

AAU Executive Business & Social Sciences
Aalborg Universitet

Værdiansættelse af Carlsberg A/S

HD Regnskab og Økonomistyring – Afhandling forår 2024

Trine Lilmoes Nielsen & Oliver Malthe Skou
Studienr. 20223464 & 20222039

13. maj 2024

Antal anslag:

168.153 (70 sider)

Heraf 30 figurer - 800 anslag per figur

Vejleder:

Jens Riis Andersen

Abstract

The last couple of years there has happened many different world crises that have affected the world's economics and many of the world's biggest companies, this is crises like the covid-19 pandemic and the war between Ukraine and Russia that have been leading to electricity and oil crises. In this report we will especially focus on the war between Ukraine and Russia, Carlsberg's presence in Russia at this time and how it have potentially affected their business. Especially the high inflation on both electricity, oil and almost all raw materials have changed the consumers behaviour and preferences.

The war has throughout disrupted geopolitical stability, which has been leading to economic sanctions and trade restrictions. All these factors have been creating a challenging environment for multinational brands like Carlsberg because they rely on international markets for growth and profitability.

To explore how all of these factors have affected the business of Carlsberg, there will through the assignment be made several analyses. First there will be explained the internal conditions of the company using a value chain analysis, which will tell how the whole company works from the inside and which tools they have made use of and which they plan to make use of to keep enveloping with the outside world. Afterwards there will be analysis of the external factors that is affecting the consumers of Carlsberg. This will be explored by using PESTEL-analysis and porters five forces. Those analysis will help giving an overview over the most significant factors. The PESTEL-analysis gives a good picture of the head themes in the external world, and how the current political, economic, sociocultural, technical, environmental and laws affect this. The Porters five forces focus on the specific industry, how the effects from the competing companies are, the suppliers for the industry, the power of the buyers and for threat of new entries, with give an overview of how good the industry is for the company to be in.

For the internal analysis we will also be looking at the financial key figures has been evolving throughout the last couple of years by using a Dupont-model, all of the conclusions will be summed up in a SWOT- analysis, which will help us make see which opportunities Carlsberg have in the future and which threads there is, and how this will affect the company in the next couple of years through a budget. Finally, the report will be showing a calculation and the value of the company though RIDO-valuation method.

Indhold

Abstract	1
1. Indledning.....	5
1.1 Problemstilling.....	5
1.2 Problemformulering.....	5
1.3 Afgrænsning.....	6
1.4 Metode	6
1.5 Kildekritik.....	8
2. Virksomhedsbeskrivelse	9
2.1 Virksomhedens historie	9
2.2 Aktiekursen historisk	10
3. Strategisk analyse af Carlsberg A/S	11
3.1 Intern analyse.....	11
3.1.1 Værdikædeanalyse	11
3.1.2 Generiske strategier	17
3.1.3 Ansoffs Vækstmatrix.....	18
3.2 Ekstern analyse	19
3.2.1 PESTEL-analyse	19
3.2.2 Porters Five Forces	27
3.2.3 Industrianalyse	33
4. Regnskabsanalyse.....	36
4.1 Reformulering.....	36
4.1.1 Reformuleret resultatopgørelse	36
4.1.2 Reformuleret egenkapitalsopgørelse.....	37
4.1.3 Reformuleret balance	39
4.2 Rentabilitetsanalyse	40
4.2.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)	41

4.2.2 Metode 2: Egenkapitalens forrentning (ROE)	42
4.2.3 Afkastningsgraden (ROIC)	44
4.2.4 Analyse af underliggende drivere i Dupont pyramiden	46
4.2.5 Delkonklusion på rentabilitetsanalysen	50
5. Opsamling på analyser	51
5.1 SWOT-analyse	51
5.1.1 Prioritering og sandsynlighed	51
6. Budgettering	54
6.1 Udvikling i Vesteuropa	55
6.2 Udvikling i Øst- og Centraleuropa	56
6.3 Udvikling i Asien.....	57
6.4 Samlet udvikling.....	58
6.5 Forudsætninger for budget.....	59
6.5.1 Inverse AOH	59
6.5.2 EBIT-margin	59
6.5.3 Effektiv skattesats	60
6.6 Delkonklusion.....	60
7. Værdiansættelse.....	60
7.1 Fastsættelse af WACC	61
7.1.1 Markedsværdien af egenkapitalen, virksomheden og gælden	61
7.1.2 Estimering af ejernes afkastkrav	62
7.1.3 Risikofrie rente.....	62
7.1.4 Markedets risikopræmie.....	62
7.1.5 Betaværdi af aktien	63
7.1.6 Estimering af lånerenten efter skat	63
7.1.7 Fastsættelse af WACC – beregning heraf	64
7.2 Værdiansættelse af Carlsberg	64

7.2.1 Følsomhedsanalyse af værdiansættelsen.....	65
7.2.2 Delkonklusion værdiansættelse af Carlsberg.....	66
8. Konklusion	67
9. Figuroversigt	69
10. Bibliografi	70

1. Indledning

Som en af verdens største øl producenter er der altid fokus på Carlsberg og hvordan det går dem, især i Danmark, da det er en af de største virksomheder her i landet og et brand som alle danskere kender og benytter sig af i større eller mindre omfang. De har et stort varesortiment af forskellige læskedrikke som ølmærkerne Tuborg og Carlsberg, cidere som Somersby og sodavandsmærkerne Schweppes, Fanta, Coca-Cola samt mange andre varianter og herudover mange andre mærker i deres udenlandske bryggerier. De er et meget synligt brand, bl.a. ved at være sponsere til flere store begivenheder, specielt i fodboldens og musikkens verden.

Carlsberg er børsnoterede og rigtig mange har også valgt at have Carlsberg som en del af deres aktieportefølje. Carlsberg har generelt lagt på et lavt niveau siden slutningen af 2023, da den nåede sit laveste, var kursen kr. 819,6. Aktien har også siden krigen i Rusland og Ukraine været en smule mere ustabil end tidligere, med lidt flere udsving. I marts 2022, kort tid efter krigens start, var aktien helt nede på kr. 783, siden er den steget stille og roligt, men tog igen et dyk i november 2023 og er nu igen stigende.

Krigen i Rusland har påvirket Carlsberg meget grundet Carlsbergs bryggerier i Rusland, og den meget omdiskuterede boykotning af Rusland i Danmark, hvor Carlsberg valgte at fortsætte deres forretning dernede i rigtig lang tid, men har nu valgt at sælge deres bryggerier i Rusland, efter at have lidt et stort økonomisk tab på denne investering. I rapporten vil vi med strategiske og regnskabsanalytiske metoder, definere de fordele og ulemper der er for Carlsberg og udarbejde en værdiansættelse af Carlsberg og på den måde finde ud af om hvorvidt og hvordan krigen har påvirket aktiekursen.

1.1 Problemstilling

Carlsberg er et verdenskendt brand og der har været meget omtale omkring sagen af Carlsberg i Rusland. Alle de tidligere nævnte forhold medfører, at en værdiansættelse af Carlsberg er særdeles relevant for nuværende og fremtidige investorer. Derfor vil der i denne rapport blive dannet en teoretisk værdiansættelse på baggrund af strategiske analyser, regnskabsanalyse og budgettering, for at vurdere hvorvidt aktien den 31.12.2023 var under- eller overvurderet.

1.2 Problemformulering

Formålet med denne afhandling er at lave en teoretisk værdiansættelse af Carlsberg aktiekurs per 31.12.2023 og herudfra fastsætte om den faktiske aktiekurs per 31.12.2023, var over- eller undervurderet. Dette udleder følgende overordnede problemformulering:

Hvad er den samlede værdi af Carlsberg d. 31.12.2023 og vurderes dette som værende attraktivt som investering?

Til besvarelse af denne problemformulering, er der udarbejdet følgende underliggende spørgsmål:

Hvilke strategiske forhold påvirker værdiansættelsen af Carlsberg, internt og eksternt?

Hvordan har de regnskabsmæssige nøgletal udviklet sig de seneste 5 år?

Hvordan er følsomheden af værdiansættelsen?

1.3 Afgrænsning

Rapporten afgrænses til udelukkende at omhandle Carlsberg B-aktien, da det er denne aktie der er den mest handlet af de to og derfor er mest sigende i forhold til hvad den reelle værdi af Carlsberg er. Den fastsatte dato for værdiansættelse af aktiekursen samt vurdering af den faktiske aktiekurs er den 31.12.2023.

Der antages at læser har den grundlæggende viden til de benyttede teorier, modeller og analyser i rapporten, herudover kan visse punkter blive undladt, hvis disse ikke vurderes at have væsentlig relevans for læseren. Interne analyser kan være begrænset grundet manglende tilgængelighed af data og information.

Da Carlsberg operer i så mange lande, vil der være en naturlig begrænsning af dybden og bredden i de tilvalgte analyser, hvor der vil fokuseres på de mest relevante og kendte forhold.

For at analysere virksomhedens regnskabstal og udarbejdelsen af budget, afgrænses rapporten til at kigge på udviklingen de seneste 5 år, fra år 2019 til 2023. Den udarbejdede følsomhedsanalyse bliver afgrænset til at se på de to mest væsentlige faktorer til værdiansættelsen, WACC'en og EBIT-margin.

1.4 Metode

Rapporten starter med at beskrive virksomheden Carlsberg og historien herom, herunder hvilke markeder de har deres aktiviteter i samt den seneste udvikling af aktiekursen, for at give en grundlæggende forståelse af typen af virksomheden og dens baggrund.

Afhandlingen vil derefter føres over til en analyse af de strategiske forhold. Vi vil først afdække de interne forhold ved brug af en værdikædeanalyse, Porters generiske strategier og Ansoffs vækstmatrix, som danner grundlaget for den indre organisation og deres

udviklingsstrategier. Herefter afdækkes de eksterne forhold for Carlsberg og branchen ved brugen af analyser som PESTEL, Porters Five Forces og en industrianalyse. Disse analyser bruges til at definere hvilke forhold der kan påvirke Carlsbergs drift samt fremtidige budgetter.

Opgaven vil derefter afdække regnskabstallene i form af en regnskabsanalyse med udgangspunkt i Dupont-pyramiden. Udviklingen af virksomhedens nøgletal de seneste fem år, vil blive udregnet på baggrund af et reformuleret regnskab.

Konklusionerne fra disse analyser vil herefter blive sammenført i en SWOT-analyse, der vil danne grundlaget for forudsætningerne for det udarbejdede budget, der strækker sig over de næste ti år samt et terminalår.

Værdiansættelsen laves på baggrund af det opstillede budget og der vil ydermere blive dannet en følsomhedsanalyse af denne værdiansættelse til afdækning af hvor stor usikkerhed der er ved denne, hvis man ser på en ændring af de mest væsentlige faktorer til udregningen.

