske konjunkturer i relation til Carlsberg, synes brandet at være mindre følsomt over for disse fluktuationer. Selvom øl typisk betragtes som en nydelsesvarer snarere end en nødvendighed, er det vigtigt at bemærke, at det må antages, at øl i stigende grad betragtes som en almindelig vare i husholdninger og del af dagligdagens indkøb, og derfor ikke kun som et luksusprodukt. Der kan argumenteres for, at forbrugere måske foretrækker dyrere vine og specialøl i perioder med større økonomisk velstand, hvilket potentielt kunne påvirke Carlsberg negativt i sådanne højkonjunkturer. Carlsberg har forsøgt at imødegå denne risiko ved at have en bred produktportefølje, som også inkluderer ”premium” øl, som virksomheden kategoriserer sådan.

Desuden forventes det, at perioder med højkonjunktur, hvor der er øget økonomisk aktivitet, kan medføre flere arrangementer med større forbrug. Da Carlsberg, som tidligere nævnt, er sponsor for flere større begivenheder, forventes virksomheden også at kunne drage fordel af denne øgede aktivitet. I lavkonjunkturperioder, hvor forbrugerne er mere økonomisk tilbageholdende, er der tendens til at udskifte mulige dyrere vine og specialøl med mere almindelige og billigere løsninger, hvor Carlsberg også har et udvalgt af produkter til at imødekomme denne efterspørgsel. Alt i alt synes det konjunkturmæssigt, at Carlsberg ikke

ville være markant påvirket af eventuelle høj- eller lavkonjunkturer, hvilket kan konkluderes ud fra ovenstående betragtninger.

Valuta

Når vi skifter fokus til valutaudvikling, åbner der sig en anden diskussion. Carlsberg opererer på en række forskellige markeder, der bruger forskellige valutaer. Virksomheden aflægger sit årsregnskab i danske kroner (DKK), hvilket ifølge virksomhedens årsrapport medfører en række risici (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 72). Dette er knap så relevant for markeder, der bruger euro (EUR), da Danmark følger en fastkurspolitik over for euroen, hvilket sikrer, at den danske krone forbliver stabil i forhold til euroen inden for en margin på +/- 2,25%. (Nationalbanken, 2023).

Udfordringen opstår derimod på de øvrige markeder, især har man i Carlsbergs årsrapport for 2022 observeret en effekt som resultat af udviklingen i kinesisk yuan (CNY) og russisk rubel (RUB). (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 72).

Inflation

På linje med de fleste virksomheder påvirkes Carlsberg også af inflationen og de deraf følgende stigninger i råvarepriser. Inflationen er i øjeblikket en velkendt faktor, og Carlsberg har oplevet markante stigninger i omkostninger til råvarer. Alene i 2022 steg disse med 4,5 milliarder kroner, svarende til ca. 26 procent. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 70). Som kontrast hertil er produktionen af øl og andre drikkevarer kun steget med 6,2 millioner hektoliter eller 5,2%. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 10). Dette udgør en væsentlig udfordring, som Carlsberg dog er fuldt klar over, og virksomheden har identificeret reducere af inflationens konsekvenser, herunder stigninger i råvarepriser, som et af deres primære fokusområder i 2023. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 81).

Sammenlignet med en række af deres konkurrenter må det forventes, at Carlsberg har en konkurrencemæssig fordel på grund af deres størrelse som en betydelig aktør på markedet. Udover størrelsen har virksomheden, som tidligere benævnt, intensiveret indsatsen for at forbedre og udnytte deres produktionsfaciliteter i deres jagt på at forblive konkurrencedygtige.

Social (Sociokulturelle forhold)

I forhold til sociokulturelle forhold er der mange varierende aspekter, som er afgørende at tage højde for. Carlsbergs omfattende tilstedeværelse på forskellige markeder betyder, at virksomheden står over for forskellige udfordringer og variationer i forhold som

uddannelsesniveau, arbejdsmiljø, indkomst, ændringer i livsstil, værdier og holdninger, helbred samt den generelle kvalitet af infrastrukturen i de pågældende lande. Disse faktorer varierer fra marked til marked, og kræver derfor en dybdegående forståelse fra Carlsbergs side på hvert enkelt marked, da det kan være afgørende for både selskabets produktudvalg og dets markedsføringsstrategier på de forskellige markeder.

Carlsberg forsøger aktivt at imødekomme disse påvirkninger ved at etablere produktionsanlæg nær de største markeder. Derudover består virksomhedens medarbejderstab, som tidligere benævnt, af individer fra forskellige kulturelle baggrund, hvilket giver dem en værdifuld indsigt og viden om de forskellige markeder. Disse medarbejdere bidrager væsentligt til Carlsbergs forståelse og tilgang til de mangfoldige markeder, hvilket styrker virksomhedens evne til at tilpasse sig lokale forhold og behov.

Carlsbergs evne til at etablere produktionsanlæg og tiltrække medarbejdere med forskellige kulturelle baggrund kan derfor ses som en klar konkurrencefordel. Dette kan potentielt blive en afgørende faktor for virksomhedens konkurrenceevne på tværs af de forskellige markeder, og kan i princippet være uvurderligt. Carlsbergs engagement i kodekser og lignende retningslinjer understreger blot deres værdsættelse af mangfoldig produktion og medarbejderstab og understreger i øvrigt deres stræben efter at bibeholde denne konkurrencefordel.

Technological (Teknologiske forhold)

Den teknologiske påvirkning på Carlsberg anses umiddelbart ikke som afgørende for virksomhedens eksistens eller konkurrenceevne. Selvom der er kontinuerlige teknologiske fremskridt som automatisering af processer, optimeret distribution og generel modernisering, som potentielt kan påvirke Carlsberg, er brygningen af øl grundlaget og kernen for virksomhedens forretning. Denne kerneaktivitet vurderes ikke som sådan truet af fremtidige teknologiske udviklinger som eksempelvis modernisering, da brand-værdien og kendskabet til Carlsbergs øl vurderes at være nøglen. Dog kan der argumenteres for, at forbedringer i produktionsprocessen med for eksempel fokus på miljømæssig bæredygtighed kan tilvejebringe både markedsføringsmæssige og loyalitetsmæssige fordele.

Det er dog allerede en prioritet hos Carlsberg, som fremgår af både deres Sail'27-strategi og deres mål med "Together towards zero". Carlsbergs laboratorium er en afdeling, som er dedikeret til forskning og udvikling af forbedringer inden for ølproduktionen, og det har

tidligere bidraget til, at selskabet har sikret CSR-prisen som verdens mest vandeffective bryggeri. (Carlsberg, Carlsberg Danmark vinder CSR-pris, 2023).

På baggrund heraf vurderes Carlsberg som en ledende aktør inden for udvikling og dermed også teknologisk udvikling, hvorfor der i øjeblikket ikke vurderes en øget risiko som følge af de teknologiske udviklinger.

Environmental (Miljømæssige forhold)

Miljømæssige forhold har en afgørende indflydelse på Carlsberg især i en tid, hvor verden generelt er mere opmærksom på miljøet end nogensinde før. Hvis man som kontrast til ølmarkedet kigger på bilindustrien, har man implementeret flere initiativer for at minimere miljøpåvirkningen, som ses med faldet i brugen af store motorer og en stigende tendens til elbiler. Carlsberg har lige så vel et mål omkring, at ølproduktionens negative påvirkning på miljøet skal minimeres så meget som muligt og har derfor iværksat "Together Towards Zero" målet. Et mål, som bestræber sig mod en nulpåvirkning på miljøet, som gerne skal være indfriet i 2040. Det giver Carlsberg en markedsføringsmæssig og loyalitetsmæssig fordel, idet forbrugerne ønsker at støtte organisationer og virksomheder, som handler bæredygtigt for at sikre planeten. Hvis man alene tager udgangspunkt i det danske marked ud fra en analyse fra 2022, er mere end halvdelen af danskerne bekymret omkring global opvarmning, ophobning af plastik i naturen og forurening af natur, som har medført, at hele 95% har ændret adfærd eller er villig til at ændre adfærd – Til denne analyse skal dog nævnes, at 40% af respondenterne har ændret deres holdning fra "helt sikkert" til en mindre grad af adfærdsændring, som hovedsageligt kan henføres til inflationen, hvor danskerne i højere grad prioriterer deres bekymringer omkring stigende priser og derved forsøger at finde en mellemvej mellem bæredygtighed, og at tingene løber rundt. (fødevarer, 2023).

Undersøgelsen skal selvfølgelig ses i lyset af, at Danmark er kåret som verdens mest bæredygtige land (Klima-, 2022), men det er helt sikkert tænkeligt, at den øvrige verden og derved de øvrige markeder, hvor Carlsberg opererer, også har en holdning til bæredygtighed og virksomheders ageren ud fra dette.

Legal (lovgivningsmæssige forhold)

Det er klart, at Carlsbergs primære aktivitet ligger inden for alkoholproduktion, og virksomheden opererer hovedsageligt inden for alkoholindustrien. Denne sektor er underlagt omfattende lovgivninger, der i øvrigt varierer fra land til land. Dette inkluderer forskellige aldersgrænser for køb af alkohol, regler for alkoholindtagelse og kørsel samt en bred vifte af restriktioner vedrørende markedsføring, hvilket alt sammen påvirker Carlsbergs

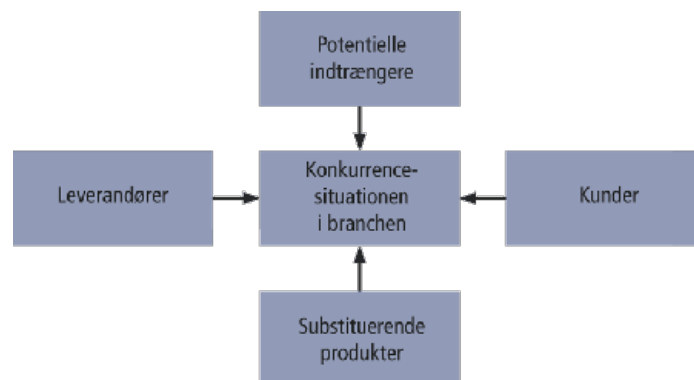
forretningsmodel enten direkte eller indirekte. Risikoen er kompleks og vanskelig for Carlsberg at adressere, da den som understreget stammer fra lovgivninger, som virksomheden er forpligtet til at overholde.

Carlsberg forsøger dog at mindske disse konsekvenser, ved eksempelvis at anvende ”skjult markedsføring,” som kan henføres til deres sponsoraftaler. Dette er blot et enkelt eksempel af virksomhedens tiltag for at imødegå de begrænsninger, som kan forekomme på baggrund af dikteringen fra lovgivningen.

Porters Five Forces

Porters five forces bruges til at analysere konkurrencesituationen inden for en branche ved at identificere og vurdere fem centrale faktorer, som alle sammen påvirker virksomhedens konkurrenceevne og profitabilitet. Ved at undersøge truslen fra nye indtrængere, købernes og leverandørernes forhandlingsstyrke, truslen fra substituerende produkter samt den eksisterende konkurrencesituation er det muligt at opnå værdifulde indsigt i branchen og forstå virksomhedens udformning af strategier.

Der vil ud fra hver faktor blive udarbejdet et barometer til at visualisere truslen fra de forskellige faktorer



Figur 7: Porters Five Forces. Kilde: [Porters five forces definition | InvestEd](#)

Truslen fra potentielle indtrængere

Ved betragtning af potentielle indtrængere på markedet diskuteres to aspekter: mikrobryggerier og potentielle konkurrenter til Carlsberg, hvori størrelse og styrke evalueres. Produktionen af øl kræver en vis grad af ekspertise, men denne viden vurderes ikke at være absolut uigennemtrængelig. Derfor ses mikrobryggerier, som fokuserer på mere specialiserede øl og generelt producere af mindre mængder som relativt truende. Historisk set har større aktører dog ofte anvendt horisontal integration, hvor disse mindre bryggerier er opkøbt, hvilket indikerer en vis sårbarhed for mikrobryggerier, til trods for deres potentielle

indtrængen. (Fødevarewatch, Carlsberg-chef vil vokse ved opkøb af mindre bryggerier, 2018).