Dataindsamlingen er generelt baseret på en desk-research-tilgang, hvor der benyttes sekundære data. Den empiriske del af dataindsamlingen bygger på de offentliggjorte årsrapporter fra Carlsberg samt offentliggjorte strategirapporter, med supplerende data fra anerkendte analysesider og andre udbydere af finansielle data.

Kvalitativt data benyttes primært i udarbejdelsen af de strategiske analyser hvor der bruges kvantitative data til udarbejdelsen af regnskabsanalysen. Der er derved brugt en kombination af begge dataformer til grundlag for analyserne, som bidrager til at rapporten forholder sig objektivt.



Figur 1 - Oversigt over opgaven - Egen tilvirkning

1.5 Kildekritik

Rapporten er bygget op på grundlag af sekundære datakilder, hvoraf der bliver brugt data fra offentliggjorte rapporter fra Carlsberg, fagbøger fra uddannelsen samt internetkilder.

Årsrapporter offentliggjort af Carlsberg har en naturlig subjektiv vinkel, da Carlsberg vil fremstå så positivt som muligt overfor læserne af disse rapporter, på baggrund af den udarbejdede rapport. Derfor er udtalelserne fra ledelsen heri vurderet kritisk inden de er benyttet i rapporten. Dog anses disse stadig som pålidelige kilder, da regnskabstallene er revideret af en uafhængig revisor og fortællingerne vedrørende de forskellige markeder og regnskabstal skal være sammenhængende med hvordan de faktisk agerer, for at der kan være tillid mellem aktionærerne og Carlsberg som virksomhed.

Teori fra fagbøger vurderes at være meget pålidelige og valide, da der er tale om udvalgte bøger fra uddannelsesinstituttet. Fagbøgerne benyttes til udvælgelse af analyseværktøjer, relevant teori og beregningsmetoder – derved er det udelukkende forfatteren af disse fagbøgers egne fortolkninger der kan indeholde noget subjektivitet.

Der er til analysen af de eksterne forhold primært benyttet internetartikler, for at højne kvaliteten af disse kilder vil der udvælges kilder fra mange forskellige anerkendte udbydere, der må anses for værende pålidelige. Artiklerne kan indeholde subjektive holdninger og fortolkninger som vurderes kritisk, både når der kigges på validitet og reliabilitet, inden brugen heraf til analyserne i rapporten.

2. Virksomhedsbeskrivelse

Da vores opgave både omhandler Carlsberg som helhed, men også værdiansættelsen heraf, vil vi kort beskrive hvem Carlsberg er, samt kigge på aktiekursen historisk set.

2.1 Virksomhedens historie

Jacob Christian Jacobsen blev født tilbage i 1811, og er stifter af Carlsberg – han vil blive omtalt som J.C. Jacobsen. Hans far havde sit eget bryggeri, da han dør i 1835, overtager J.C. Jacobsen hans bryggeri og fortsætter i sin fars fodspor – dette viste sig dog ikke at være nok for J.C. Jacobsen. Han er praktisk talt vokset op med bryggeri, og har derigennem opbygget en stor passion for øl og hvordan den brygges. I sin proces for at brygge den bedst mulige øl, tager han til München for at studere de dengang nyeste teknikker inden for bryggeri. 10 år efter hans fars død, vender J.C. Jacobsen tilbage til Danmark med noget særligt gær – dette skal han bruge til at finde den perfekte lagerøl. Han starter med at brygge den første øl i sin mors vaskefad, men som processen skrider frem, får han brug for mere lagerplads. Han finder derfor et område på Valby Bakke udenfor København, hvor han vil åbne sit nye bryggeri. På grund af placeringen på Valby Bakke, og med inspiration fra hans eneste barn Carl, ender han altså på navnet Carlsberg. Virksomheden Carlsberg bliver derfor stiftet i 1847, hvor han d. 10. november 1847 har sit første bryg med Carlsberg-øl klar.

Som det hele skrider frem, går det kun en vej for Carlsberg, og det er fremad, i 1868 begynder de at eksportere til udlandet og herudover etablerer de i 1875 et nyt laboratorium, som en del af Carlsberg Fondet som etableres i 1876. Det nye laboratorium og den nye virksomhed, har til formål at fremme og støtte dansk forskning inden for brygning af øl. Kort efter, nemlig i 1883 skulle dette vise sig at give pote. Deres forsker Emil Christian Hansen, fandt nemlig en metode hvorpå det er muligt at rendyrke gær, og på den måde kan sikre kvaliteten og den høje kvalitet af øl. Dette var med til at revolutionere måden at brygge øl på og kvaliteten heraf – det er stadig den metode som bruges af Carlsberg i dag, til at brygge al deres pilsnerøl.

Sideløbende med ovenstående historie, er J.C. Jacobsens søn, nemlig Carl, også begyndt at opbygge sin interesse for øl, og brygning heraf. Så efter at fabrikken brænder i 1867, og der bliver bygget en nyere og mere moderniseret fabrik, så øjner Carl sin chance for at brygge sin egen øl. Dette gør han i en sidebygning til fabrikken, og det går faktisk rigtig godt for ham. Han åbner derfor i 1882 sit eget selvstændige bryggeri kaldet Ny Carlsberg, og på blot 10 år, har Ny Carlsberg overhalet farens Gamle Carlsberg ift. salg. Dette betød at J.C. Jacobsen og Carl havde en familiestrid, som stod på i en længere årrække, og de blev først genforenet kort

før J.C. Jacobsens død i 1886. Herfra var det blot et spørgsmål om tid, før Ny- og Gammel Carlsberg skulle fusioneres, hvilket de så gjorde i 1906, hvor Carl blev direktør på det samlede Carlsberg.

Det var kort forinden, at Carlsberg fik lavet deres første ikoniske design, som vi også kender det i dag. Det var nemlig i 1904, at de får deres første Carlsberg pilsner etiket, hvilket også blev belønnet med den ærefulde titel som Kongelig Leverandør til det Danske Hof, som de fik samme år.

Herfra fortsatte Carlsberg blot med at vokse og vokse, hvilket betød de i 1932 etableret deres eksportafdeling, og 34 år senere, i 1968, åbnede deres første bryggeri i udlandet.

I 2008 bliver Carlsberg grunden i København, dog solgt til Carlsberg Byen P/S, og skal være en del af et større projekt. Hvilket betød at Carlsberg rykkede størstedelen af deres ølproduktionen til Fredericia, hvor de stadig ligger i dag. ("Mød os » Historien bag « Carlsberg Danmark," n.d.)

2.2 Aktiekursen historisk

Carlsberg B-aktien er en af Danmark største børsnoterede virksomheder, og indgår derfor i det danske C25-indeks, som er en oversigt over de 25 mest handlede danske virksomheder.

De seneste fem år, har Carlsberg aktien ledet af at hele tiden skulle kæmpe tilbage efter dyk i aktien. Tilbage i 2020, var kursen pr. aktie helt nede under kr. 600 pga. COVID-19. Allerede i løbet af 2021, får aktien kæmpet sig tilbage på over kr. 1.000 pr. aktie. Det er dog indtil, at den igen tager et dyk i marts 2022 til under kr. 750 pr. aktie, som følge af krigen i Ukraine. Under krigen er Carlsberg blevet nødsaget til at trække sig ud af det russiske marked, som inden da ellers var en stor andel af det Øst- og Centraleuropæiske marked. Udover det store tab ved at skulle trække sig ud af Rusland, kom der også en effekt i form af stigende råvarepriser, da meget af det korn, som benyttes i brygningen af øl, kom fra Ukraine, hvor priserne steg voldsomt og ofte slet ikke kunne leveres. Igen får Carlsberg dog kæmpet sig tilbage og kommer i løbet af 2023 på over kr. 1.000 pr. aktie igen, dog viser det sig i slutningen af året, hvor store konsekvenser, frasalget af det russiske marked havde for Carlsberg, samt hvor stort et tab Carlsberg ender med at lide pga. dette, så falder aktien hen mod slutningen af 2023 igen – aktien ender altså på kr. 822,49 pr. aktie pr. 31.12.2023 ("Carlsberg B- Aktiekurs i realtid - Børsen Investor," n.d.).

3. Strategisk analyse af Carlsberg A/S

Til at supplere Carlsbergs historik, bliver der udarbejdet en strategisk analyse, hvor alle ikke finansielle forhold vil blive analyseret, både hvad der angår interne forhold samt eksterne forhold der påvirker Carlsberg. Disse forhold påvirker også forventningerne af hvordan Carlsberg udvikler sig i fremtiden og derved budgetteringen samt værdiansættelsen.

3.1 Intern analyse

Til at få en forståelse af hvordan Carlsberg driver deres virksomhed, hvilke strategiske tanker de selv gør sig, og hvordan de vil føre disse ud i virksomheden, udarbejdes der en værdikædeanalyse til en dybdegående analyse af virksomhedens interne forhold. Herefter udarbejdes en analyse af hvordan vi ser Porters generiske strategier og Ansoffs vækstmatrix udforme sig i selskabet.

3.1.1 Værdikædeanalyse

Værdikæden er et værktøj til at få et overblik og en forståelse af alle de aktiviteter der er i en virksomhed, på den måde får man en bedre mulighed for at optimere disse processer med henblik på at skabe merværdi for deres kunder. Vi får med analysen tydeliggjort hvordan der i hver fase bliver skabt en merværdi og hvilken omkostning der hører med hertil. På den måde kan vi nemmere vurdere hvilke aktiviteter der er rentable og hvilke der skal optimeres før de giver mening for virksomheden.

3.1.1.1 Primære aktiviteter:

For at varetage og optimere Carlsbergs interne processer, har koncernen oprettet selskabet Carlsberg Supply Company AG. Her består aktiviteterne af at planlægge hele den interne proces for koncernen, blandt andet at der bliver indkøbt den rette mængde af råvarer og produceret nok på de rigtige tidspunkter. Herudover bliver dog også kigget på hvilke teknologier man gør brug af og procedurerne omkring kundeservice. Denne strategi, hvor de samler alt deres planlægning for at optimere, kalder de for Oneplan, og er blevet lanceret for første gang her i 2023. ("Annual Report 2023," n.d., p. 23)

Indgående logistik

Carlsberg har fokus på at minimere alle de risici der er i forbindelse med indkøb af råvarer – det er derfor vigtigt for dem, at de har en stabil indkøbskilde og at priserne holder sig nede, så deres priser kan forblive på et konkurrencedygtigt niveau hos deres forbrugere. ("Who we are » About the Carlsberg Group » Integrated Supply Chain « Carlsberg Group," n.d.)

Produktion

Carlsberg blev i 2022 en del af de 3 største bryggerier i verdenen og er repræsenteret i 150 lande med 73 bryggerier. I Danmark sker produktionen i Fredericia, men de har bryggerier til produktion i hele verdenen, herunder Skandinavien, Asien, flere steder i Europa, såsom Frankrig, Schweiz og Rusland er blot nogle af de markeder hvor de har bryggerier og er markedsledere – dog er deres produktion i Rusland ved at blive solgt fra, grundet krigen mellem Ukraine og Rusland. Carlsberg vægter højt at have produktion i de lande, de sælger deres produkter. Carlsberg har som det seneste investeret i en ny produktion i Kiev, i Ukraine. (“Annual Report 2023,” n.d., p. 8)

Omkostningerne i forbindelse med produktionen af øl bliver påvirket meget af mængden der skal produceres, derfor har Carlsberg store besparelser ved at have stordriftsfordele i de forskellige lande de opererer i. (“Mød os » Organisation « Carlsberg Danmark,” n.d.)

Udgående logistik

Distribution af produktionen bærer en stor andel af omkostningerne. Omkostningerne til distribution udgør ca. 10 % af omsætningen og kræver meget logistisk planlægning for at udføre arbejdet så effektivt som muligt, hvilket også er noget af det der bliver behandlet under Oneplan. Det er derfor også en vigtig at Carlsberg har bryggerier i de lande de forhandler deres produkter i.

De høje energipriser de seneste par år er også noget der påvirker omkostningerne for Carlsbergs distribution og det har resulteret i en omkostningsstigning på 6% per hl. I 2024 har Carlsberg også investeret i en ny varmeteknologi for at mindske deres omkostninger til varme med 1/3 del og deres CO2-udledning med 3.600 ton. Derudover har de investeret i en vindmøllepark der skal dække 10% af bryggeriets energiforbrug. (“Newsroom » Ny teknologi elektrificerer Carlsbergs bryggeri « Carlsberg Danmark,” n.d.)

Markedsføring og salg

Carlsberg er et meget velkendt brand verden over, hvilket også skal opretholdes. Det gør de ved at gøre meget brug af sponsorater til at gøre sig synlige, det er blandt andet fordi der er en række love, som skal overholdes i Danmark, når man skal markedsføre alkohol. I Danmark gør de sig synlige til de store begivenheder, især hen over sommeren hvor de er medsponsor til Grøn koncert, hovedsponsor til Roskilde Festival og Nibe festival og sponsor for DBU siden år 1978. I udlandet benytter de sig også meget af sponsorater, hvor de er hovedsponsorer for Liverpool FC.

Carlsberg fokuserer også i deres markedsføring på at følge nogle etiske politikker, de har for eksempel kampagnen “Drik med respekt”. (“Newsroom » Tuborg fortsætter som leverandør til Nibe Festival « Carlsberg Danmark,” n.d.)

I 2023 er omkostningerne til markedsføring steget grundet de store investeringer i brands, hvor de især i Asien har vækstet meget og haft fokus på at brande sig. De har også øget deres marketing på de Premium øl de har lokalt i de forskellige lande.

Service efter salg

Der er et lavt behov for service efter salg ved Carlsberg, så derfor har Carlsberg lagt deres fokus på at påtage sig et ansvar som verdenskendt brand, ved at tage ansvarlige valg igennem hele processen af deres værdikæde. Til det formål har de indført et bæredygtighedsprogram “Together Towards ZERO and Beyond”, hvor de har indført forskellige bæredygtige tiltag der har til formål at mindske deres CO2-aftryk – f.eks. at opføre en solcellepark, investere i biogaslastbiler og fået ny varmforsyning. Alle disse tiltag skal munde ud i at Carlsbergs bryggerier ikke har noget CO2-aftryk, halvere vandforbruget ved brygning, ingen uansvarlig forbrug af alkohol og ingen arbejdsulykker, inden 2030. På den måde forsøger de at tage ansvar indenfor de områder de efterlader et aftryk og kræver at deres samarbejdspartnere gør det samme (“Annual Report 2023,” n.d., p. 18).



Figur 2 - Togehter Towards ZERO & Beyond - Annual Report 2023

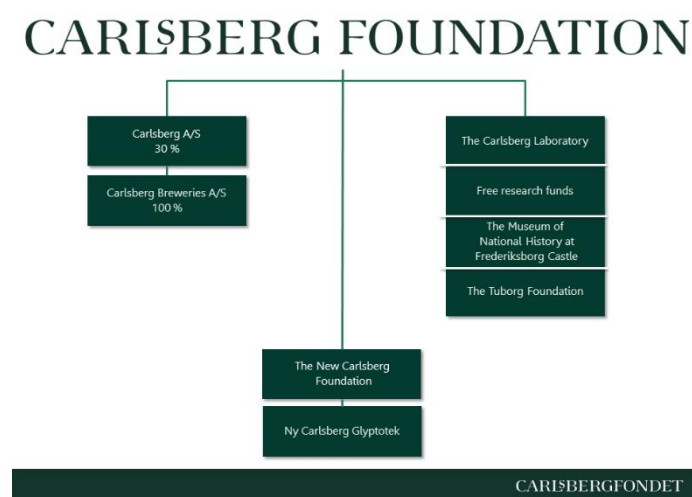
De forsøger for eksempel at skabe mere ansvarligt forbrug af alkohol, ved at markedsføre de alkoholfrie produkter mere, samt at gøre dem mere tilgængelige for forbrugerne – det har resulteret i at salget af alkoholfri øl er steget drastisk de seneste 10 år. (“Sustainability » Our ambitions « Carlsberg Group,” n.d.)

3.1.1.2 Støtteaktiviteter:

Støtteaktiviteterne vedrører de fire forhold man ifølge modellen mener skaber værdi for de primære aktiviteter.

Virksomhedens infrastruktur

Carlsberg er en stor organisation med mange selskaber i koncernen, hvor Carlsberg A/S er det selskab der indeholder driften. Driftsselskabet har over 41.000 ansatte fordelt i Vesteuropa, Østeuropa og Asien, samtidig er det også her man ejer datterselskaberne hvor bryggerierne i de forskellige lande er i. Carlsberg A/S er et aktieselskab, hvor der ejes 29% af aktieandelene og 77% af stemmeandelene af Carlsberg Foundation. Carlsberg Foundation har en bestyrelse med 15 medlemmer, hvor 7 af dem er fra Danmark.



Figur 3- Carlsberg Foundation - ("Organisational chart | Carlsbergfondet," n.d.)

Menneskelige ressourcer

Carlsberg har en stor opgave foran sig, for at bibeholde deres gode omdømme omkring dem og deres brand. Det gælder også vedr. deres medarbejdere i de forskellige lande, da der er meget stor forskel på hvordan ansatte bliver behandlet, specielt i de fattige lande, hvor det her er vigtigt at have nogle kontroller omkring deres ansatte.

Det er også årsagen til at Carlsberg har udarbejdet en strategi for at leve op til de etiske krav der er for "human rights", hvor der laves en særskilt rapport hvert år for at de og deres aktionærer kan følge hvilke planer der er igangsat for at forbedre arbejdsforholdene, samt hvilke planer der er for fremtiden for at udvikle disse forhold. ("Carlsberg Group Human Rights Report 2023," 2023)

Her skriver man for eksempel om hvordan man vil opnå det tidligere beskrevet mål “zero accidents culture”, bl.a. gennem bedre arbejdstider og sikre høj sikkerhed i de bryggerier hvor der er flere arbejdsulykker. Rapporten støtter også op om deres “SAIL 27” strategi, der blandt andet handler om at de vil være den mest attraktive arbejdsplads indenfor deres branche, ved at tage ansvar for deres ansatte og de forhold de har.

SAIL'27



Figur 4 - SAIL'27 - (“Who we are » About the Carlsberg Group » Our Strategy « Carlsberg Group,” n.d.)

Når Carlsberg er så stort et selskab som de er, er der en større risiko for at det kommer ud i offentligheden, hvis der sker nogle uetiske ting i organisationen. Sidste år kom det f.eks. ud at instituttet for menneskerettigheder kritiserede Carlsberg for at der foregår undertrykkelse af befolkningen i Kina i de provinser hvor Carlsbergs bryggerier ligger, samt at Carlsberg ikke var åbne omkring situationen. (“Institut for Menneskerettigheder,” 2023)

Produkt- og teknologiudvikling

For at Carlsberg skal være de førerne i de lande de optræder i, er det altafgørende at de følger med tiden, både når det gælder teknologi og produktudvikling.

Ved deres produktudvikling har de i følge deres strategier fokus på deres salg af Premium øl, som også ses ved at de i 2023 lancerede en ny produktserie, med eksperimentelle øl.

Derudover har de haft øget fokus på at markedsføre deres alkoholfrie øl samt øl med lavere alkoholprocenter. Det er netop disse at interessen er steget meget for i Danmark og det støttet samtidig også op om deres “Together towards Zero”. Herudover har de et stort sortiment, med mange forskellige varianter i alle de lande hvor de har deres bryggerier. (Denman, 2023)

Den teknologiske udvikling har en lige så stor betydning for hvordan det går Carlsberg, f.eks. har de seneste teknologiske tiltag de har taget, påvirket både deres økonomi i fremtiden og det

CO2 aftryk de efterlader sig. Det er investeringerne beskrevet tidligere, en solcellepark, der skal forsyne en tredjedel af elforbruget i bryggerierne, de har et vandgenindvindningssystem der lader dem genanvende en stor del af deres vandforbrug samt de har investeret i biogaslastbiler. (“Newsroom » Accelerate SAIL Sets Higher Long-Term Growth Ambitions « Carlsberg Group,” n.d.)