Når det kommer til reelle konkurrenter for Carlsberg, antages disse at være producenter, der opererer på større skalaer. Som de tidligere analyser har belyst, besidder Carlsberg en omfattende historisk knowhow, betydelige økonomisk magt og stordriftsfordele, som potentielle nye konkurrenter vil finde vanskeligt at matche. Denne situation resulterer i en høj adgangsbarriere for nye aktører på markedet og dermed en lav trussel.

Samlet set vurderes truslen fra potentielle indtrængere derfor som lav. Dette skyldes enten, at mindre bryggerier ikke udgør betydelig konkurrence for Carlsberg, eller at de ofte absorberes af større aktører på markedet. Derudover kræver produktionen af øl i Carlsbergs omfang betydelig ekspertise, ressourcer og økonomiske investeringer, som vurderes forholdsvis tung for potentielle indtrængere.

 Lav trussel

Høj trussel

Truslen fra substituerende produkter

Når man diskuterer truslen fra substituerende produkter, fokuseres der på alternative produkter, der kan tilfredsstille de samme forbrugerbehov. Dette perspektiv retter sig derfor primært mod andre alkoholiske drikkevarer, da det vurderes, at sådanne produkter opfylder lignende behov for forbrugerne. Listen over potentielle substitutter er lang og inkluderer eksempelvis cider (som Carlsberg også producerer), vin, spiritus samt færdiglavede cocktails, som i øvrigt ses hyppigere.

På baggrund af den omfattende række af substituerende produkter og forbrugernes i øvrigt lave omkostninger ved at skifte fra ét produkt til et andet, vurderes truslen fra substituerende produkter for værende høj.

 Lav trussel

Høj trussel

Kundernes forhandlingsstyrke

Carlsbergs slutforbruger er dem, som nyder deres produkter. Ifølge Carlsbergs egen årsrapport er dette dog ikke deres reelle kunder. Carlsbergs kundegruppe kan opdeles i to hovedkategorier: Off-trade og On-trade

Off-trade

Kundegruppen Off-trade omfatter salget af Carlsbergs produkter til detailforretninger såsom supermarkeder, tankstationer, døgnbutikker osv. Denne kundebase spænder bredt fra store detailkæder til mindre lokale supermarkedet, hvilket selvfølgelig også medfører varierende individuel forhandlingsstyrke overfor Carlsberg. Samlet set er det dog rimeligt at antage, at Carlsberg ønsker deres produkter på hylderne, da det ikke kun genererer salg, men også fungerer som en form for markedsføring ved at skabe opmærksomhed omkring deres brand. At markedsføring i øvrigt er en mere besværlig øvelse i denne branche, mindsker ikke Carlsbergs ønske omkring tilstedeværelse i størstedelen af markedernes detailforretninger. På den anden side er det dog også sandsynligt, at supermarkederne har interesse i at have Carlsbergs produkter på hylderne. Carlsberg er et velkendt brand, og detailforretninger kan drage fordel af at markedsføre kampagner omkring Carlsbergs produkter, og derved lokke slutbrugeren i butikken, som derigennem kan skabe mersalg. Derfor vurderes det, at forhandlingsstyrken hos Off-trade kunderne er en smule over middel, da de kan forhandle gunstige aftaler, hvor Carlsberg stræber efter at sikre deres produkter i butikkerne. Samtidig er detailkæderne dog også motiverede for at have Carlsbergs produkter i deres sortiment.

On-trade

Selskabets On-trade kunder udgøres af hoteller, restauranter, barer, diskoteker m.v. Forhandlingsstyrken for både On-trade- og Off-trade kunder har visse fællestræk, men adskiller sig også delvist fra hinanden. Carlsberg stræber naturligvis efter at være bredt tilgængelig, og mange beværtninger kan muligvis betragte det som et kvalitetsstempel at kunne tilbyde Carlsbergs produkter. Der er derudover stadig en vis markedsføringsmæssig fordel for Carlsberg i at være til stede på disse steder, da ølhaner typisk er opsat med logo, ligesom øl stadig også serveres på flaske. Dog kan øllet også serveres i andre glas, hvilket ikke nødvendigvis gavner Carlsbergs brand. En anden forskel ligger i forbrugernes præferencer, når de nyder drikkevarer ude. Det er almindeligt at opleve, at når man eksempelvis bestiller en pilsner på en restaurant, bar eller diskotek, er det sjældent afgørende, om der er tale om Carlsbergs pilsner, Royal Unibrews pilsner, Tuborgs pilsner eller en helt fjerde. Denne holdning styrker on-trade kundernes forhandlingsstyrke, da de ikke ville miste mange kunder ved at skifte leverandør og dermed nemmere kan lægge pres på priserne hos ølproducenterne.

Baseret på dette vurderes On-trade kundernes forhandlingsstyrke som over gennemsnittet, og derved også en trussel over middel.

Samlet vurderes truslen fra kundernes forhandlingsstyrke som en smule over middel



Lav trussel

Høj trussel

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Carlsbergs leverandører involverer både råvareleverandører til produktionsprocessen og leverandører af maskiner og udstyr til selve produktionsfaciliteterne. Med udgangspunkt i Carlsbergs størrelse antages det generelt, at virksomheden besidder en vis forhandlingsstyrke overfor sine leverandører, hvilket i modsat retning betyder, at leverandørerne i forhold til Carlsberg har en relativt svag forhandlingsstyrke. Dette skyldes, at Carlsberg opererer på globalt plan og typisk indkøber homogene produkter til deres produktion, hvilket gør det lettere for Carlsberg at skifte leverandører sammenlignet med leverandørernes mulighed for at erstatte Carlsberg. Desuden forventes Carlsbergs interne forsknings- og udviklingsindsats at være af betydelig betydning, hvilket reducerer afhængigheden af leverandører af produktionsudstyr og maskiner.

Baseret herpå vurderes truslen fra leverandørernes forhandlingsstyrke som lav.



Lav trussel

Høj trussel

Konkurrencesituationen i branchen

Ølbranchen er overordnet set præget af få, men store aktører, både på nationalt og internationalt plan. På det internationale niveau domineres markedet hovedsageligt af tre aktører: Carlsberg, Heineken og Anheuser Busch (Børsen, 2019). På nationalt plan, som for eksempel på det danske marked, bør Royal Unibrew også indregnes i denne ligning (Fødevarerwatch, Verdens største bryggeri vil vokse sig fem gange så stor i Danmark, 2020). Som følge af, der er tale om få store aktører kombineret med forbrugernes præferencer spiller en stor rolle, vil der være tale om et marked som klassificeres som differentieret oligopol.

SWOT-analyse

En SWOT-analyse tjener til at identificere de interne styrker og svagheder i en virksomhed og belyser de eksterne muligheder og trusler, den står overfor. Den kan fungere som en

konsolidering af de tidligere udarbejdet analyser, og dermed assistere i at sammenfatte virksomhedens position på markedet samt i planlægningen af dens fremtidige strategier

Interne forhold	
Styrker	Svagheder
- Stærke positioner på markedet - Carlsbergs Laboratorium - ISC - Knowhow - Differentieret produktportefølje - Stærk værdikæde	- USA & Sydamerika - Afhængighed af modne markeder. - Afviklingen af Rusland har kostet dyrt
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
- Efterspørgsel på ikke alkoholiske drikkevarer - (Forbrugeradfærd – bæredygtighed) - Stor forhandlingsstyrke overfor deres leverandører	- Inflation (stigende råvare priser) - Lovmæssige tiltag - Rusland – Ukraine - Valutakurser - Forbrugeradfærd (sundhed)

Figur 8: SWOT-analyse. Kilde: Egen tilvirkning

Styrker

I de tidligere analyser fremgår det klart, at Carlsberg har betydelige interne styrker. Selskabet har et stærkt fodfæste på de markeder, hvor det opererer, og er typisk anset som enten markedsleder eller markedsudfordrer. Dette stærke fundament skyldes en solid værdikæde, der inkluderer forskning, udvikling, en integreret forsyningskæde og en omfattende knowhow, hvilket resulterer i betydelige stordriftsfordele for selskabet. Derudover har selskabet en omfattende og varieret produktportefølje, der tilgodeser en bred vifte af forbrugernes præferencer.

Svagheder

En svaghed for virksomheden er dens fravær på det amerikanske og sydamerikanske marked. På trods af at Carlsberg er anerkendt som en af verdens førende øl producent, og dertil har et ønske om global anerkendelse, kan det være bemærkelsesværdigt, at den endnu ikke har formået at fastsætte sig på disse markeder. Dette videreudvikler i øvrigt en afhængighed af deres eksisterende markeder, som måske allerede kan anses for modne og mættede, hvilket hæmmer selskabets vækstpotentiale. Vækstpotentialet for Carlsberg i eksempelvis

Vesteuropa, som i øvrigt udgør 50% af selskabets samlede omsætning (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 11), kan synes at være begrænset i forhold til potentialet i Sydamerika og USA.

Fraværet kan muligvis tilskrives amerikanernes stærke loyalitet overfor Anheuser Busch, hvilket besværliggør konkurrence på dette marked. Det kan muligvis resultere i en nedprioritering af disse markeder til fordel for investeringer i det asiatiske-, vest europæiske- og centrale og østeuropæiske marked..

Muligheder

Forbrugernes skiftende adfærd, der omfatter en efterspørgsel efter ikke-alkoholiske drikkevarer, bæredygtighedsprincipper og selskaber der forsøger at minimere den stigende inflation, repræsenterer potentielle muligheder for Carlsberg med hensyn til at øge deres markedsandele. Virksomheden har en lang historie bag sig, hvilket har medført en bred viden og en stærk værdikæde. Denne kapacitet kan udnyttes til at promovere, fremstille og videreudvikle ikke-alkoholiske drikkevarer. Ydermere hører Carlsberg hjemme i Danmark, et af verdens mest bæredygtige lande, hvilket giver virksomheden et markedsføringsmæssigt forspring. Udover dette ligger en af virksomhedens prioriteter i forskning og udvikling, hvilket giver dem muligheden for at implementere flere bæredygtige tiltag, som det blev eksemplificeret med oprettelsen af vandgenindvindingsanlægget i Fredericia.

Trusler

Carlsberg står over for adskillige eksterne trusselsfaktorer. Blandt de mest markante trusler i skrivende stund er konsekvenserne af selskabets afvikling på det russiske marked som følge af Rusland og Ukraine konflikten. Samtidig udgør ændringerne i forbrugernes adfærd, især i retning af øget fokus på sundhed, en trussel, da det kan resultere i en reduceret efterspørgsel efter øl. Desuden udgør den generelle stigning i inflation og råvarepriser en trussel, idet det kan påvirke virksomhedens evne til at producere og sælge øl, der matcher forbrugernes efterspørgsel samtidig med at opretholde lønsomheden. Til sidst må det antages, at lovgivningsmæssige initiativer udgør en betydelig trussel for alkoholindustrien generelt.

TOWS-Analyse

TOWS-analysen repræsenterer en udvikling af SWOT-analysen. Ved at integrere selskabets interne styrker og svagheder med de eksterne muligheder og trusler, kan strategiske handlingsmuligheder identificeres.

SO (styrker og muligheder)

Selskabet har en række handlingsmuligheder, når man sammenkobler deres interne styrker med eksterne muligheder. Med deres robuste værdikæde, dybdegående viden og integrerede forsyningskæde har selskabet en unik mulighed for at udvikle og markedsføre ikke-alkoholiske drikkevarer. Dette produktsegment oplever allerede en stigende efterspørgsel, og forventes at forsætte sin vækst i de kommende år. Desuden, takket være deres forskningslaboratorium og hjemlige rødder, kan Carlsberg imødegå forbrugernes skiftende adfærd i retning af større fokus på bæredygtighed.