Indkøb

Valg af leverandører er vigtigt for Carlsberg. Der skal tages hensyn til hvordan leverandørerne vælger deres råvarer og deres medarbejdere for at opfylde de krav de har givet dem selv i forbindelse med deres planlagte strategier. Carlsberg har udtalt at deres leverandører skal opfylde en række krav for at kunne blive eller forblive deres leverandør. Leverandørerne skal blive mere bæredygtige, ved at investere i klimavenlige initiativer og skabe mere biodiversitet. (“Klimaaftryk kan få Carlsberg til at skrotte leverandører,” 2021)

For at optimere deres egne ressourcer i denne proces, og derigennem minimere deres spild, har de som tidligere nævnt, startet supply chain selskabet. Dette skal stå for alle disse processer og sørge for at det foregår så optimalt som muligt. Ved at have dette datterselskab, giver det mulighed for at have hovedfokus intern på dette i stedet for på salg og produktion af læskedrikke, som ellers er selskabets primære aktivitet. (“Carlsberg Group ESG Report 2023,” 2023)

3.1.1.3 Delkonklusion af værdikædeanalyse

Carlsberg har et separat underselskab, der har til formål at varetage hele værdikæden mest optimalt. Indkøb af råvarer og logistik er de største poster i virksomhedens værdikæde og disse kan derfor påvirke økonomien mest, hvis dette ikke udføres så effektivt som muligt. Af forhold der ikke omhandler produktionen direkte, er markedsføring også et sted Carlsberg har et stort fokus – de når hovedsagligt ud til deres kunder ved brug af sponsorater, hvilket specielt sker gennem samarbejder med musik og sport. Da Carlsberg ikke har megen direkte kontakt med deres forbrugere, forsøger de at skabe god kundeservice, ved at danne ansvarsfulde strategier, der gør at deres forbrugere kan stå inde for det brand de støtter ved at købe deres produkter.

Carlsberg lægger generelt en stor opgave i at udarbejde strategier og følge disse løbende for netop at skabe denne merværdi for kunden – f.eks. ved at have mål omkring arbejdsforholdene på deres arbejdspladser samt mindske deres aftryk, både i form af CO2-udledning, vandspild og hvor de vælger af købe deres råvarer. De udarbejdede strategier

hedder ”together towards zero and beyond” og ”sail ’27”, og for at opnå alle disse opsatte mål, sættes der en stor lid til teknologien. Her er der investeret mange penge i ellastbiler, solcelleanlæg og teknologier der gør det muligt at genanvende meget af det spildevand de har.

3.1.1.4 Kritik af værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen er en ældre analyse og der er derfor nogle af faserne der kunne blive opdateret, så de passer bedre til en moderne virksomhed og et moderne marked, hvor der er flere faser som påvirker en større virksomhed.

3.1.2 Generiske strategier

Nedenstående model viser en oversigt over Porters generiske konkurrencestrategier, som er en analysemodel hvorpå der fremgår forskellige metoder til at vækste på. I modellen kigger man på 2 aspekter – først kigger man på målgruppen af Carlsbergs kunder, hvorefter man kigger på hvor Carlsberg har deres konkurrencemæssige fordel.



Figur 5 - Porters Generiske Strategier - ("Porters Generiske Strategier," n.d.)

Carlsberg er verdens tredjestørste bryggeri, og det er derfor sikkert at antage, at de har store markedsandele på de markeder de befinder sig på (Kragballe, 2022). Dette sker kun hvis Carlsberg har en bred målgruppe i markedet, hvilket også er tilfældet – hvilket understøttes af deres egen årsrapport. Her ses det at de fleste lande som Carlsberg befinder sig i, er de rent faktisk markedsleder eller markedsudfordrer i landet – det er kun Kina og Indien hvor de ikke helt er deroppe endnu. ("Annual Report 2023," n.d., pp. 34–38)

Udover en bred målgruppe, tilbyder Carlsberg også en lang række forskellige øl og drikkevarer, og de opererer derfor indenfor de forskellige markeder. Hvis man kigger på øl, så har de både helt normale Pilsner, Classic osv., men har også varianter indenfor

specialølmarkedet. Dog må det siges at være deres ”normale” øl, de er kendt for, hvor de samtidig kan holde omkostningerne nede og benytte sig af deres stordriftsfordele. Det vurderes derfor at Carlsberg primært fokuserer på deres lave omkostninger.

Deres brede målgruppe sammen med deres fokus på lave omkostninger, må derfor betyde at Carlsberg primære strategi er omkostningsleder i markedet ifølge Porters generiske strategier.

3.1.3 Ansoffs Vækstmatrix

Hvor Porters generiske strategi mere kigger på den generelle strategi i Carlsberg, går Ansoffs Vækstmatrix lidt mere i dybden med forskellige vækststrategier de kan benytte sig af. Her opdeles modellen i 2 aspekter, hvor man først kigger på markedet, om det er et nuværende marked eller nyt marked Carlsberg skal vækste på. Herudover kigger man på produkterne Carlsberg skal bruge til at vækste med på det førnævnte marked, om der er tale om nye eller nuværende produkter.

	Nuværende produkter	Nye produkter
Nuværende markeder	Markedspenetrering	Produktudvikling
Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation

Figur 6 - Ansoffs Vækstmatrix - (“Ansoffs vækstmatrix definition | InvestEd,” n.d.)

Historisk set har Carlsberg benyttet sig af alle de forskellige vækststrategier, men med deres ”Sail ’27”-strategi fokuserer Carlsberg på organisk vækst på nuværende markeder. Her vil de med geografisk fokus, lave forskellige tiltag på de forskellige markeder. I Øst- og Centraleuropa, ønsker de at øge deres fokus på deres allerede lancerede specialøl, samtidig med et fokus på deres cidere såsom Somersby og Garage. I Vesteuropa er der godt gang i markedet og salget, derfor vil Carlsberg ikke gøre noget specielt i forhold til vækststrategi, udover at markedsføre sig og prøve at vækste, herudover vil de forsøge at nedbringe omkostningerne og derved blive mere effektive, hvilket gerne skulle ramme på bundlinjen. Slutteligt er der Asien, hvor de vil have særligt fokus på Kina, Indien og Vietnam, som også bl.a. var de tidligere nævnte lande, hvor Carlsberg ikke var helt i toppen for at kunne betegnes som markedsledere. (“Newsroom » Accelerate SAIL Sets Higher Long-Term Growth Ambitions « Carlsberg Group,” n.d.)

Ens for de tre geografiske fokusområder, er markedspenetrering, der er ikke noget revolutionerende som kommer ind på markedet, det er primært nuværende produkter til nuværende markeder – der kan dog være fokus på nogle lokale brands også.

Så selvom Carlsbergs primære vækststrategi vil være markedspenetrering, så kan de ikke helt udelukke at gøre brug af de andre. Da Carlsberg allerede er verdenskendt, vil det nok ikke være markedsudvikling, at de har fokus på, men nærmere produktudvikling og diversifikation. Det kan både være for at opnå deres miljømæssige mål om at blive CO2-neutrale, hvor de arbejder på en lang række tiltag, f.eks. produktudvikling af emballagen, hvor de arbejder på at lave en emballage bestående af fibre. (“Sustainability » Case stories » Fibre Bottle. One step closer « Carlsberg Group,” n.d.)

Herudover kan det også være diversifikation, som kan bestå af horisontal eller vertikal integration. Horisontal integration vil ofte ske når Carlsberg skal ind på et nyt marked eller lignende, så opkøber de konkurrenter, for at få den viden og det udstyr der skal bruges, for at producere på det nye marked. Det kan også ske hvis de ser en konkurrent som er ved at blive for stor eller blot kunne tænke sig indsigt i den viden de har – f.eks. med opkøbet af det amerikanske bryggeri Waterloo Brewing, som de opkøbte i Canada for at vækste her. (Mortensen, 2022)

I forhold til vertikal integration, har Carlsberg ikke gjort nogle væsentlige tiltag, de køber de råvarer, som de ikke selv kan producere, og sælger så deres produkter til en mellemhandler – det er altså en proces, som består af få led i forvejen, derfor er der ikke meget Carlsberg kan gøre her. Dog har de som led i deres ”Together Towards Zero and Beyond”-strategi, har de opsat nogle nye krav, som deres leverandører skal overholde ift. miljø og CO2-udledning. (“Annual Report 2023,” n.d., p. 26)

3.2 Ekstern analyse

Den eksterne analyse bliver dannet for at afgøre de faktorer i omverdenen der kan påvirke Carlsbergs fremtidige drift. Til at analysere de yderste forhold benyttes PESTEL-analysen og til at analysere de branchemæssige forhold anvendes Porters five forces-analyse.

3.2.1 PESTEL-analyse

Analysen bruges til at kigge nærmere på de eksterne forhold, hvor vi får et større indblik i hvordan forhold som; politik, økonomi, sociokulturelle, teknologi, miljømæssige og juridiske

påvirker Carlsberg, både i en negativ og positiv retning. Det vil give et billede af hvilke eksterne forhold, Carlsberg kan udnytte eller de vil blive udfordret af.

3.2.1.1 Politiske forhold

Carlsberg har mange politiske forhold der påvirker deres forretning og som Carlsberg som virksomhed bliver nødt til at forholde sig til, både fordi de selv involverer sig meget i samfundet og fordi de fleste mennesker kender dem.

En af de mest åbenlyse forhold er krigen mellem Ukraine og Rusland, hvor Carlsberg har stået i en svær position, da de har bryggerier og et stort marked i Rusland og da store dele af Europa boycottede Rusland, fortsatte Carlsberg produktionen i Rusland ("Trods pres fastholder Carlsberg russisk produktion," 2022). Carlsberg havde et stort marked i Rusland, hvor de havde 8.400 ansatte, ca. 27% af markedsandelene og omsætningen udgør omkring 10 % af Carlsberg samlede omsætning. Det skabte meget kritik af selskabet og fik værtshuse i Danmark og regeringen i Ukraine til at droppe samarbejdet med Carlsberg (Olesen and Aagaard, 2022; "Værtshus holder fast i Carlsberg-boycot: - Vi får det tilbage, når de lukker i Rusland | TV2 ØST," n.d.). Det resulterede i at Carlsberg i 2022 besluttede sig for at sætte deres bryggerier i Rusland til salg og i juni 2023 solgte deres bryggerier fra – dette er dog en længere proces da den russiske regering er gået ind i salget, hvilket betyder at de fleste informationer vedrørende salget er fortroligt og at salget endnu ikke er endeligt afsluttet ("Carlsberg indgår aftale om salg af russiske bryggerier," 2023). I samme omgang som at Carlsberg har solgt deres aktivitet fra i Rusland, investerer Carlsberg 300 mio. i det Ukrainske marked, ved at købe nye produktionsanlæg og derved øge deres produktionskapacitet med 80% ("Newsroom » Carlsberg Ukraine presents one of the largest investment projects of 2023 « Carlsberg Group," n.d.).

3.2.1.2 Økonomiske forhold

Der er flere økonomiske forhold der påvirker Carlsbergs forretning.

Konjunktur

Øl og andre nydelsesdrikke er i mange lande i dag, noget der er i hjemmet i alle sociale lag og bliver handlet som en hverdagsvarer – det er derfor forholdsvis uelastiske produkter i forhold til salget, når der er højkonjunktur sammenlignet med lavkonjunktur. Carlsberg er en smule mere elastisk sammenlignet med andre øl og sodavandsbrands, da det er lidt dyrere end andre discountmærker og både lavkonjunktur og højkonjunktur påvirker derfor salget hos dem en smule mere. ("NYT," n.d.; "Salg af alkohol og tobak," n.d.)