WO (Svagheder og muligheder)

Det må formodes, at et land af USA's størrelse også vil opleve øget fokus på bæredygtighed, hvilket åbner en betydelig mulighed for Carlsberg i forhold til markedsføring. Dog synes Carlsberg at se investeringsmulighederne i eksisterende markeder som mere profitabelt. Det tyder umiddelbart ikke på, at Carlsberg har planer om at træde ind på dette marked, hvilket bekræftes af virksomhedens Sail'27 strategi.

ST (Styrker og Trusler)

For at minimere eksterne trusler gennem selskabets interne styrker er der håndgribelige handlingsmuligheder i relation til forbrugernes sundhedsfokuserede adfærdsændringer og de stigende råvarepriser. I deres årsrapport for 2022 nævner selskabet selv ønske om at begrænse stigningen i råvarepriserne. Dette indebærer sandsynligvis, at selskabet vil udforske muligheder for at udnytte deres stordriftsfordele endnu mere effektivt end hidtil set. Derved kan omkostningsbesparelser opnås andre steder, hvilket potentielt kan holde priserne på deres produkter nede. Derudover har selskabet potentiale gennem deres robuste værdikæde til at udvikle og markedsføre ikke-alkoholiske drikkevarer, der imødekommer forbrugernes efterspørgsel efter sundere alternativer.

WT (Svagheder og Trusler)

Afviklingen af Carlsbergs aktiviteter på det russiske marked er en af de mest bemærkelsesværdige svagheder og trusler. Selskabet arbejder på at afvikle alle deres operationer på det russiske marked uden at skade deres brand alt for meget, samt i håb om at minimere tabet så meget som muligt. Et produktivt handlingsforslag kunne være at identificere en løsning, der minimerer tabet så meget som muligt, samtidig med at selskabet bevarer deres brandværdi

Delkonklusion: Hvordan påvirker de strategiske forhold værdiansættelsen?

Hvis man skal sammenfatte Carlsbergs strategiske position med hensyn til både interne og eksterne faktorer, fremstår virksomheden som robust og velfunderet. Den besidder omfattende positive aspekter som stor viden, en attraktiv historie, en solid værdikæde og flere lovende vækstmuligheder. Disse ressourcer vurderes at være i stand til at imødegå og håndtere de svagheder og trusler, virksomheden står over for. De strategiske forhold i Carlsberg synes derfor at have en gunstig effekt på selskabets værdiansættelse.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål at kaste lys over Carlsbergs historiske økonomiske resultater. Den udgør sammen med den strategiske analyse grundlaget for budgetlægningen, som danner grundlag for værdiansættelsen af virksomheden. Regnskabsanalysen vil omfatte flere elementer. Først og fremmest vil den anvendte regnskabspraksis blive vurderet og analyseret. Som også nævnes i næste afsnit, er selskabet underlagt en regnskabsklasse, der indebærer betydelige oplysningskrav i deres årsrapport. Det medfører blandt andet flere forudberegnet nøgletal, hvorfor det kun vurderes at være nødvendigt at omformulere balancen. Balancen er derfor blevet reformuleret til et managerial balance sheet. Herefter vil der blive udført en rentabilitetsanalyse, baseret på en række nøgletal fra de seneste fem år. Derudover vil selskabets nøgletal blive sammenlignet med Anheuser Busch's og Heinekens nøgletal. Dette gøres for at give et bedre indblik i Carlsbergs præstationer i forhold til lignende konkurrenter på markedet.

Anvendt regnskabspraksis

Carlsberg er et børsnoteret selskab og indgår derfor således i regnskabsklasse D. Det indebærer først og fremmest, at selskabet har en forpligtelse til at udarbejde og indberette en årsrapport. For selskaber, som indgår i regnskabsklasse D, skal årsrapporten som minimum inkludere en ledelsespåtegning, ledelsesberetning, hoved- og nøgletalsoversigt, resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse, noter og revisionspåtegning. Selskabet har tillige en forpligtelse til at inkludere oplysninger i årsrapporten, som vurderes relevante i forhold til at give regnskabslæseren et retvisende billede. (Erhvervsstyrelsen, 2023). Udover dette er virksomheder i denne regnskabsklasse pålagt at udarbejde deres regnskaber i overensstemmelse med IFRS (International Financial Reporting Standards), hvilket er den internationale årsregnskabs standarder. Denne praksis

sikrer konsistens og sammenlignelighed mellem de udarbejdede årsrapporter for børsnoteret selskaber, hvilket letter interessenters forståelse af virksomheders finansielle status.

Carlsbergs seneste fem årsrapporter, der udgør grundlaget for regnskabsanalysen, er alle blevet påtegnet med en blank revisorpåtegning, og kan derfor betragtes som pålidelige.

Desuden modtog Carlsberg Årsrapportprisen i 2021, en årlig pris uddelt af Foreningen af Statsautoriserede revisorer (FSR). FSR fremhævede især Carlsbergs evne til at skabe en klar og sammenhængende rapportering med en gennemgående rød tråd gennem hele deres årsrapport. (FSR, 2021)

Reformulering af balance

Carlsbergs balance er nedenfor blevet reformuleret til et managerial balance sheet, hvor den konventionelle opdeling med aktiver og passiver er byttet ud med invested capital og capital employed. Dette resulterer i den opdeling, hvor anlægsaktiver, likvide midler og arbejdskapitalen (WCR) ligger på ene side, mens kortfristet og langfristet gæld ligger på den anden side. Denne struktur giver mulighed for et overskueligt og præcist overblik over både kort- og langfristet gæld og identificerer samtidig, hvor stor den del af gælden der er rentebærende. Udover dette giver det også et samlet overblik over arbejdskapitalen.

Arbejdskapitalen repræsenterer den kapital, der er bundet i virksomheden for at støtte den daglige drift. Den udgøres af en sammensætning af omsætningsaktiver og kortfristet ikke-rentebærende gældsforpligtelser. Med andre ord inkluderer arbejdskapitalen varedebitorer, lagre, forudbetalinger, varekreditorer, periodeafgrænsningsposter og andre kortfristet skyldige omkostninger.

I processen med at udarbejde det nedenstående managerial balance sheet er diverse noter blevet gennemgået for at identificere eventuelle rentebærende regnskabsposter. Det er i den forbindelse konstateret, at regnskabsposter som "Other receivables" og "Other liabilities" eller lignende ikke er rentebærende og derfor også er inkluderet i arbejdskapitalen.

Til sidst bør det påpeges, at i årsrapporterne for både 2021 og 2022 fremgår aktiver og passiver, der er relateret til afviklingen på det russiske marked. Disse specifikke forhold er ligeledes inkluderet i arbejdskapitalen.

Managerial balance sheet					
DKK Million	2022	2021	2020	2019	2018
Likvider	8.163,00	8.344,00	8.093,00	5.222,00	5.589,00
WCR	(16.880,00)	(22.368,00)	(16.587,00)	(16.473,00)	(14.751,00)
<i>Inventories</i>	<i>5.718,00</i>	<i>5.391,00</i>	<i>4.613,00</i>	<i>4.751,00</i>	<i>4.435,00</i>
<i>Trade receivables</i>	<i>5.067,00</i>	<i>5.710,00</i>	<i>3.725,00</i>	<i>5.339,00</i>	<i>5.084,00</i>
<i>Tax receivables</i>	<i>214,00</i>	<i>171,00</i>	<i>211,00</i>	<i>199,00</i>	<i>213,00</i>
<i>Other Receivables</i>	<i>2.505,00</i>	<i>2.355,00</i>	<i>1.585,00</i>	<i>1.661,00</i>	<i>1.925,00</i>
<i>Prepayments</i>	<i>964,00</i>	<i>929,00</i>	<i>769,00</i>	<i>776,00</i>	<i>840,00</i>
<i>Trade payables</i>	<i>(21.917,00)</i>	<i>(20.642,00)</i>	<i>(16.598,00)</i>	<i>(17.149,00)</i>	<i>(16.199,00)</i>
<i>Returnable packaging materials</i>	<i>(1.627,00)</i>	<i>(1.504,00)</i>	<i>(1.276,00)</i>	<i>(1.545,00)</i>	<i>(1.583,00)</i>
<i>Provisions</i>	<i>(807,00)</i>	<i>(942,00)</i>	<i>(1.277,00)</i>	<i>(1.663,00)</i>	<i>(1.100,00)</i>
<i>Tax payables</i>	<i>(1.012,00)</i>	<i>(1.350,00)</i>	<i>(925,00)</i>	<i>(999,00)</i>	<i>(878,00)</i>
<i>Other liabilities</i>	<i>(13.503,00)</i>	<i>(12.677,00)</i>	<i>(7.414,00)</i>	<i>(7.843,00)</i>	<i>(7.488,00)</i>
<i>Værdi af russiske aktiver</i>	<i>7.518,00</i>	<i>191,00</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Anlægsaktiver	81.092,00	103.292,00	99.820,00	105.172,00	99.614,00
Invested Capital	72.375,00	89.268,00	91.326,00	93.921,00	90.452,00
Kortfristet gæld	5.781,00	6.167,00	959,00	4.112,00	7.233,00
<i>Heraf rentebærende</i>	<i>5.781,00</i>	<i>6.167,00</i>	<i>959,00</i>	<i>4.112,00</i>	<i>7.233,00</i>
Langfristet gæld	66.594,00	83.101,00	90.367,00	89.809,00	83.219,00
<i>Heraf rentebærende</i>	<i>22.865,00</i>	<i>22.755,00</i>	<i>29.291,00</i>	<i>20.879,00</i>	<i>16.750,00</i>
<i>Heraf EK</i>	<i>34.722,00</i>	<i>48.756,00</i>	<i>43.362,00</i>	<i>46.034,00</i>	<i>47.889,00</i>
Capital Employed	72.375,00	89.268,00	91.326,00	93.921,00	90.452,00

Figur 9: Managerial balance sheet. Kilde: Egen tilvirkning +
(Carlsberg, Annual report, 2022) (Carlsberg, Annual report, 2021)
(Carlsberg, Annual report, 2020) (Carlsberg, Annual report, 2019)
(Carlsberg, Annual report, 2018)

Som det fremgår af ovenstående, har Carlsbergs arbejdskapital været negativ gennem hele analyseperioden. Med andre ord overstiger selskabets kortfristet gældsforpligtelser værdien af dens omsætningsaktiver, eksklusiv likvider. Ved første øjekast kan dette synes som en svaghed, men det kan faktisk være en bevidst strategi, hvilket understreges af et vedvarende mønster igennem hele perioden. En negativ arbejdskapital betyder også, at leverandørerne bidrager til at finansiere virksomhedens drift, hvilket reducerer behovet for finansiering og dermed minimerer afhængigheden af rentebærende lån.

Derudover betyder en negativ arbejdskapital også, at selskabets frie pengestrømme vil stige. Som det fremgår af det ovenstående managerial balance sheet, har Carlsberg forøget den negative arbejdskapital i regnskabsårene 2021 og 2022, såfremt værdien af de russiske aktiviteter udelades. Denne stigning kan tilskrives selskabets øgede behov for likviditet i forbindelse med afviklingen af aktiviteterne på det russiske marked.

Det er dog vigtigt at understrege, at en sådan strategi, som Carlsberg har implementeret, kan være forbundet med betydelig risiko, da selskabet kan stå over for udfordringer med at opfylde dets kortfristede gældsforpligtelser i takt med deres forfald. Dette understreges yderligere af det faktum, at selskabets likvide midler ikke dækker den negative arbejdskapital, og derved kan bidrage til dette forhold.

Rentabilitetsanalyse

Special Items

"Special items include significant income and expenses of a special nature in relation to the Group's revenue generating activities that cannot be attributed directly to the Group's ordinary operating activities." (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 90). I Carlsbergs årsrapport refereres der til special items som usædvanlige eller ekstraordinære begivenheder, transaktioner eller poster, der ikke direkte relaterer sig til virksomhedens normale aktiviteter i løbet af året. Carlsberg bestræber sig derfor på at identificere disse omkostninger og indtægter separat i en dedikeret notelinje for at give regnskabslæseren et mere retvisende billede af virksomhedens finansielle situation med fokus på dens primære aktiviteter.