Inflation

Efter ca. 10 år med en jævn og lav inflation, har der de seneste 3 år været høj inflation i Danmark og resten af verdenen. Efter en Coronakrise og krig imellem Rusland og Ukraine, der forceret at priserne blev sat op på de fleste produkter og råvarer, da prisstigningerne på el og gas, satte gang i en kædereaktion i alle typer af virksomheder ("Forbrugerprisindeks," n.d.; "OECD forventer fortsat høj inflation verden over i 2023," 2023). Det gælder også for Carlsberg, som også har haft prisstigninger på sine varer, det ses f.eks. i deres omsætning, som er steget i 2023 sammenlignet med 2022, trods at der er blevet solgt sammen mængde øl og der er sket et lille fald i salg af andre drikkevarer (Assenholt, 2024).

Inflationen har siden november 2023 været lav inflation og endda deflation og er nu nede på niveau med årene inden krigen, dog har topchefen i Carlsberg, igen i februar 2024 varslet om yderligere prisstigninger på deres produkter, blandt andet grundet forventning af de tidligere råvarer prisstigninger samt fortsat stigende råvarepriser (oktober 2023 et al., 2023).

Valuta

Carlsberg operer i hele verden og handler derfor også i mange forskellige valutaer. I Europa hvor de fleste af landene bruger Euro eller har deres valutakurs bundet op til Euroen, som i Danmark, er der relativt små udsving i kursreguleringerne og derved en lille risiko herved. Det bliver mere relevant når vi kigger på de øvrige markeder, f.eks. det Asiatiske marked, som dækker ca. 32% af deres omsætning. Her arbejder de med flere forskellige valutaer og der kan derfor være større udsving og dermed større risiko omkring handler i disse valutaer ("Annual Report 2023," n.d.). Deres største marked i Asien er Kina, hvor kursen har været forholdsvis stabil de seneste 5 år, da den var på sit laveste i juli 2020, var kursen 0,9032 og da den var på sit højeste i juli 2022, var kursen 1,0973 ("Kinesiske Yuan Renminbi valutakurs DKK," n.d.). Eftersom Kina har så meget samhandel med Europa, er det en stor fordel for dem at deres valuta ikke har store udsving, men følger Euroen, så virksomhederne de handler med, ikke oplever en risiko ved at handle med det kinesiske marked.

Renter

Ligesom inflationen, har renterne også lagt lavt og stabilt de seneste mange år, hvor de i år 2022 faktisk var helt nede i 0,5%, og det har altså været meget billigt at låne penge. Dette har også gjort at der er blevet investeret rigtig meget i disse år. Da krigen brød ud, steg renterne hurtigt sammen med inflationen, renterne er nu stagneret, f. eks. ligger foliorenten på 3,6% ("Officielle rentesatser," n.d.). Det gør det også dyrere for Carlsberg at investere nu end

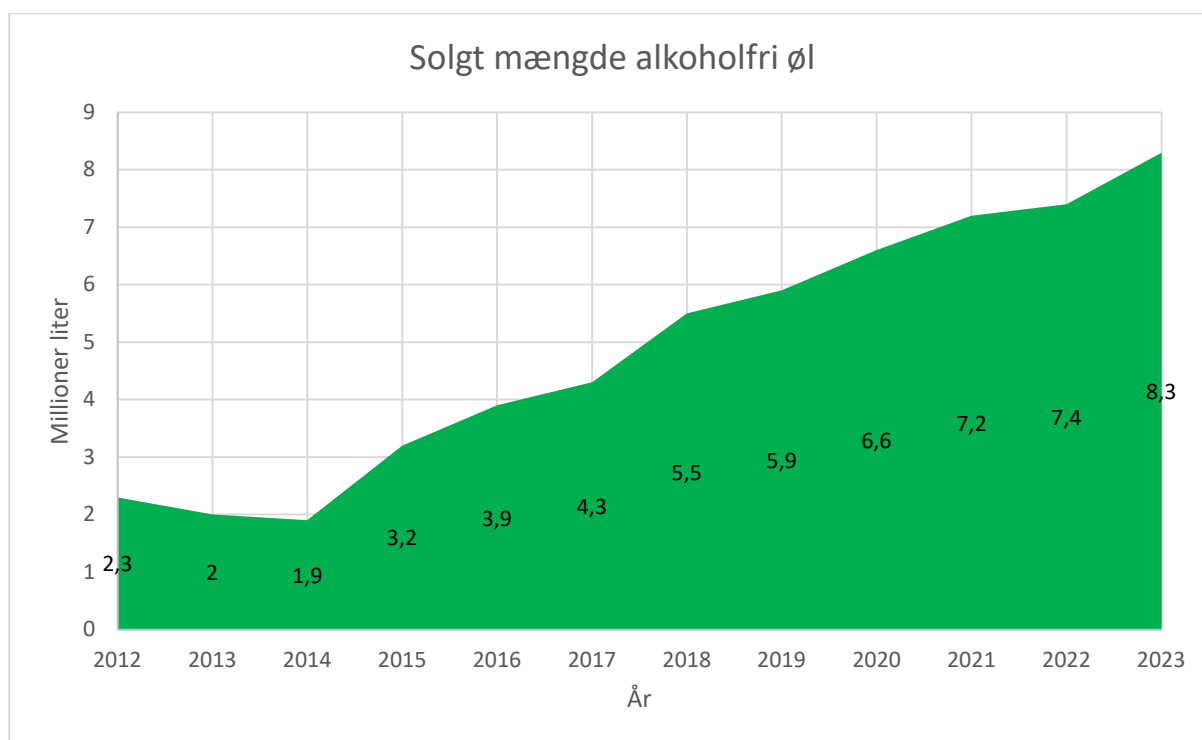
tidligere, hvilket også afspejles i regnskabet hvor deres investeringsomkostninger er steget. Rentestigningerne kan påvirke hvor risikovillige Carlsberg er, når de skal træffe beslutninger om deres valg af investeringer.

3.2.1.3 Sociokulturelle forhold

I Danmark er der stort fokus på øget sundhed de seneste mange år, hvor der har været en tendens til at flere og flere har ændret i deres forbrugsvaner, når de indkøber sodavand. Det blev i 2022 opgjort til at være 49% der valgte en sukkerfri sodavand fremfor den normale sodavand, hvilket også er sket i takt med at der er kommet flere og flere sukkerfrie varianter på markedet og smagen er blevet forbedret løbende (Hastrup, 2023).

I takt med at forbrugerne er blevet mere sundhedsbevidste er der også begyndt at være et stort fokus på hvor stor skade alkohol og lignede fødevarer påvirker vores krop og hjerne.

Sundhedsstyrelsen har også i marts 2022, opdateret deres anbefalinger i forhold til alkoholindtag per uge, hvor anbefalingerne gik fra at være 14 genstande for mænd og 7 genstande for kvinder, til at anbefalingen i dag lyder på 10 genstande for mænd og 4 genstande for kvinder ("Anbefalinger om alkohol," n.d.). Det viser sig også i salget ved Carlsberg, der har haft stor fremgang på salg af alkoholfri øl samt øl med lavere alkoholprocent. De seneste 10 år har salget af almindelige øl været stagnerede og salget af deres Premium øl, som typisk har en højere alkoholprocent steget – så denne sundhedsbølge har endnu ikke påvirket Carlsberg negativt (Bidstrup, 2022; "Carlsbergs mest voksende kategori er i fremgang over hele branchen," n.d.).



Figur 7 - Oversigt solgt mængde alkoholfri øl - Egen tilvirkning

En tendens der også har vokset det seneste årti, er klimabevidstheden og hvordan forbrugerne i langt højere grad end tidligere, køber deres forbrugsvarer ud fra hvilke brands der markedsfører sig med en klimavenlig profil (“Danskerne handler bæredygtigt, men overser det digitale klimaaftryk | Advice Agency,” n.d.). PwC har i 2021 lavet en undersøgelse der viste at 55% af private forbrugere, vælger at købe deres produkter fra miljøansvarlige virksomheder (“Hver anden forbruger tilvælger produkter fra bæredygtige virksomheder,” n.d.). Mange fødevarer virksomheder har ændret på deres emballage, så der bruges mindre plastik eller et helt andet materiale, såsom pap eller bioplast, som er mere klimavenligt. Det er nogle ændringer som virker rigtig godt på forbrugerne, da det er nogle ændringer de kan se og det er derfor tydeligt, at der er truffet nogle klimaansvarlige valg fra virksomhedens side. Andre ændringer i et selskab kan være sværere at gennemskue for forbrugerne. Carlsberg har også ændret på deres emballagedesign for at imødekomme ønsket om at blive mere miljøbevidste, emballagen på deres 6-pack er lavet helt om. Den er gået fra at være pakket helt ind i plastik, til at der nu kun er et håndtag og lidt lim der holder sammen på øllene – samtidig er disse lavet af bioplastik (“Carlsberg,” n.d.).

3.2.1.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling går meget hurtigt, som den har gjort i mange år og teknologi bliver hurtigt forældet, hvorfor flere og flere muligheder åbner sig i den teknologiske verden. For Carlsberg er produktionsudviklingen især vigtig, da der kan skabes store besparelser og disse kan optimere processerne i mange forskellige led i selskabet. Som noget af det seneste har Carlsberg investeret i nye produktionsmaskiner i Ukraine, der som tidligere beskrevet kan øge produktionskapaciteten. Herudover har Carlsberg investeret i flere forskellige tiltag til deres produktion i Danmark, som vil være med til både at skabe nogle besparelser og lave et stort indhak i deres CO₂-udledning. Den teknologiske udvikling er også altafgørende for at Carlsberg når de mål de har sat sig, som er at de vil være 100% klimaneutral inden 2030. I deres produktion i Sverige, har de investeret i en helt ny opfindelse, en plante der kan genbruge kuldioxid – denne investering vil både reducere deres klimaaftryk og spare Carlsberg for indkøbene, fragten og håndteringen af kuldioxiden (“Newsroom » Earth-Friendly Fizz,” n.d.).

Der er rigtig mange fordele ved den udvikling teknologien har taget, men der er også nogle ulemper. En af ulemperne er hvor afhængige vi bliver af teknologi og hvor sårbare vi bliver overfor den også. Der har indenfor de sidste par år været meget opmærksomhed på cyberkriminalitet og hacking. Det er også noget Carlsberg er opmærksomme på og hvorfor de selv skriver i deres årsrapport at en af de største risici de har, er finansiell cyberkriminalitet. De har derfor en chef for cybersikkerheden, som skal sikre dette område sammen med IT-afdelingen (“Annual Report 2023,” n.d.).

3.2.1.5 Miljømæssige forhold

De miljømæssige forhold har der været et stort fokus på de seneste år og de ekstreme vejrforhold har især været med til at sætte skub i disse diskussioner og tvinge de større virksomheder til at tage stilling til hvordan de vil tage ansvar og godtgøre for deres udledning. Især når vi oplever enorme skovbrande, høje temperaturer, ekstreme tørkeperioder og rekordnedbør som fører til oversvømmelser mange steder og derudover er biodiversiteten værre end nogensinde.

Carlsberg er meget afhængig af de miljømæssige forhold i hele verden, både i forhold til deres råvarer og priserne herpå. Vejret og klimaforandringerne er et af de største emner, der bliver diskuteret i hele verden i disse år og vi prøver at finde ud af hvordan vi skal håndtere klimakrisen – både i landene hver for sig, men også nogle fælles tiltag i EU. Det har Carlsberg

også taget stilling til igennem deres together towards zero and beyond strategi, hvor de har målet om at de i år 2030, ikke efterlader et CO2 aftryk, samt nogle delmål herimellem. De vil opnå deres mål ved at investere i ellastbiler, sol og vindenergi og lignede – mange af disse tiltag er allerede nu trådt i kraft. Derudover har de endnu et mål om ingen negative aftryk på landbruget, det vil de gøre ved at 100% af deres råvareforbrug i år 2040, kommer fra landbrug hvor der består af regenerering og er bæredygtighed (“Konsekvenserne af klimaforandringerne - Europa-Kommissionen,” n.d.).

3.2.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

Af lovgivningsmæssige forhold, kommer der flere og flere som Carlsberg skal tage hensyn til. Der bliver både lavet regler og love i Danmark og i EU løbende. I Danmark skal man være 16 eller 18 år for at kunne købe alkohol alt efter hvor høj alkoholprocent der er i produktet, derudover skal selskaber som Carlsberg, være meget påpasselig når de markedsfører deres produkter, så de ikke overtræder loven. F.eks. er der en lov omkring at der ikke må ske markedsføring af alkohol til børn og unge, der må heller ikke laves reklame der ikke generelt udviser en ansvarlig adfærd omkring alkohol. Disse love omkring salg og markedsføring af alkohol er forskellig fra land til land, hvor at i andre lande i Skandinavien, er reglerne strammere end i Danmark og det er netop vigtigt for et stort verdenskendt firma som Carlsberg, at de ikke overtræder nogle af disse love. (“Markedsføring af alkohol | Alkohol & Samfund,” 2019). I september sidste år fik de kritik af alkoholnævnet for en reklame, hvor de markedsfører deres Carlsberg Nordic, men kritikken lyder på at den alkoholfrie og alkoholbaseret øl kan forveksles, blandt andet på grund af den tilhørende tekst “En padelsejr smager bare bedre med øl”, det er altså en fin balance og mange overvejelser de skal gøre sig for ikke at ende i kritik. Der er i EU også fastsat nogle afgifter til blandt andet alkohol, for at sænke forbruget blandt forbrugerne (“Tre virksomheder får kritik for markedsføring af alkohol | Alkoholreklamenævnet,” n.d.).

3.2.1.7 Delkonklusion af PESTEL-analysen

Ved en stor og verdensomspændende virksomhed som Carlsberg, er der mange forhold i omverdenen der kan påvirke dem. De politiske forhold har de seneste år været en stor negativ faktor i Carlsbergs drift, grundet krigen mellem Rusland og Ukraine. Det har påvirket dem direkte grundet den aktivitet de har i landene, især bryggerierne i Rusland og også indirekte, da det er en konflikt, som deres forbrugere er meget følelsesmæssigt investeret i og derfor påvirker deres fortrukne valg af brand.

De økonomiske forhold påvirker selskabet specielt, grundet de mange lande med forskellig valuta de operer i. Det betyder at medmindre de kurssikrer deres valutaer, er der en risiko for store valutakurstab. Det er primært de valutaer der ikke er bundet op til Euroen der er i farezonen, hvorfor dette vedrører specielt den handel de har med Kina og Rusland, som begge er meget store verdensøkonomier, hvor der kan være større udsving.

De sociokulturelle forhold er nogle som Carlsberg bliver nødt til at følge nøje for at holde sin produktportefølje i overensstemmelse med forbrugernes ønsker og ændringer i tendenser. Det ses ved at der nu er en stor produktportefølje af alkoholfrie drikke, som også hænger godt sammen med den sundhedsbølge der har udviklet sig hen over mange år. Sammen med den positivt voksende økonomi der var for nogle år siden, kom der også et større ønske om specialøl, som også er noget Carlsberg har øget fokus på.

Teknologi er noget Carlsberg bruger i de fleste aspekter af deres virksomhed, så udviklingen heraf er altafgørende for at de når deres mål samt udvikler sig i den retning de sætter som mål. Det omhandler specielt de strategiske mål de har, som også bliver omtalt i værdikædeanalysen, hvor de investerer i forskellige teknologiske opfindelser der kan bidrage til at de forbedre deres produktion på mange niveauer. De seneste år er det også blevet et essentielt værktøj til at sikre sig, at der ikke kommer hackerangreb, da dette er blevet noget de store virksomheder vil rammes af.

De miljømæssige forhold påvirker Carlsberg på den måde at de ekstreme vejrforhold vi oplever, gør kvaliteten af de råvarer de skal bruge til deres produktion dårligere og priserne højere. Ved at Carlsberg er i så mange forskellige lande er der naturligvis også ekstremt mange lovgivningsmæssige forhold de skal tage hensyn til – EU hjælper dog med at samhandlen herimellem er mere simpel end den har været tidligere. Dog er der stadig bare i Danmark mange love vedrørende salg af alkohol og markedsføring af den, som de skal være opmærksomme på, hvis de ikke skal komme i klemme.

3.2.1.8 Kritik af PESTEL-analysen

Når man ser på hvilke svagheder PESTEL-analysen har, er det primært fordi den kun fortæller om de forhold der beskrives og ikke hvordan disse skal håndteres i forhold til den virksomhed man skal lave den med. Det er derfor vigtigt at den bliver lavet i sammenhæng med andre analyser.

3.2.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces er opsat sådan, at der analyseres fem forskellige nøglefaktorer, som alle bidrager til en bredere forståelse af branchen, herunder hvor attraktivt markedet er, konkurrencesituationen i markedet og indtrængningsbarrierer i branchen.

Nøglefaktorerne består af truslen fra substituerende produkter, truslen fra potentielle nye udbydere, forhandlingstyrken fra kunder og leverandører, samt den nuværende konkurrencesituation i branchen. Disse er alle en permanent del af brancheforholdene, og er derfor meget essentielle for en virksomhed at kende til hvis de agerer i branchen, eller har planer herom.



Figur 8 - Porters Five Forces - ("MindTools | Home," n.d.)

3.2.2.1 Truslen fra substituerende produkter

Carlsberg tilbyder selv mange forskellige drikkevarer, herunder sodavand og øl. Der findes derfor mange substituerende produkter for Carlsberg, både hvis man kigger ift. behovet at slukke tørsten, men også mere specifikt, såsom førnævnte sodavand og øl. Det basale behov, at få slukket tørsten, kan blive opfyldt med alle former for drikkevarer, og det er derfor her en høj trussel for Carlsberg. Det samme gælder inden for øl og sodavand, der er rigtig mange substituerende produkter, og det er derfor et meget fyldt marked hvad det angår. Hvad øl angår og alkoholiske drikke, er der f.eks. vin, spiritus, cider, færdiglavede cocktails m.m. Det er derfor meget svært for Carlsberg, at i første omgang at få forbrugerne til at vælge øl, men

så også vælge deres øl. Carlsberg har også produkter indenfor de andre kategorier, såsom cider, for at imødegå denne trussel.

Herudover har forbrugerne ingen omkostninger, eller i hvert fald meget lave, ved at vælge et andet produkt end Carlsberg, hvilket gør det svært for Carlsberg at beholde deres kunder. De er derfor meget afhængige af deres loyalitetskunder, som både kan være samarbejdspartnere, men også den enkelte forbruger. Her er Carlsberg et godt og velkendt brand, og har derfor lidt goodwill hos forbrugerne når de skal vælge øl eller andre drikkevarer.

Det er derfor også vigtigt for Carlsberg at være på markedet for alle disse substituerende produkter. Et rigtig godt eksempel på et substituerende produkt for en øl, er selvfølgelig den alkoholfrie øl. Man vil stadig gerne nyde en kold øl i solskinnet, uden at føle at man bliver påvirket, dette er stigende tendens over de seneste år, hvilket også ses i forbruget af alkoholfrie øl, som er steget markant de seneste 10 år. Selvom Carlsberg befinder sig på markedet for alkoholfrie øl, er det blot et godt eksempel på, at man som en af de største aktører i branchen, er nødt til at følge med i hvilke tendenser der opstår i branchen og på de forskellige markeder. (Neergaard, n.d.).

Alt i alt er truslen fra substituerende produkter høj for alle Carlsbergs produkter, både i form af alternative produkter, men også blot til at slukke tørsten. Det kommer dog Carlsberg til gode, at de har en høj kendskabsgrad i markedet, samt har eksisteret længe. Som tidligere nævnt, kan det være med til at gøre de har opbygget lidt goodwill hos forbrugerne, eller blot at de er top of mind, når forbrugerne tænker på at købe drikkevarer. Truslen fra substituerende produkter er derfor høj i markedet, men Carlsberg gør hvad de kan for at minimere dette, og netop fordi de er så store, så hælder truslen mere til at være middel til høj.

3.2.2.2 Truslen fra nye udbydere

Når der kigges på truslen fra nye udbydere, så er der flere aspekter der skal tages stilling. Da Carlsberg agerer på flere forskellige markeder indenfor drikkevarer, vil de hele tiden være udsat for nye udbydere, hvorfor det er vigtigt for dem at holde øje med markedet. Dette har også været tilfældet for Carlsberg, der i starten af 2024, opkøbte en femtedel af bryggeriet Mikkeller som specialiserer sig i specialøl m.m. (januar 2024 et al., 2024).

Dette er et godt eksempel på en ny indtrænger på markedet tilbage i 2006 – når konkurrenten så er tilpas store på markedet, og Carlsberg mener de er et godt match med dem, så opkøber de eller samarbejder med dem om fremtidig indtjening.