Special items i 2022 er stærkt præget af selskabets nedskrivning af goodwill, som er en konsekvens af Rusland & Ukraine konflikten. Derudover inkluderer denne post tilbageførsel af tidligere hensættelser, øvrige nedskrivninger, donationer, udgifter relateret til virksomhedsopkøb osv. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 89). Selskabet har valgt at placere denne regnskabspost efter EBIT. Som det fremgår af Carlsbergs årsrapport på side 129, har dette den betydning, at disse omkostninger ikke bliver medregnet i beregningen af nogen af selskabets offentliggjorte nøgletal såsom overskudsgraden og afkastningsgraden.

Da størstedelen af disse omkostninger/indtægter relaterer sig til poster, som normalt optræder før EBIT, kan Carlsbergs valg af placering i resultatopgørelsen give anledning til spørgsmål. På den ene side kan der argumenteres for, at Carlsbergs placering efter EBIT giver et mere retvisende billede af eksempelvis overskudsgraden, idet disse poster, som vurderes at være udenfor normalbilledet af Carlsbergs aktiviteter, er undladt i beregningen. På den anden side kan man til gengæld tale om en manipulering af afkastningsgraden, som i 2022 vurderes at være positiv. Med dette menes der, at nedskrivningen af goodwill, som er en kreditpostering på balancen, og derved har ført til en reduktion af aktivmassen, indgår i beregningen af afkastningsgraden, hvilket har en positiv indflydelse herpå. Omvendt er debetposteringen i driften, som normalvis ville have en negativ effekt på afkastningsgraden, udeladt af selvsamme beregning.

Foruden denne diskussion omfatter selskabets special items forskellige poster og begivenheder, der ikke nødvendigvis kan betragtes som atypiske i forhold til selskabets normale aktivitet. Et eksempel herpå er tilbageførsel af tidligere hensættelser. Disse tilbageførsler relaterer sig først og fremmest til skønsmæssige poster, der sandsynligvis er blevet bogført baseret på ledelsens skøn og vurdering ud fra den bedste tilgængelige information på det pågældende tidspunkt. Derudover fremgår tilbageførte hensættelser og

øvrige nedskrivninger i alle regnskabsår, som er anvendt i denne analyse.

Det er dog rimeligt at antage, da alle årsrapporter, der anvendes i analysen, er blevet revideret og påtegnet blankt af eksterne revisorer, at risikoen for manipulerede og dermed unøjagtige nøgletal er blevet adresseret. På baggrund af dette er nedenstående analyse af selskabets nøgletal udarbejdet på baggrund af Carlsbergs offentliggjorte nøgletal. Nøgletal, der ikke er offentliggjort af Carlsberg, er forsøgt udregnet ud fra samme metodik for at sikre en sammenhængende og konsistent analyse.

Omsætning, resultat og solgte liter

Omsætning og resultat					
DKK Million	2022	2021	2020	2019	2018
Omsætning	70.265	60.097	58.541	65.902	62.503
<i>Indeks</i>	<i>112,42</i>	<i>96,15</i>	<i>93,66</i>	<i>105,44</i>	<i>100,00</i>
Resultat før skat	9.961	10.447	9.041	10.228	8.519
<i>Indeks</i>	<i>116,93</i>	<i>122,63</i>	<i>106,13</i>	<i>120,06</i>	<i>100,00</i>
Resultat efter skat	108	8.009	6.808	7.477	6.133
<i>Indeks</i>	<i>1,76</i>	<i>130,59</i>	<i>111,01</i>	<i>121,91</i>	<i>100,00</i>

Solgte hektoliter					
Millioner hektoliter	2022	2021	2020	2019	2018
Øl	102,4	98,8	110,1	113,0	112,3
<i>Indeks</i>	<i>91,2</i>	<i>88,0</i>	<i>98,0</i>	<i>100,6</i>	<i>100,0</i>
Andre drikkevarer	23,0	20,4	20,0	21,9	20,8
<i>Indeks</i>	<i>110,6</i>	<i>98,1</i>	<i>96,2</i>	<i>105,3</i>	<i>100,0</i>

Figur 10: Omsætning & resultat. Kilde: Egen tilvirkning + (Carlsberg, Annual report, 2022)

Som ovenstående tal angiver, har selskabet øget sin omsætning med 12,42% og sit resultat før skat med 16,93% over en femårig periode. Det er dog vigtigt at inkludere inflationen i sådan en analyse. Nettoprisindekset i Danmark er eksempelvis steget med 14,7 procent fra januar 2018 til december 2022. (statistik, 2023). Dette indikerer en reelt faldende omsætning for selskabet, når det sammenlignes med nettoprisindekset i Danmark. En yderligere indikation på faldet kan henføres til salget af øl og andre drikkevarer, som er faldet fra 131,1 millioner hektoliter i 2018 til 125,4 millioner hektoliter i 2022. Det bemærkelsesværdige er derfor, at selskabet, på trods af et dalende salg, har forøget sit resultat før skat med 16,93 procent. Ydermere er det fascinerende, at et selskab som Carlsberg, der forventes at være betydeligt påvirket af krisetider som Covid-19, faktisk formåede at forbedre dens resultat før skat med 6,13% i 2020 sammenlignet med 2018, da 2020 netop er året hvor Covid-19 pandemien brød ud. Dette understreger Carlsbergs robuste værdikæde, som er belyst i den strategiske analyse, som bidrager til at minimere omkostninger og opretholde positive resultater i vanskelige perioder.

Regnskabstallene viser, at resultatet efter skat er faldet med 98,24% i 2022 sammenholdt med

2018, hvilket direkte kan henføres til resultaterne af de russiske aktiviteter, der er planlagt til salg. Disse udgjorde alene 8.075 millioner kr. 2022.

Selskabets salgsudvikling tydeliggør også forbrugernes ændrede adfærdsmønstre. Salget af øl er i perioden faldet med 8,8%, mens andre drikkevarer, herunder ikke-alkoholiske drikkevarer, steg med 10,6% i tilsvarende periode. Baseret på den tidligere udførte strategiske analyse må det formodes at denne udvikling vil forsætte de kommende år, hvilket sandsynligvis vil resultere i en mere ligelig fordeling mellem salget af øl og andre drikkevarer.

De beregnede nøgletal i det følgende afsnit er afledt af egen tilvirkning med anvendelse af data hentet fra Carlsbergs årsrapporter i analyseperioden. (Carlsberg, Annual report, 2022) (Carlsberg, Annual report, 2021) (Carlsberg, Annual report, 2020) (Carlsberg, Annual report, 2019) (Carlsberg, Annual report, 2018).

Afkastningsgrad (ROIC)

Afkastningsgraden reflekterer det proportionelle forhold mellem den faktiske indtjening og den mængde kapital, der er investeret i virksomheden.

Afkastningsgraden (ROIC)					
%	2022	2021	2020	2019	2018
ROIC	15,2	12,5	8,9	8,8	8,1

I analyseperioden har afkastningsgraden oplevet en stigning på 7,1 procentpoint. Når man evaluerer afkastningsgraden, er det almindeligt at sammenligne den med markedrenten plus et risikotillæg for at vurdere, om investeringen i virksomheden er mere profitabel end at placere kapitalen i obligationer eller i banken. Afkastningsgraden tilfredsstillelsesniveau er i høj grad branchefølgende på grund af det betydelige bidrag fra risikotillægget. Derfor henvises der til benchmarking-afsnittet længere nede, hvor afkastningsgraden for Carlsberg sammenlignes med tilsvarende konkurrenter. Som en generel rettesnor for virksomheder anses en afkastningsgrad på over 6% som ønskværdig (Ehhs, 2023), hvilket også er tilfældet for Carlsberg præstationer i analyseperioden. Desuden er afkastningsgraden beregnet på basis af virksomhedens aktiver, og er derfor stærkt påvirket af den indregnet goodwill, som i realiteten ikke har nogen materiel værdi. Første vurdering indikerer derfor, at Carlsbergs afkastningsgrad kan anses for værende tilfredsstillende

Overskudsgraden

Overskudsgraden reflekterer den procentvise del af selskabets omsætning der ender som indtjening, efter der er taget højde for driftsomkostninger

Overskudsgraden					
%	2022	2021	2020	2019	2018
Overskudsgraden	16,3	16,9	16,6	15,9	14,9

I 2022 beløber overskudsgraden sig til 16,3%, hvilket i substans betyder, at for hver 100 kr. omsætning tjener selskabet 16,3 kr. før de finansielle poster. Nøgletallet er i analyseperioden steget med 1,4 procentpoint. Da afkastningsgraden alternativt kan udregnes ved at gange overskudsgraden med aktivernes omsætningshastighed, kan det konkluderes, at overskudsgraden i perioden har haft en positiv indflydelse på afkastningsgraden

Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed er en indikator for virksomhedens evne til at generere indtægter baseret på den kapital, der er investeret i de forskellige aktiver. Dette nøgletal afspejler således virksomhedens kapitaltilpasningsevne.

Som tidligere nævnt kan afkastningsgraden beregnes ved at gange overskudsgraden med aktivernes omsætningshastighed. For at opretholde konsistens i beregningerne er aktivernes omsætningshastighed derfor blevet udregnet ved at dividere afkastningsgraden med overskudsgraden.

Aktivernes omsætningshastighed					
x	2022	2021	2020	2019	2018
AOH	0,93	0,74	0,54	0,55	0,54

I ovenstående analyseperiode er aktivernes omsætningshastighed steget med 0,39 gange, hvilket svarer til en stigning på 72,2%. Det kan konkluderes, at udviklingen i aktivernes omsætningshastighed har haft en positiv indflydelse på afkastningsgraden.

Soliditetsgrad

Soliditetsgraden er et mål for virksomhedens robusthed og evne til at modstå vanskelige perioder. Dette nøgletal beregnes ved at gange egenkapitalen med 100 og dividere med aktiverne. En høj soliditetsgrad tyder på, at virksomheden er velplaceret til at håndtere udfordrende perioder, da der er en solid base af egenkapital, der kan trækkes på. Som en generel retningslinje bør soliditetsgraden være mindst 30% (Ehhs, 2023).

Soliditetsgrad					
%	2022	2021	2020	2019	2018
Soliditetsgrad	27,7	36,0	33,1	35,3	38,5

Nøgletallet er særligt interessant at analysere, da Carlsberg har stået overfor først Covid-19 og derefter Rusland-Ukraine krisen, begge med betydelige indvirkninger på virksomheden. Som

det fremgår af tabellen ovenfor, er soliditetsgraden faldet fra 38,5% - 27,7%. Især 2022 synes at være hårdt ramt, som kan henføres til Rusland-Ukraine krisen. Som nævnt tidligere fandt Carlsberg alternative løsninger, minimerede omkostningerne og kom igennem Covid-19 med minimale konsekvenser, mens afviklingen af det russiske marked og påvirkningen på det ukrainske marked har haft betydelige omkostninger.

Trods de udfordringer, der er opstået som følge af to samfundsrelaterede kriser, kan det antages, at en soliditetsgrad på 27,5% må betragtes som tilfredsstillende.

Egenkapitalens forrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning er et mål for, hvordan den investerede kapital genererer et afkast. Dette mål er særligt relevant, hvis virksomheden ønsker at tiltrække eller fastholde investorer, herunder aktionærer, eller hvis overvejelser om salg af virksomheden er på bordet. Det må formodes, at Carlsberg stræber efter at tiltrække og beholde investorer i form af aktionærer, hvorfor dette nøgletal synes attraktivt at analysere.

Den sammenlignes typisk, ligesom afkastningsgraden, med markedsrenten plus et risikotillæg for at vurdere, om det er rentabelt for investorer at placere deres penge i virksomheden fremfor obligationer eller blot beholde kapitalen i banken.

Desuden sammenlignes egenkapitalens forrentning direkte med afkastningsgraden. Hvis egenkapitalens forrentning overstiger afkastningsgraden, antyder det, at virksomheden drager fordel af brugen af fremmed kapital, da den i så fald genererer flere indtægter end omkostninger.

For at sikre en præcis sammenligning med afkastningsgraden er egenkapitalens forrentning udregnet ved brug af EBIT før special items divideret med egenkapitalen, ganget med 100.