Det kræver dog et vidst kapitalbehov for at opstarte med at producere drikkevarer, nogle er dyrere end andre, men det er ikke noget man bare lige gør. Dog er øl f.eks. et marked, hvor specialøl bliver mere og mere populært, og dermed også flere udbydere som prøver at få en del af kagen. For selvom efterspørgsel på specialøl aldrig har været højere, så er det altså ikke alle der klarer den, netop pga. markedet er så mættet (“Chok efter konkurs i Aarhus-bryggeri: Specialøl er en presset branche | stiften.dk,” n.d.).

Som det sidste aspekt, er der også nogle klare stordriftsfordele i branchen, og det vil derfor nærmest være umuligt for nye indtrængere at gå ind og direkte konkurrere mod Carlsberg, de vil derfor nok hælde mere til nicheprodukter og på den måde gå udenom Carlsberg.

Der vil altså hele tiden komme nye udbydere, og hvis Carlsberg ikke følger med i branchen og de tendenser der opstår, kan de pludselig begynde at miste markedsandele. Dog har Carlsberg så stor en markedsandel og kendskabsgrad, at den samlede trussel fra nye indtrængere vurderes til at være lav for Carlsberg. Der kommer næppe lige en ny udbyder og tager deres plads i branchen.

3.2.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Carlsberg i sig selv, har faktisk ikke meget direkte salg til slutforbrugerne, og selvom man umiddelbart ville tro at det normalt var Carlsbergs kunde, så er det faktisk mellemlæddet der primært er Carlsberg kunder. Her skelnes der imellem on-trade og off-trade for Carlsberg, begge opererer dog på B2B-markedet. On-trade er når Carlsberg sælger drikkevarer til restauranter, hoteller, barer osv., hvor off-trade salg er til supermarkeder. Det er derfor disse 2 salgskategorier vi vil gå i dybden med ift. kundernes forhandlingsstyrke.

On-trade er den mindre andel af Carlsberg samlede salg – i 2023 stod on-trade delen ”kun” for 27% af den samlede omsætning, og off-trade står derfor for den største andel (“Investor Relations » Investor Home » FAQ « Carlsberg Group,” n.d.).

Hvis man starter med at kigge på on-trade segmentet, så var der her tale om salg til restauranter, hoteller, barer m.m. Her er der flere aspekter som spiller ind ift. forhandlingsstyrken. Først og fremmest, så tager slutbrugeren oftest ikke på hotel, restaurant eller andet pga. Carlsbergs drikkevarer, hvilket betyder at det for dem ikke har den store betydning om det er Carlsbergs produkter eller ej. Det taler altså for at Carlsbergs kunder har en høj forhandlingsstyrke, da de nemt ville kunne skifte til en anden leverandør. Samtidig er der også noget brandingværdi for Carlsberg, ved at være disse steder, da deres logo oftest

fremgår af haner, glas osv., og dette er også med til at give Carlsbergs kunder en vis forhandlingsstyrke, da de pludselig kan tilbyde andet end profit på bundlinjen. Dog taler den sidste faktor til Carlsbergs fordel, netop at de er så store som de er, og derfor har opnået en vis kendskabsgrad og brandingværdi på markedet. Så de fleste kunder associerer Carlsberg med kvalitet, og vil derfor ikke klage over at en restaurant, bar eller andet tilbyder Carlsberg produkter – det kan faktisk være at det netop er det kunden efterspørger.

Kundernes forhandlingsstyrke overfor Carlsberg i on-trade segmentet er derfor middel. Carlsberg har nogle konkurrencemæssige fordele pga. deres brand værdi, kendskabsgrad osv., som taler for lav forhandlingsstyrke fra kunderne. Herudover taler de lave udskiftningsomkostninger som kunden vil have, samt slutforbrugerens beslutning om at tage et sted hen, ikke indebærer hvilken øl, sodavand eller andet der tilbydes, for at kunderne på on-trade har en høj forhandlingsstyrke. Altså er der nogle aspekter hvor kundernes forhandlingsstyrke er høj, og nogle hvor den lav, ergo ender den samlet på middel.

Off-trade segmentet er dog lidt anderledes, det er også her Carlsbergs største andel bliver solgt igennem, her er der primært tale om supermarkeder, det er derfor individuelt fra land til land, og kæde til kæde. Dog er det fælles for alle, at Carlsberg som verdens tredjestørste bryggeri, at de gerne vil have deres produkter på hylderne i supermarkederne, og gerne i alle de store butikskæder (Kragballe, 2022). Carlsberg går ikke ind i et land eller marked for at være en lille aktør, og man bliver kun en af de store aktører og opnår høj kendskabsgrad ved at være ude i butikkerne på hylderne. Det taler altså for at kunderne har en høj forhandlingsstyrke overfor Carlsberg. Omvendt kan kæderne også bruge Carlsbergs anerkendte produkter som markedsføring og derved lokke kunder ind på butikken, og herefter håbe på mersalg heraf.

Begge parter har derfor interesse i at indgå et samarbejde, men supermarkeds-kæderne må sige at have den bedste forhandlingsstyrke, da det klart er Carlsberg som bliver hårdest ramt, og kan miste markedsandele, hvis ikke der indgås en aftale. Kundernes forhandlingsstyrke på off-trade markedet vurderes derfor at være middel til høj.

Hvis man derfor kigger på kundernes forhandlingsstyrke samlet set, så med on-trade omkring middel, og off-trade mellem middel til høj, så vurderes den samlede forhandlingsstyrke fra kunderne at være lidt over middel. Dette ses også i 2023, hvor Salling Group har været ude at presse deres leverandører ned i pris grundet fald i råvarepriserne, så mener de at leverandørerne skal sætte deres pris ned (Olesen, 2023). Dette skyldes nogle eksterne faktorer

som vi omtaler i vores PESTEL-analyse, men nu hvor priserne er stabiliseret igen, tvinger Sallings Group bl.a. Carlsberg ned i pris igen – ergo er Carlsberg lidt tvunget til at lytte til Sallings Group, da de helst ikke vil miste denne aftale.

3.2.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Carlsberg er som nævnt verdens tredje største bryggeri, hvilket betyder at de køber ind hos deres leverandører i store mængder, hvilket både taler for og imod deres forhandlingsstyrke over for leverandørerne. Der er selvfølgelig en vis mængderabat Carlsberg kan benytte sig af, mens det pga. den store mængde råvarer, er færre leverandører der kan tilbyde det. Det er dog forholdsvis omkostningsfrit at skifte leverandør for Carlsberg, da det primært er homogene varer de køber ind. Der vil dog altid være lidt præferencer fra Carlsberg, det kan f.eks. være noget klimamæssigt eller økologiske råvarer eller lignende. Dog må Carlsbergs stordriftsfordele, brand og mængderabat, gør at de har den bedste forhandlingsstyrke ift. at indkøbe råvarer – derfor er denne trussel lav til middel.

Udover råvarer, har Carlsberg også andre leverandører, såsom leverandørerne af deres produktionsmaskiner m.m. Her vil Carlsberg normalt også have overhånden og den bedste forhandlingsstyrke pga. deres størrelse, men pga. udviklingen i teknologi og fokus på klima, kan dette skifte lidt. Carlsberg har gennem deres bæredygtighedsprogram ”Together Towards ZERO and Beyond”, tiltænkt en masse klimavenlige tiltag (“Newsroom » Ny teknologi elektrificerer Carlsbergs bryggeri « Carlsberg Danmark,” n.d.). Fælles for disse er at det er mere teknologi baseret og ikke en homogen vare. Deres leverandører af disse tiltag har derfor lidt mere at sige ift. forhandlingsstyrke – i sidste ende laver Carlsberg heller ikke disse tiltag for at få højere profit, men pga. klimaet, så det er heller ikke økonomien i det, der har første prioritet for Carlsberg.

Samlet set vil leverandørernes forhandlingsstyrke altså ligge mellem lav og middel, idet Carlsberg som udgangspunkt har overhånden, men der kan være situationer hvor økonomien eller andet, gør at Carlsberg prioriterer anderledes.

3.2.2.5 Konkurrencesituationen i branchen

Markedet for drikkevarer er primært præget af få store aktører globalt set. Hvis man eksempelvis kigger i Danmark, er det her primært Royal Unibrew og Carlsberg, som man ser hvis man går på restaurant eller lignende. Alene Carlsberg sidder på 55% af markedsandelen i Danmark (Årsrapport 2023, side 34), og der er derfor tale om differentieret duopol i Danmark, da Royal Unibrew også må tages med i denne betragtning. Herudover ses det bare at de

mindre aktører ikke kan overleve i en svær tid med højere råvarer priser – faktisk er antallet af danske bryggerier faldende i 2023 for første gang siden årtusindeskiftet (“Færre danske bryggerier | Bryggeriforeningen,” n.d.).

Det samme gør sig lidt gældende internationalt, men da der her er tale om flere store udbydere, så er der nok nærmere tale om differentieret oligopol. Markedet er stadig præget af store udbydere, som kan benytte sig af stordriftsfordele, hvoraf Carlsberg er en af dem.

Carlsberg er derfor godt etableret på markedet, men truslen fra konkurrencesituationen i branchen er stadig middel til høj. Det er generelt et meget mættet marked, hvor Carlsberg hele tiden er tvunget til at gøre brug af deres stordriftsfordele m.m. for at forblive relevant i markedet. I Danmark specifikt, er truslen fra konkurrenterne lidt lavere, idet Carlsberg er så godt etableret, men hvis man ser internationalt, så vil de hurtigt miste markedsandele m.m., hvis de ikke selv aktivt gør noget. Samlet set vil konkurrencesituationen i branchen nok være høj, men pga. Carlsberg allerede er så store og gør brug af stordriftsfordele, er truslen for dem mellem middel og høj.

3.2.2.6 Delkonklusion af Porter Five Forces

Som konklusion på ovenstående analyse af branchen, har vi udarbejdet nedenstående tabel, som er en oversigt over de forskellige aspekter i branchen, og hvor stor en trussel det er for Carlsberg. Den samlede vurdering af trusler i branchen må ud fra nedenstående tabel ligge omkring middel til høj. Dette giver også mening da det er et mættet marked, men med penge at tjene hvis det gøres rigtigt og udnytter sine stordriftsfordele. Dette betyder også at konkurrencesituationen er middel til høj, mens truslen fra nye udbydere faktisk er lav. Herudover er truslen fra substituerende produkter middel til høj, samt der har været et omkostningspres i branchen, som gør der også kan være problemer med forhandlingstyrken.

Samlet set er branchen attraktiv at være i, hvis man først bliver etableret på markedet og begynder at få markedsandele og derved kan udnytte stordriftsfordele. Dette er tilfældet for Carlsberg, og de må derfor vurderes at stå stærkt i branchen, som verdens tredjestørste bryggeri.