Egenkapitalens forrentning (ROE)					
%	2022	2021	2020	2019	2018
ROE	36,0	22,3	24,7	24,1	20,6

Som det fremgår af ovenstående, er egenkapitalens forrentning steget med 15,4 procentpoint i analyseperioden. Endvidere ligger dette nøgletal på et niveau, der væsentligt overstiger markedsrenten, hvilket anses for tilfredsstillende. Ydermere overstiger egenkapitalens forrentning afkastningsgraden i hele perioden, hvilket antyder, at Carlsberg har haft en profitabel udnyttelse af fremmed kapital. Dette understreger også, hvorfor virksomheden har anvendt den strategi, der er nævnt i afsnittet ”reformulering af balance”, hvor kortfristede gældforpligtelser overstiger arbejdskapitalen.

Benchmarking

Benchmarking tal				
2022		Carlsberg	Heineken	Ab Inbev
Afkastningsgrad	%	15,2	8,17	6,82
Overskudsgrad	%	16,3	12,4	25,1
AOH	X	0,93	0,66	0,27
ROE	%	36,0	19,5	18,3
Soliditetsgrad	%	27,7	41,8	37,3

De ovenstående nøgletal fra Heineken og AB inBev er udledt fra årsrapporterne for 2022 fra de respektive selskaber. (InBev, 2022) (Heineken, 2022). Tabellen ovenfor viser generelt en overlegenhed fra Carlsberg side på stort set alle nøgletal undtagen soliditetsgraden. Som tidligere benævnt blev Carlsberg hårdt ramt af krisen i Rusland og Ukraine, hvilket havde en betydelig indvirkning på selskabets soliditetsgrad i 2022. Overordnet set kan Carlsbergs nøgletal dog betragtes som værende tilfredsstillende, når man sammenligner dem med de øvrige konkurrenter.

Delkonklusion: Hvordan påvirker de regnskabsmæssige faktorer værdiansættelsen?

I løbet af analyseperioden har Carlsberg formået at opnå forholdsvis solide resultater på trods af vanskelige udfordrende forhold. Virksomheden har formået at opretholde sine nøgletal på et tilfredsstillende niveau. På baggrund heraf og den generelle positive udvikling i selskabets nøgletal kan det konkluderes, at de regnskabsmæssige faktorer har en positiv indflydelse på værdiansættelsen.

Dog er det vigtigt at bemærke, at der er en række usikre og ukendte faktorer, såsom de endelige konsekvenser af situationen i Rusland og Ukraine. Derudover er spørgsmålet, om Carlsberg formår at vinde markedsandele på et marked med skiftende forbrugeradfærd. En faktor som vurderes at være ukendt og usikker i forhold til værdiansættelsen af Carlsberg

Budgettering

Budgetlægning er en essentiel komponent i værdiansættelsen af virksomheder ved brug af DCF-modellen. Nedenfor præsenteres et femårigt budget, suppleret af en terminalperiode, der repræsenterer den værdi, der antages at forblive i uendeligheden ved diskontering.

Budgettet for omsætningen er segmenteret i overensstemmelse med de tre primære markeder, Carlsberg opererer på. Denne opdeling er begrundet i forventningen om potentielle variationer i væksten mellem disse tre markeder. Desuden konstrueres budgetafsnittet med fokus på de ukendte elementer, der er nødvendige for at kunne facilitere en værdiansættelse baseret på DCF-modellen.

Nettoomsætning

A2018	A2019	A2020	A2021	A2022		E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
62,5	65,9	58,5	60,1	70,3	Total omsætning	72,509	74,907	77,197	79,657	82,294	84,731
5,4%	-11,2%	2,7%	16,9%		Årlig vækst	3,2%	3,3%	3,1%	3,2%	3,3%	3,0%
36,2	36,4	31,6	30,5	34,9	Vesteuropa	35,3	35,6	36,0	36,5	37,2	38,2
0,5%	-13,2%	-3,4%	14,4%		Årlig vækst	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
57,9%	55,2%	53,9%	50,8%	49,7%	pct af totalomsæt.	48,6%	47,5%	46,6%	45,8%	45,2%	45,0%
15,5	18,4	17,0	19,5	23,7	Asien	25,6	27,6	29,6	31,5	33,2	34,5
18,6%	-7,9%	14,7%	21,7%		Årlig vækst	8,0%	8,0%	7,0%	6,5%	5,5%	4,0%
24,8%	27,9%	29,0%	32,4%	33,7%	pct af totalomsæt.	35,3%	36,9%	38,3%	39,5%	40,4%	40,8%
10,8	11,1	10,0	10,1	11,7	Central- og Østeuropa	11,7	11,7	11,7	11,7	11,9	12,0
2,9%	-9,8%	1,2%	15,3%		Årlig vækst	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	1,5%
17,2%	16,8%	17,1%	16,9%	16,6%	pct af totalomsæt.	16,1%	15,6%	15,1%	14,7%	14,4%	14,2%

Figur 11: Budget omsætning. Kilde: Egen tilvirkning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter

Vesteuropa

I det modne Vesteuropæiske marked er der observeret en intens konkurrence og skiftende forbrugsmønstre. Carlsberg har formået at genskabe den tabte omsætning fra Covid-19 i 2022, og der forventes derfor ikke en betydelig vækst som resultat heraf. I stedet forventes inflationen at være den primære katalysator for vækst i de kommende år. Med et historisk perspektiv er inflationen fastlagt til 2%, hvilket anses for passende. (Denstoredanske, 2023). Dog vurderes det, at Carlsberg ikke fuldt ud vil nyde godt af inflationen på grund af ekstraordinært høje prisstigninger i de seneste år. Vækstprognosen er derfor fastlagt til 1% i 2023, 2024 og 2025, hvorefter den forventes at stige til 1,5%, 2%, og 2,5% i terminalperioden. Dette kan tilskrives forventning om ændringer i forbrugernes adfærd, der lægger større vægt på sundhed og dermed ikke-alkoholiske drikkevarer. Dette marked rummer potential, og derved et marked, hvor Carlsberg kan vinde markedsandele.

Asien

I den overordnede asiatiske økonomi ses en tendens til vækst, hvilket afspejles i selskabets faktiske resultater. På bare to år har væksten været på 18%. Af denne vækst tilskrives 10% en stigning i volumen, mens de resterende 8% skyldes stigende priser og en forbedret sammensætning af priserne. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 35). Kina udgør en betydelig del af det asiatiske marked for Carlsberg med en andel på 60%. På grund af den aftagende økonomiske vækst i Kina, samt en del af den tidligere vækst, der var relateret til genåbningen efter Covid-19, forventes væksten ikke at være lige så markant i de kommende år (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 12). Der er derfor budgetteret med en vækst på 8% i 2023 og 2024, hvilket gradvist vil falde til 4% i terminalperioden. Denne nedgang i væksten kan tilskrives både den faldende økonomiske vækst i Kina og en forventning om, at lignende markeder omkring Kina vil opleve lignende tendenser. Derudover forventes markedet at nå en

mæthedstilstand, og omsætningen ved terminalperioden udgør en betydelig del af selskabets omsætning.

Central- og Østeuropa

Det central- og østeuropæiske marked udgør i øjeblikket en betydelig udfordring for Carlsberg. Dette marked er i høj grad påvirket af krisen i Rusland og Ukraine, hvor de endelige konsekvenser stadig er uklare. Alene i 2022 udgjorde Ukraine 16% af Carlsbergs salg på dette marked (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 106). På grund af den betydelige usikkerhed omkring krisen, herunder dens varighed og muligheden for yderligere eskalation, er væksten for dette marked sat til 0% indtil 2027, hvorefter der er budgetteret med en vækst på 1,5%.

Driftsomkostninger

A2018	A2019	A2020	A2021	A2022		E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
53,2	55,4	48,8	50,0	58,8	Driftsomkostninger	61,199	63,154	65,034	67,291	69,678	71,882
	4,3%	-11,9%	2,3%	17,7%	Årlig vækst	4,1%	3,2%	3,0%	3,5%	3,5%	3,2%
85,1%	84,1%	83,4%	83,1%	83,7%	pct af omsætning	84,4%	84,3%	84,2%	84,5%	84,7%	84,8%
31,3	33,3	30,2	31,528	38,198	Cost of Sales	39,344	40,564	41,740	42,992	44,325	45,655
	6,3%	-9,3%	4,5%	21,2%	Årlig vækst	3,0%	3,1%	2,9%	3,0%	3,1%	3,0%
50,1%	50,5%	51,6%	52,5%	54,4%	pct af omsætning	54,3%	54,2%	54,1%	54,0%	53,9%	53,9%
17,5	17,8	15,4	14,872	17,337	Sales & Distr. Omk	17,9	18,5	19,0	19,9	20,8	21,5
	2,0%	-13,8%	-3,3%	16,6%	Årlig vækst	3,2%	3,3%	3,1%	4,5%	4,5%	3,5%
28,0%	27,0%	26,3%	24,7%	24,7%	pct af omsætning	24,7%	24,7%	24,7%	25,0%	25,3%	25,4%
4,6	4,7	3,5	4,0	4,2	Administrative omk	4,364	4,508	4,646	4,794	4,953	5,100
	2,6%	-27,0%	15,2%	6,3%	Årlig vækst	3,2%	3,3%	3,1%	3,2%	3,3%	3,0%
7,4%	7,2%	5,9%	6,6%	6,0%	pct af omsætning	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
-0,2	-0,4	-0,2	-0,4	-1,0	Øvrige drifts poster	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
	94,9%	-57,5%	150,6%	135,8%	Årlig vækst	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
-0,3%	-0,6%	-0,3%	-0,7%	-1,4%	pct af omsætning	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

Figur 12: Budget driftsomkostninger. Kilde: Egen tilvirkning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter

I budgettet for driftsomkostninger er der ikke taget højde for direkte omkostninger relateret til nedskrivning af aktiver på det russiske marked. Dette skyldes, at Carlsberg præsenterer disse omkostninger i en separat linje i deres resultatopgørelsen. Desuden vil effekten på beregningen af det frie cash flow senere i afhandlingen være den samme, da nettovirkningen er ens. Dette skyldes, at afskrivninger og nedskrivninger tilskrives efter EBIT i denne beregning

Vareforbrug

Carlsbergs vareforbrug har oplevet en betydelig stigning i de seneste år. Fra 2018 til 2022 steg vareforbruget fra at udgøre 50,1% af omsætningen til 54,4%, primært på grund af stigende omkostninger til energi og generel inflation (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 70). Carlsberg

har selv identificeret denne udfordring og søger gennem deres Sail'27-strategi at optimere værdikæden og reducere omkostningerne. Efter den strategiske analyse er der tillid til, at selskabet har mulighed for at finde besparelser. I budgetperioden forventes derfor, at væksten i vareforbruget er mindre væksten i omsætningen, således vareforbruget i terminalperioden udgør 53,9% af den samlede omsætning.

Salgs – og Distributionsomkostninger

Forventningerne til salgs- og distributionsomkostninger indikerer, at disse udgifter vil følge væksten i omsætningen i de kommende år. Det forventes, at Carlsberg vil intensivere sine bestræbelser på at vinde markedsandele i det lovende asiatiske marked, hvilket sandsynligvis vil indebære øget markedsføring. Dog forventes distributionsomkostningerne at falde, da fragtpriiserne generelt har vist en nedadgående tendens (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 71). Desuden forventes en øget markedsføringsindsats i 2026, 2027 og en mindre intensivering i terminalperioden, hvilket afspejler Carlsbergs plan om at vinde markedsandele inden for det voksende marked for ikke-alkoholiske drikkevarer. Forventningen er, at disse drikkevarer vil opleve øget interesse. Således forventes salgs- og distributionsomkostninger at udgøre 25,4% af den samlede omsætning i terminalperioden mod 24,7% i 2022.

Administrationsomkostninger

Historisk set over de seneste fem regnskabsår, har administrationsomkostningerne udgjort omkring 6% af den samlede omsætning. Da der ikke er konkrete tegn på hverken en stigning eller reduktion i disse omkostninger, er der i budgetperioden taget højde for, at de vil vokse på linje med omsætningen

Andre omkostninger

Andre omkostninger udgør generelt en lille del af den samlede omsætning med omkring 0,5%. Derfor er budgettet for disse omkostninger fastlagt baseret på et gennemsnit af de seneste fem regnskabsår

Afskrivninger og nedskrivninger

A2018	A2019	A2020	A2021	A2022		E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
-4,1	-4,5	-4,3	-4,4	-3,9	Afskrivninger	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7
-0,1	-0,1	-0,4	-1,2	-1,1	Nedskrivninger	-0,40	-0,41	-0,42	-0,42	-0,43	-0,44

Figur 13: Budget afskrivninger og nedskrivninger. Kilde: Egen tilvirkning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter

I budgettet for afskrivninger og nedskrivninger er der taget udgangspunkt i et gennemsnit af de seneste fem regnskabsår, med en yderligere tillægning af 2% for at afspejle inflationen

Effektiv skattesats

A2018	A2019	A2020	A2021	A2022		E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
-2,4	-2,8	-2,2	-2,2	-1,8	Indkomstskat effektiv skattepct	Anvendt gns for de seneste 5 år= 23,6%					
-28,0%	-26,9%	-24,7%	-20,6%	-17,8%							

Figur 14: Budget effektiv skattepct. Kilde: Egen tilvirkning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter

Budgettet for den effektive skatteprocent er også baseret på et gennemsnit af de seneste fem regnskabsår. Den lave skatteprocent i 2022 kan tilskrives foretagne korrektioner vedrørende tidligere år. (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 115)

Ændring i arbejdskapitalen

A2018	A2019	A2020	A2021	A2022	DKK Million	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
-14751	-16473	-16587	-22368	-16880	Ændring i WCR	-7518	2500	1800	1200	500	400
Gennemsnit alle år				-17412							
Gennemsnit 2018&2019				-15612							

Figur 15: Budget ændring i WCR. Kilde: Egen tilvirkning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter

I lyset af de udfordringer som Carlsberg har oplevet de seneste år, forventes det, at selskabet vil afvikle sine aktiviteter i Rusland inden udgangen af 2023. Da aktiverne relateret til Rusland er inkluderet i arbejdskapitalen, som er specificeret under afsnittet ”reformulering af balance”, antages det, at selskabets negative arbejdskapital vil øges som følge heraf. Hvis man baserer sig på gennemsnittet af arbejdskapitalen for 2018 og 2019, årene før kriserne indtrådte, forventes det, at selskabet vil vende tilbage til dette niveau. Ændringen i arbejdskapitalen er derfor budgetteret med en markant stigning i 2024, 2025 og 2026. Ligeledes er ændringen i arbejdskapitalen fastsat til 400 mio. kr. i terminalperioden, hvilket antages at skyldes selskabets ønske om at have tilstrækkelig likviditet til at imødekomme sine gældsforpligtelser, når de forfalder.

Da likviderne over en femårig periode udgør ca. 7.000 mio. kr. forventes det, at selskabet ikke ønsker en arbejdskapital, der negativ med mere end 7.000 mio. kr. Derfor indikerer denne

budgettering, at selskabet over en længere periode vil arbejde hen imod at opnå denne økonomiske stabilitet.

Capex

Capex udtrykker selskabets nettoudgifter til investeringer og demonstrerer i denne forstand det nødvendige kapitalbehov, som Carlsberg bør investere i både nye og eksisterende anlægsaktiver for at bevare eller potentielt udvide virksomheden.

A2018	A2019	A2020	A2021	A2022	DKK Million	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
4596,0	6578,0	2562,0	4409,0	809,0	Capex	4536,3	4627,0	4719,5	4813,9	4910,2	5008,4
	43,1%	-61,1%	72,1%	-81,7%	Årlig vækst	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Gennemsnit alle år				3.791							
Gennemsnit - 2022				4.536							

Figur 16: Budget Capex. Kilde: Egen tilvirkning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter

Carlsberg er særligt påvirket af krisen i Rusland og Ukraine i løbet af 2022, hvilket tidligere er blevet fremhævet. Det antages, at virksomheden stræber efter vækst, hvilket kan begrundes med deres Sail'27-strategi, og de betydelige omkostninger i forbindelse med afviklingen af det russiske marked. Som konsekvens heraf er Capex-budgettet i 2023 blevet fastlagt ud fra et gennemsnit af årene 2018-2021. Efter 2023 er der indarbejdet en vækst på 2%, som kan henføres til inflationen.

Delkonklusion: Hvordan påvirker forventningerne til fremtiden værdiansættelsen?

Forventningerne til fremtiden, eller med andre ord budgetteringen, udgør en fundamental komponent i værdiansættelsen af virksomheder ved brug af DCF-modellen. Det udgør grundlaget for beregningen af det frie cash flow, en central del af denne model. Carlsberg står over for både udfordrende og lovende udsigter i kølvandet på to kriser samt adgang til lovende markeder, hvor virksomheden kan konkurrere. Trods udfordringerne vurderes Carlsbergs fremtid at være positiv, hvilket forventes at have en gunstig indvirkning på værdiansættelse, især grundet væksten.

Værdiansættelse

DCF står for Discounted Cash Flow og er en vurderingsmetode til at estimere værdien af en virksomhed ved at forudsige dens fremtidige pengestrømme og diskontere dem til nutidsværdi. Modellen bruger forventede fremtidige pengestrømme og en diskonteringsats

for at beregne, hvad disse pengestrømme er værd i dag. Det giver et estimat af, hvad en virksomhed er værd baseret på dens potentiale for at generere indtægter i fremtiden

Det frie cash flow (FCF)

I DCF-modellen er det frie cash flow en nøglekomponent. Det repræsenterer de pengestrømme, som er tilgængelige for virksomheden efter at have dækket driftsomkostninger, vedligeholdelse af anlæg og investeringer i vækst. Når man bruger DCF til værdiansættelse, bruges det frie cash flow til at estimere virksomhedens fremtidige pengestrømme, som derefter diskonteres til nutidsværdi ved hjælp af en passende diskonteringssats. Dette giver en forståelse af, hvad disse fremtidige pengestrømme er værd i dag og danner grundlaget for at vurdere virksomhedens samlede værdi.

Det frie cash flow kan udregnes på følgende måde:

$$\text{Frie Cash Flow} = \text{EBIT} * (1 - \text{skat}) + A + N - \text{ændring i arbejdskapital} - \text{Capex}$$

Hvor A=Afskrivninger og N=Nedskrivninger.

Alle elementer i den ovenfor nævnte ligning kan findes i budgetafsnittet. Beregningen af det frie cash flow er udarbejdet under afsnittet ”DCF Beregning” senere i projektet

WACC

WACC står for ”Weighted Average Cost of Capital” og repræsenterer den gennemsnitlige omkostning ved at finansiere en virksomheds aktiviteter gennem en blanding af gæld og egenkapital.

Det beregnes ved at vægte virksomhedens omkostning til gæld og ejernes afkastkrav i forhold til deres proportioner i virksomhedens kapitalstruktur. WACC bruges derefter som diskonteringssats i DCF-modellen til at finde nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Jo højere WACC er, jo højere er den nuværende værdi af virksomhedens fremtidige pengestrømme, og omvendt.

WACC kan udregnes på følgende måde:

$$WACC = \left(\frac{E}{EG} * EAK \right) + \left(\frac{G}{EG} * RRR * (1 - ES) \right)$$

Ovenstående kan specificeres som følgende:

E = Egenkapitalen, G = Gæld, EG = Egenkapital + Gæld (Total passiver), EAK = Ejernes afkastkrav, RRR = Risikofrie rente + risikotillæg, ES = Effektive skatteprocent

Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen refererer til sammensætningen af en virksomheds finansiering, herunder forholdet mellem gæld og egenkapital, der anvendes til at finansiere dens aktiviteter og vækst.

A2018	A2019	A2020	A2021	A2022		E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
47,9	46,0	43,4	48,8	34,7	Total Egenkapital						
69,8	77,0	75,5	77,6	80,6	Total gæld						
117,7	123,0	118,9	126,4	115,3	Samlet EK & Gæld						
0,41	0,37	0,37	0,39	0,30	EK andel	Gennemsnit 2018/2019					0,39
0,59	0,63	0,63	0,61	0,70	Gældsandel	Gennemsnit 2018/2019					0,61

Figur 17: Kapitalstruktur. Kilde: Egen tilvirkning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter

I perioden fra 2018 til 2022 har Carlsbergs kapitalstruktur udviklet sig med en markant stigning i gældsandelen, særligt i 2022, attribueret til krisen i Rusland og Ukraine. Den optimale kapitalstruktur for Carlsberg er fastlagt med udgangspunkt i en gennemsnitlig betragtning af årene 2018-2019, da disse år repræsenterede virksomhedens normale tilstand. Gældsandelen er derfor fastsat til 61%, mens egenkapitalsandelen er fastsat til 39%.

Ejernes afkastkrav

For at bestemme ejernes forventede afkastkrav, er CAPM-modellen blevet benyttet. CAPM står for Capital Asset Pricing Model, og det er et værktøj, som bruges til at estimere forventet afkast for en aktivitet baseret på risikoen forbundet med den. Modellen antager, at investorer kræver et forventet afkast svarende til den risikofrie rente plus en risikopræmie, der er proportionel med aktivets beta værdi, som måler aktivets følsomhed overfor markedsbevægelser. Med andre ord søger CAPM at kvantificere risikoen for en investering i forhold til markedet for at bestemme, om forventet afkast er passende givet den pågældende risiko.

Ejernes afkastkrav udregnes ud fra CAPM modellen som følgende:

$$Ejernes\ afkastkrav = RR + (B * MP)$$

Ovenstående kan specificeres som følgende:

RR = Risikofrie rente, B = Beta, MP = Markedspræmie

Risikofrie rente

Som referencerente for den risikofrie rente er en 10-årig statsobligation anvendt. Rente på sådanne obligationer varierer fra år til år, samt land til land, men ved udgangen af september 2022 lå den på 2,6% i Danmark. (Nordnet, Obligationer, 2022). Den er vurderet i den højere ende på grund af generelt stigende renter de seneste år, hvorfor den risikofrie rente er fastsat til 2,25%.

Beta

Børskurs, Ultimo år				
Årstal	Carlsberg		OMX C25	
	Kurs	Ændr	Kurs	Ændr
Aktiekurs 29/12.22	923,2	-1,00	1.712,8	-1,00
Aktiekurs 30/12.21	1.126,5	-0,18	1.965,7	-0,13
Aktiekurs 30/12.20	983,6	0,15	1.676,7	0,17
Aktiekurs 30/12.19	993,8	-0,01	1.253,9	0,34
Aktiekurs 30/12.18	692,6	0,43	994,9	0,26
Variance	0,2921		Beta=	
Covariance	0,2785		0,95	

Figur 18: Beta. Kilde: Egen tilvirkning + <https://www.euroinvestor.dk/markeder/indeks/omx-c25/64283>

Et beta over 1,0 indikerer en højere volatilitet sammenlignet med markedet, mens en beta under 1,0 antyder lavere volatilitet. Et beta på 0 betyder, at aktien ikke har nogen korrelation med markedets bevægelser. Ifølge ovenstående tabel har Carlsberg et beta på 0,95, hvilket først og fremmest stemmer overens med analyserne om Carlsbergs konjunkturfølsomhed i den strategiske analyse. Dernæst antyder dette, at Carlsbergs aktie har en lavere volatilitet end de øvrige aktier i OMX25-indekset.

Markedspræmie

Markedspræmien blev i 2020 offentliggjort baseret på en undersøgelse udført af PWC. Denne undersøgelse påpeger, at udviklingen i markedspræmien er steget eller faldet med 0,2% over en periode på 7 år og lå på 5,8% i 2020. (PWC, 2020). På grund af de minimale udsving og den stabile markedspræmie over en længere periode på de 5,8% fastholdes niveauet for markedspræmien her på.

Ejernes afkastkrav kan beregnes på følgende måde, da alle elementer i CAPM-modellen er kendte:

$$\text{Ejernes afkastkrav} = 2,25\% + (0,95 * 5,8\%) = 7,76\%$$

Risikofrie rente + tillæg

I beregningen af WACC repræsenterer risikotillægget ved lånerenten den ekstra rente, som långivere kræver som kompensation for den risiko, der er forbundet med at låne penge til virksomheden. Til at fastslå dette kan man anvende selskabets kreditvurdering. Carlsberg har offentliggjort deres kreditvurderinger fra Fitch og Moody's, som begge er anerkendte kreditvurderingsbureauer. Fitch viser en BBB+ score, mens Moody's viser en BAA2 score. (Carlsberggroup, Debt investor, 2023). Damodaran, en anerkendt finansprofessor med omfattende arbejde inden for værdiansættelse, corporate finance og porteføljesammensætning, vurderer selskabers risikotillæg ud fra disse respektive scores.

Ifølge Damodaran er risikotillægget baseret på Fitch's score 2,42%, mens det er 2% baseret på Moody's (Damodaran, 2023). Det fastlagte risikotillæg er derfor beregnet som et gennemsnit heraf, hvilket udgør 2,21%.

Eftersom både den risikofrie rente og den effektive skatteprocent allerede er kendte variabler, kan summen af den risikofrie rente og risikotillæg nu beregnes som følge:

$$RRR = (2,25\% + 2,21\%) * (1 - 23,6\%) = 3,41\%$$

Da alle de nødvendige faktorer til at beregne WACC er tilgængelige og kendte, kan denne nu udregnes som følge:

$$WACC = (0,61 * 7,76\%) + (0,39 * 3,41\%) = 6,06\%$$

DCF Beregning

Terminalvæksten

Terminalvæksten, som udgør det sidste led før selve værdiansættelsen af Carlsberg, er fastsat til 1,44%. Denne værdi kan forklares ved at tage udgangspunkt i den fastlagte inflationsrate på 2%. Derudover er der fratrasket 0,56 procentpoint, som et sikkerhedstiltag, relateret til skiftende forbrugeradfærd, der potentielt kan resultere i mindre efterspørgsel efter øl, hvilket udgør Carlsbergs primære salgsprodukt. Figur 19 repræsenterer DCF beregningen.

Beregningen strækker sig over en budgetperiode fra 2023 til 2027 og inkluderer en terminalperiode, der direkte afspejler budgetafsnittet. Den angivne vækstrate er blevet indtastet, og budgettallene er blevet tilbagediskonteret til nutidsværdien med den beregnede WACC.

Yderligere er værdien af likvider tillagt, ligesom værdien af rentebærende gæld er fratrasket. Ud fra Carlsbergs årsrapport for 2022, er denne værdi blevet divideret med antallet af aktier og sammenlignet med den aktuelle aktiekurs pr. 14.03.2023, som er offentliggørelsesdagen

for Carlsbergs årsrapport 2022.

Frit Cash Flow (FCF)	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
Omsætning	72.509	74.907	77.197	79.657	82.294	84.731
Driftsomkostninger	-61.199	-63.154	-65.034	-67.291	-69.678	-71.882
= EBIT	11.310	11.753	12.163	12.366	12.616	12.849
+ Afskrivninger	4.250	4.335	4.422	4.510	4.600	4.692
+ Nedskrivninger	400	408	416	424	433	442
- Skat Effektiv sats= 23,6%	-2.669	-2.774	-2.870	-2.918	-2.977	-3.032
- Investeringer	-4.536	-4.627	-4.720	-4.814	-4.910	-5.008
- Ændring i WCR	7.518	-3.500	-2.500	-1.500	-500	-500
= Frit Cash flow (FCF)	16.273	5.595	6.911	8.068	9.262	9.442
Anvendt vækst for "Uendelig" i terminal-periode						1,44%
= FCF Terminal periode - "uendelig" værdi						204.377

Tilbagediskontering	E2023	E2024	E2025	E2026	E2027	Terminal
WACC	6,06%					
Diskonteringsfaktor	0,939	0,882	0,829	0,779	0,732	0,687
Nutidsværdi (NPV)	15.286	4.938	5.729	6.283	6.776	140.455

DCF Beregning		Andel
Kapitalværdi af pengestrømme i BUDGET-periode	39.012	22%
Kapitalværdi af pengestrømme i TERMINAL-perioden	140.455	78%
= NPV af FCF	179.467	100%
+ Likvider	8.163	
= Selskabets samlede værdi	187.630	
- Rentebærende gæld	-28.646	
= Egenkapitalens estimeret markedsværdi	158.984	
Antal af aktier i mio	141,9	
Kurs estimeret pr. 14/3 2023	1.121	

Børskurs 14/3 - 2023			
	Antal (Mio)	Andel	Børskurs
A - Aktier	33,7	24%	1.145
B - Aktier	108,2	76%	987
	141,9	100%	
Vægtet gennemsnit			1.024

Estimeret Aktiekurs	Vægtet Børskurs 14/3 - 2023	Afv. (DKK)	Afv. (%)
1.121	1.024	97	8,6%

Figur 19: DCF-Beregning. Kilde: Egen tilvirkning + (Carlsberg, Annual report, 2022, s. 140) &
<https://www.euroinvestor.dk/markeder/indeks/omx-c25/64283>

Konklusion

Som ovenstående beregning illustrerer, så er Carlsbergs markedsværdi pr 14.03.2023 158,98 milliarder kroner. Når denne værdi divideres med antallet af aktier, resulterer det i en aktiekurs på 1121 kr.

Perspektivering (Profitabel investeringscase)

Når man evaluerer Carlsberg som en potentielt attraktiv investeringsmulighed, synes det indledningsvis at være en profitabel og tiltalende case. Dette kan begrundes ved en beregnet aktiekurs, der ligger 97 DKK eller 8,6% over den aktuelle vægtet gennemsnitskurs. Desuden er Carlsberg en velkonsolideret virksomhed med en solid værdikæde, sunde nøgletal og attraktive historiske resultater. Over en 5-årig periode er Carlsbergs B-aktier desuden steget med 16,47% (Nordnet, Carlsberg B-aktie, 2023), mens A-aktierne er steget med 55,71% (Nordnet, Carlsberg A-aktie, 2023). Sammenlignet med en statsobligation med en årlig rente på 2,6%, ville en investering over samme periode resultere i en forrentning på 13,7%.

Følsomhedsanalyse

		Vækstraten i Terminal perioden						
		0,00%	0,44%	0,94%	1,44%	1,94%	2,44%	2,94%
WACC	4,56%	1.245	1.363	1.532	1.755	2.062	2.515	3.247
	5,06%	1.102	1.193	1.321	1.485	1.701	1.999	2.438
	5,56%	984	1.057	1.157	1.281	1.439	1.648	1.937
	6,06%	885	944	1.024	1.121	1.241	1.394	1.597
	6,56%	802	851	915	992	1.086	1.202	1.351
	7,06%	731	771	824	886	961	1.051	1.164
	7,56%	669	703	747	798	858	931	1.018

Figur 20: Følsomhedsanalyse. Kilde: Egen tilvirkning

Som det tidligere fremgår af projektet, er der en kompleksitet i værdiansættelsesberegningen baseret på DCF-modellen, hvor mange faktorer og vurderinger spiller en væsentlig rolle. Som vist i tabellen ovenfor, kan selv små ændringer i disse vurderinger hurtigt resultere i betydelige ændringer i værdiansættelsen. Eksempelvis vil en stigning i WACC på blot 0,5 procentpoint resultere at den aktuelle vægtet gennemsnitskurs d. 14/03-2023 vil overstige den beregnet kurs med 32 kr. Ligeledes vil en reduktion af vækstraten i terminalperioden på 0,5 procentpoint resultere i en ændring på 87 kr. i værdiansættelsen pr. aktie.

Med andre ord vil alternative konklusioner i forhold til projektets resultater have en betydelig påvirkning på Carlsbergs værdiansættelse og dermed også på konklusionen om, hvorvidt det er en profitabel investeringsmulighed. Disse observationer understreger vigtigheden af nøje vurderinger og præcision i analyser for at opnå pålidelige konklusioner vedrørende investeringer.

Multiple-analyse

Som et supplement til DCF-modellen er der nedenfor præsenteret en multipel analyse. Denne analyse tager udgangspunkt i Carlsbergs tidligere nævnte største konkurrenter, AB Inbev og Heineken, og fokuserer på nøgletallene P/S (Price-to-Sales), P/B (Price-to-Book) og P/E (Price-to-Earnings). P/S angiver forholdet mellem virksomhedens omsætning og dens markedsværdi, P/B repræsenterer forholdet mellem virksomhedens markedsværdi og dens bogførte værdi, og P/E viser forholdet mellem virksomhedens markedsværdi og dens indtjening pr. aktie. Disse nøgletal udgør relevante indikatorer, der kan anvendes til at evaluere og vurdere værdiansættelsen af Carlsberg

Mio kr	Netto- omsætning	Netto overskud	Egen- kapital	Markeds- værdi	P/S	P/E	P/B
Selskab							
A.B. Inbev	402.896	41.617	511.746	829.162	2,11	24,21	1,66
Heineken	213.569	19.945	145.391	376.160	1,99	14,24	2,64
Carlsberg	70.265	-1.063	31.902	133.594			
Peer gns. multiple					2,05	19,23	2,15

Multiple	2021-tal	Carlsberg 2022-tal	Gns. Multiple	Carlsberg Værdi	Carlsberg - Aktiekurs 2021-tal	2022-tal
P/S	66.634	70.265	2,05	144.043	963	1.015
P/E	6.834	-1.063	19,23	N/A	926	N/A
P/B	43.941	31.902	2,15	68.589	666	484
Gns- Aktiekurs					852	749

Figur 21: Multipel analyse. Kilde: Egen tilvirkning + AB Inbev & Heineken årsrapport 2022

De oplyste P/S, P/E og P/B-nøgletal fra AB Inbev og Heineken er blevet anvendt på Carlsberg. På grund af Carlsberg negative nettoresultat i 2022 er det ikke muligt at beregne P/E. Derfor er beregningerne for 2021, året hvor Carlsberg ikke var så påvirket af forholdene i Rusland og Ukraine, også blevet udregnet. Generelt set er der en tendens, der modsiger DCF-modellen. Værdiansættelsen pr. aktie er mindre end den faktiske vægtede gennemsnitskurs, hvilket taler imod en profitabel investeringscase

OMX25-indekset

Ved sammenligning af Carlsbergs aktiekursudvikling over de seneste 5 år med OMX25-indekset, har Carlsberg haft en negativ påvirkning på indeksets resultat. Carlsbergs gennemsnitlige aktiekursstigning i den nævnte periode udgør 36,07%, hvilket er markant lavere end OMX25-indeksets stigning på 67,25% i samme tidsrum (Nordnet, OMX25-Indekset aktiekursudvikling seneste 5 år, 2023). Ud fra denne sammenligning kan det konkluderes, at andre aktier på OMX25-indekset sandsynligvis ville have genereret en højere profitabilitet for investorerne over de seneste 5 år. Det er dog vigtigt at understrege, at denne konklusion ikke tager højde for variabler som risikotolerance, diversificering, investeringens tidshorisont, mål og formål samt andre væsentlige parametre, som normalt inddrages i investeringsbeslutninger.

Når man kigger på investeringsmuligheden i Carlsberg i et større perspektiv end DCF-modellens oprindelige antagelser, kan der rejse tvivl om dens profitabilitet. Afsnittets observationer fremhæver vigtigheden af yderligere analyser, beregninger og undersøgelser, end hvad indgår i DCF-modellen, for at bedømme en investeringsmuligheds rentabilitet. Dette gælder selv for velkonsoliderede virksomheder som Carlsberg, der ellers normalt repræsenterer den primære målgruppe for DCF-Modellen

Litteraturliste

- Alkoholreklamenævnet. (19. 10 2023). *Alkohol og sundhed*. Hentet fra Alkohol og sundhed: <https://alkohologsundhed.dk/viden-om-alkohol/danmark-forstaar-at-markedsfoere-alkohol>
- Beepr.dk. (22. 10 2023). *Carlsberg Pilsner*. Hentet fra Beepr.dk: <https://beepr.dk/products/57089188/carlsberg-pilsner>
- Beepr.dk. (22. 10 2023). *Harboe Pilsner*. Hentet fra Beepr.dk: <https://beepr.dk/catalog/5701598030763.html?name=Harboe-Pilsner>
- Børsen. (11. 12 2019). *Carlsberg mister markedsandele på europæiske kernemarkeder*. Hentet fra Børsen.dk: <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/carlsberg-mister-markedsandele-paa-europaeiske-kernemarkeder-3960i>
- Carlsberg. (01. 01 2018). *Annual report*. Hentet fra Carlsberg.dk: <https://www.carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf>
- Carlsberg. (01. 01 2019). *Annual report*. Hentet fra Carlsberg.dk: <https://www.carlsberggroup.com/media/35966/carlsberg-as-annual-report-2019.pdf>
- Carlsberg. (01. 01 2020). *Annual report*. Hentet fra Carlsberg.dk: https://www.carlsberggroup.com/media/42542/carlsberg-group-annual-report-2020_final.pdf
- Carlsberg. (01. 01 2021). *Annual report*. Hentet fra Carlsberg.dk: <https://www.carlsberggroup.com/media/48855/carlsberg-group-annual-report-2021.pdf>
- Carlsberg. (01. 01 2022). *Annual report*. Hentet fra Carlsberg.Dk: <https://www.carlsberggroup.com/media/55897/carlsberg-group-annual-report-2022.pdf>
- Carlsberg. (17. 10 2023). *Carlsberg Danmark vinder CSR-pris*. Hentet fra Carlsbergdanmark.dk: <https://www.carlsbergdanmark.dk/newsroom/carlsberg-danmark-vinder-csr-pris-for-sit-vandeffektive-bryggeri/>
- Carlsberg. (17. 10 2023). *Carlsberg indvier vandgenindvindingsanlæg*. Hentet fra Carlsbergdanmark.dk: <https://www.carlsbergdanmark.dk/newsroom/carlsberg-indvier-vandgenindvindingsanlaeg-i-fredericia-og-bliver-verdens-mest-vandeffektive-bryggeri/>
- Carlsberg. (16. 10 2023). *IR Corporate presentation*. Hentet fra Carlsberg: <https://www.carlsberggroup.com/media/50208/carlsberg-ir-corporate-presentation.pdf>
- Carlsberg. (17. 10 2023). *Mød os, Historien bag*. Hentet fra Carlsberg: <https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/>
- Carlsbergdanmark. (21. 10 2023). *CARLSBERG LABORATORIUM*. Hentet fra Carlsbergfondet.dk: <https://www.carlsbergfondet.dk/da/Om-fondet/Carlsbergfondet/Carlsbergfamilien/Carlsberg-Laboratorium>
- Carlsberggroup. (17. 10 2023). *Carlsberg Group*. Hentet fra Carlsberggroup.dk: <https://www.carlsberggroup.com/>
- Carlsberggroup. (09. 02 2023). *Carlsberg kritiserer dækningen i Berlingske Tidende*. Hentet fra Carlsberggroup.com: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/carlsberg-kritiserer-daekningen-i-berlingske-tidende/>
- Carlsberggroup. (7. 12 2023). *Debt investor*. Hentet fra Carlsberggroup.com: <https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/debt-investor/#Rating>
- Carlsberggroup. (21. 10 2023). *Diversity, Equity & Inclusion policy*. Hentet fra Carlsberggroup.com: https://www.carlsberggroup.com/media/53010/diversity-equity-inclu-cy_carlsberg-group_revised_110722.pdf
- Carlsberggroup. (18. 10 2023). *Integrated supply chain*. Hentet fra Carlsberggroup: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/integrated-supply-chain/>
- Carlsberggroup. (18. 10 2023). *Investor relations shareholders*. Hentet fra Carlsberggroup.com: <https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/shareholders/>
- Carlsberggroup. (18. 10 2023). *Our new strategy*. Hentet fra Carlsberggroup: https://www.carlsberggroup.com/media/48819/05_03022022_sail-27.pdf
- Carlsberggroup. (18. 10 2023). *Our new strategy - Sail 27*. Hentet fra Carlsberggroup.com: https://www.carlsberggroup.com/media/48819/05_03022022_sail-27.pdf

- Carlsberggroup. (18. 10 2023). *Sustainability, Together towards Zero*. Hentet fra Carlsberggroup.dk: <https://www.carlsberggroup.com/sustainability/our-esg-programme/>
- Carlsberggroup. (21. 10 2023). *Who we are, living by our compass and speak up*. Hentet fra Carlsberggroup.com: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/corporate-governance/living-by-our-compass-and-speak-up/>
- Carlsberggroup. (18. 10 2023). *Who we are, our purpose*. Hentet fra Carlsberggroup.com: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/our-purpose/>
- Carlsberggroup. (18. 10 2023). *Who we are, our strategy*. Hentet fra Carlsberggroup.com: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/our-strategy/>
- Colombus, F. (2023). *Hvordan bruger du teori?* Hentet fra Metodebogen: <https://metodebogen.ibog.forlagetcolumbus.dk/?id=136>
- Damodaran. (04. 12 2023). *Creditspread*. Hentet fra Damodaran: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
- Denstoredanske. (05. 12 2023). *Inflation*. Hentet fra denstoredanske.dk: <https://denstoredanske.lex.dk/inflation>
- DR. (09. 02 2023). *Trods højere priser: Danskerne ryger stadig masser af cigaretter*. Hentet fra Dr.dk: <https://www.dr.dk/nyheder/indland/trods-hoejere-priser-danskerne-ryger-stadig-masser-af-cigaretter>
- Ehhs. (27. 11 2023). *7 gode økonomiske nøgletal: Sådan anvender du dem*. Hentet fra Ehhs.dk: <https://ehhs.dk/content/ydelser/7-gode-oekonomiske-noegletal-saad-an-anvender-du-dem/5f6c29b7-87ba-4850-82a3-12f9badf5663/>
- Erhvervsstyrelsen. (26. 11 2023). *Krav til årsrapportens indhold*. Hentet fra Erhvervsstyrelsen.dk: <https://erhvervsstyrelsen.dk/krav-til-aarsrapportens-indhold>
- Finans. (20. 08 2015). *Strammer op: 1,5 liters ølflasker bliver afskaffet*. Hentet fra Finans: <https://finans.dk/erhverv/ECE7948303/Strammer-op-15-liters-%C3%B8flasker-bliver-afskaffet/>
- finans, R. (08. 06 2018). *Carlsberg: Forbrugere forbinder i høj grad vores øl med fodbold*. Hentet fra fødevarewatch: <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article10672598.ece>
- FSR. (2. 09 2021). *Carlsberg vinder Årsrapportprisen 2021*. Hentet fra FSR.dk: <https://www.fsr.dk/carlsberg-vinder-aarsrapportprisen-2021>
- fødevarer, L. o. (10. 03 2023). *Analyse af danskernes syn på klima og bæredygtighed*. Hentet fra lf.dk: <https://lf.dk/tal-og-analyser/forbrugere-og-trends/sundhed-ernaering/b%C3%A6redygtighed-2023> (læs mere her)
- Fødevarewatch. (17. 08 2018). *Carlsberg-chef vil vokse ved opkøb af mindre bryggerier*. Hentet fra Fødevarewatch.dk: <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article10809403.ece>
- Fødevarewatch. (11. 06 2020). *Verdens største bryggeri vil vokse sig fem gange så stor i Danmark*. Hentet fra Fødevarewatch.dk: <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article12198661.ece>
- Heineken. (01. 01 2022). *Annual report 2022*. Hentet fra theheinekencompany.com: https://www.theheinekencompany.com/sites/theheinekencompany/files/Investors/financial-information/results-reports-presentations/Heineken-NV-AR-2022--23_02_2023_1.pdf
- holt, J. H. (07. 02 2009). *Det koste blod sved og spandevs af øl at flytte Carlbergs Valbybryggeri*. Hentet fra Ing: <https://ing.dk/artikel/det-kostede-blod-sved-og-spandevs-af-oel-flytte-carlsbergs-valbybryggeri-0>
- InBev, A. (01. 01 2022). *Annual report 2022*. Hentet fra AB-inbev.com: <https://www.ab-inbev.com/assets/pressreleases/2023/FY%20Financial%20Report%202022.pdf>
- Klima-, E.-, o. (31. 05 2022). *Danmark er igen kåret som verdens mest bæredygtige land*. Hentet fra kefm.dk: <https://kefm.dk/aktuelt/nyheder/2022/maj/danmark-er-igen-kaaret-som-verdens-mest-baeredygtige-land>
- Kragballe, S. (2. 1 2022). *Carlsberg rykker op i top 3 blandt verdens største bryggerier*. Hentet fra Finans.dk: <https://finans.dk/erhverv/ECE13582610/carlsberg-rykker-op-i-top-3-blandt-verdens-stoerste-bryggerier/>

- Nationalbanken. (22. 11 2023). *Bliv klogere på inflation, renter og fastkurspolitik*. Hentet fra Nationalbanken.dk:
<https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser- pengepolitik-og-dansk-oekonomi/bliv-klogere-paa-inflation-renter-og-fastkurspolitik>
- Nordnet. (4. 10 2022). *Obligationer*. Hentet fra Nordnet.dk: <https://www.nordnet.dk/blog/obligationer-den-grimme-aelling-begynder-at-ligne-en-svane/>
- Nordnet. (1. 12 2023). *Carlsberg A-aktie*. Hentet fra Nordnet.dk: <https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099913-carlsberg-a>
- Nordnet. (12. 1 2023). *Carlsberg B-aktie*. Hentet fra Nordnet.dk: <https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099914-carlsberg-b>
- Nordnet. (5. 12 2023). *OMX25-Indekset aktiekursudvikling seneste 5 år*. Hentet fra Nordnet.dk:
<https://www.euroinvestor.dk/markeder/indeks/omx-c25/64283>
- Nørlund, E. (08. 02 2023). *Carlsberg skruer op for marketing i en krisetid*. Hentet fra Markedsføring.dk:
<https://markedsforing.dk/artikler/note/carlsberg-skrue-op-for-marketing-i-en-krisetid/>
- PWC. (01. 01 2020). *Værdiansættelse af virksomheder*. Hentet fra pwc.dk:
<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2020/vaerdiansaettelse-af-virk-pub.pdf>
- Restinformation. (19. 10 2023). *Markedsføringsloven*. Hentet fra Retsinformation.dk:
<https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2017/426#P3>
- Ritzau. (25. 06 2009). *Fuens*. Hentet fra Halvdelen af russiske mænd dør af druk: <https://fyens.dk/udland/halvdelen-af-russiske-maend-doer-af-druk-2022-12-26>
- Schaumann, N. (28. 03 2022). *Berlingske*. Hentet fra Berlingske: <https://www.berlingske.dk/virksomheder/carlsberg-traekker-stikket-i-rusland-efter-haard-kritik>
- SCM. (15. 02 2011). *1,4 milliarder flasker øl kører på skinner i Fredericia*. Hentet fra SCM: <https://scm.dk/14-milliard-flasker-%C3%B8l-k%C3%B8rer-p%C3%A5-skinne-i-fredericia>
- statistik, D. (27. 11 2023). *Nettoprisindeks*. Hentet fra DST.dk:
<https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/prisindeks/nettoprisindeks>
- Terney, S. I. (8. 12 2022). *Carlsberg Danmark vælger nyt bureau*. Hentet fra Markedsføring.dk:
<https://markedsforing.dk/artikler/nyheder/carlsberg-danmark-vaelger-nyt-bureau/>
- Aabech, S. T. (4. 1 2023). *Bryggerier øjner muligheder på alkoholfrit marked i voldsom vækst*. Hentet fra Food-supply.dk:
https://www.food-supply.dk/article/view/889372/bryggerier_ojner_muligheder_pa_alkoholfrit_marked_i_voldsom_vaekst