	Lav	Lav til middel	Middel	Middel til høj	Høj
Truslen fra substituerende produkter				X	
Truslen fra nye udbydere	X				
Kundernes forhandlingsstyrke				X	
Leverandørernes forhandlingsstyrke		X			
Konkurrencesituationen i branchen				X	

Figur 9 - Opsamling Porters Five Forces - Egen tilvirkning

3.2.2.7 Kritik af Porters Five forces

Hvis man dog skulle rette en kritik mod Porters Five Forces, er det først og fremmest at den lidt afgrænser sig fra eksterne faktorer. PESTEL-analysen bliver kort nævnt i analysen, men ellers er der ikke nogen punkter som direkte ligger op til at tage hensyn til eksterne faktorer. Herudover er det også en brancheanalyse, så hvis Carlsberg nu begynder at udvide deres sortiment med mad eller lignende, så vil dette segment ikke indgå i ovenstående analyse.

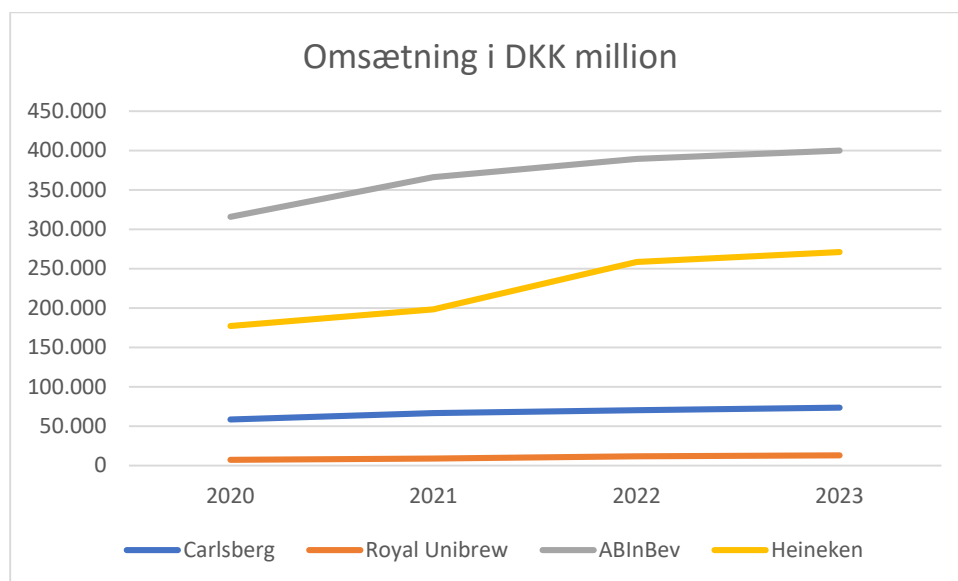
3.2.3 Industrianalyse

Industrianalysen er blot en lidt mere dybdegående analyse af ovenstående konkurrencesituation i branchen – her medtages nemlig tal m.m. fra konkurrenterne.

Vi har derfor kigget på Carlsbergs umiddelbare 2 største konkurrenter internationalt, ABInBev og Heineken, samt deres største konkurrent i Danmark, nemlig Royal Unibrew. Vi har kigget på deres årsrapporter for 2023, samt 2021 til at sammenligne omsætningen og overskudsgraden fra 2020 frem til 2023 (“Diverse 2023 & 2021 årsrapporter, ABInBev, Heineken & Royal Unibrew,” n.d.).

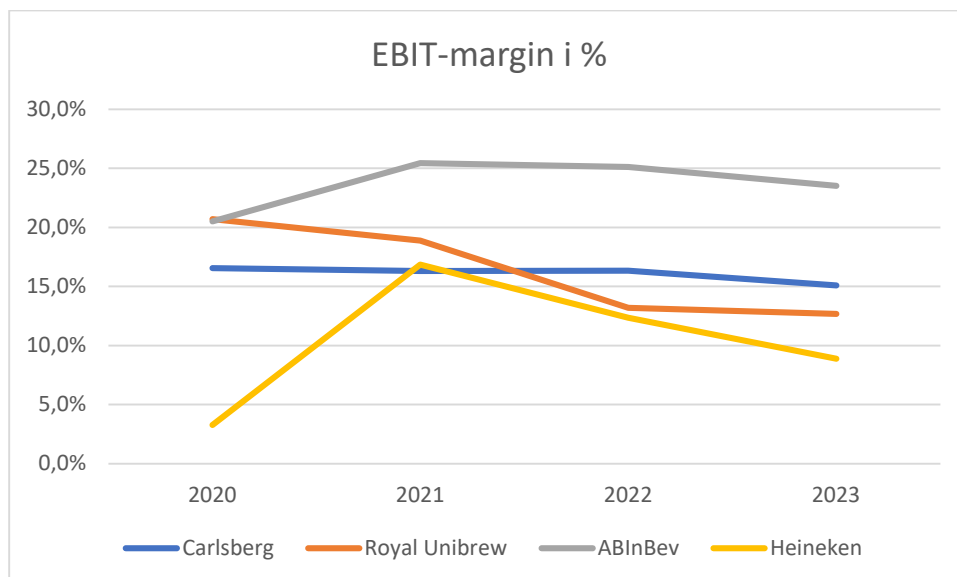
Først ser på i nedenstående kurve deres omsætningen omregnet til danske kroner. Her er det tydeligt, at der er lang vej op til de to største bryggerier, nemlig Anheuser-Busch InBev og Heineken, mens Royal Unibrew primært er en konkurrent i Europa. Omsætningen er netop den samlede omsætning, og derfor ikke opdelt på de forskellige markeder. Kurven viser dog

også hvor meget potentiale Carlsberg har for at udvikle sig i branchen, ved at evt. overtage markedsandele fra de to store konkurrenter. Det kan bl.a. ske i USA hvor Anheuser-Busch er meget store – her har Carlsberg, som tidligere nævnt, opkøbt det amerikanske bryggeri Waterloo Brewing med base i Canada, for at opnå større kendskabsgrad og overtage markedsandele i Amerika. Herudover ses det også at det er en branche i vækst, da omsætningen stiger over analyseperioden for samtlige selskaber – dette går vi nærmere i dybden med i regnskabsanalysen (Mortensen, 2022).



Figur 10 - Omsætningssammenligning - Egen tilvirkning

Når man kigger på overskudsgraden i branchen, ses det faktisk at de 4 virksomheder ligger forholdsvis ens, men hvor Anheuser-Busch lige ligger lidt over de andre. Det giver dog mening, at de ligger øverst, da de er verdens største bryggeri og derfor må kunne drage fordel af dette. Herudover ses det at Carlsberg overskudsgrad er stagnerende, mens Royal Unibrew og Heineken svinger lidt mere. Fælles for dem alle er dog, at de alle er faldende i analyseperioden, nogle mere end andre. Dette må formodes højere råvarepriser som konsekvens af krigen mellem Rusland og Ukraine, samt et større fokus på miljøet – det kan derfor betyde at deres produkter bliver dyrere at producere, fordi der skal tages hensyn til miljøet.



Figur 11 - EBIT-margit sammenligning - Egen tilvirkning

3.2.3.1 Delkonklusion

Ud fra de 2 kurver, ses det at virksomhederne er ret ens, men blot i forskellige størrelsesforhold, men selve resultatet af deres primære drift er sammenligneligt. Det ses også, at det er et marked i vækst, som kan skyldes inflation, mens de samtidig faktisk har et lavere overskud af driften – hvilket skyldes et større miljømæssigt fokus, samt stigning i råvarepriser i perioden.

4. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen er første del af den talmæssige del af analysen af Carlsberg, hvor der senere vil blive kigget på budgettering og afslutningsvis værdiansættelse. Regnskabsanalysen vil være baseret på de seneste fem år, altså fra 2019-2023, hvor den vil blive baseret på de reformulerede regnskaber, som består af en reformuleret resultatopgørelse, egenkapitalsopgørelse og balance.

Carlsbergs regnskaber bliver aflagt efter de internationale standarder, også kaldet IFRS. I løbet af den femårige periode, har der været ændringer i anvendt regnskabspraksis i 2022 regnskabet, som har gjort at der er sket ændringer i 2021 tallene – hvilket giver en difference fra ultimo til 2020 til primo 2021, da de nye tal først kan ses i 2022 regnskabet (“Carlsberg årsrapporter 2019-2023,” n.d.).

4.1 Reformulering

Grunden til at man laver reformuleringerne, er at man på den måde kan dele regnskabet op i to dele, nemlig driftsdelen og finansieringsdelen. Her vil man pga. reformuleringerne kunne fokusere på driftsdelen, og analysere på den, da det er det vigtigste aspekt for en virksomhed som Carlsberg. Man kan nemlig ved at fokusere på driftsdelen se om virksomheden skaber værdi og om driften kan drive virksomheden fremadrettet. Slutteligt vil der blive samlet op i form af en rentabilitetsanalyse.

4.1.1 Reformuleret resultatopgørelse

Som nævnt ovenfor, er resultatopgørelsen kun en del af den samlede reformulering. Dog gøres dette for, at bedre kunne analysere og identificere grunde til Carlsbergs overskud og totalindkomst. Først opdeles resultatopgørelsen i drift og finansiell, for at finde den del som skal bruges til at analysere Carlsbergs nøgletal, nemlig driftsdelen, som senere skal indgå i rentabilitetsanalysen.

Totalindkomsten består af samlede driftsoverskud (efter skat og dirty surplus) og netto finansielle omkostninger (efter skat og dirty surplus), som er opdelt netop pga. reformuleringen. Herudover er af- og nedskrivninger i Carlsbergs årsrapport, en del af distributions- og produktionsomkostninger, men i den reformulerede resultatopgørelse er de fratrasket og står som en selvstændig post, for at kunne beregne EBITDA. Disse tal er oplyst i noterne i årsrapporterne under produktionsomkostninger samt immaterielle aktiver, ejendomme og driftsmidler.

Normalt ville man bruge den aktuelle skattesats i året ved brug af den reformulerede resultatopgørelse, men da denne i hele analyseperioden har været 22%, er der derfor ingen ændring her. Samlet giver det nedenstående billede af den reformulerede resultatopgørelse:

	2019	2020	2021*	2022	2023
Driftsoverskud fra salg					
Nettoomsætning	65.902	58.541	60.097	70.265	73.585
Produktionsomkostninger	- 30.627	- 27.476	- 28.779	- 35.662	- 38.342
Bruttoresultat	35.275	31.065	31.318	34.603	35.243
Distributionsomkostninger	- 15.525	- 13.741	- 13.225	- 15.931	- 16.785
Administrationsomkostninger	- 4.733	- 3.453	- 3.979	- 4.229	- 4.077
Driftsoverskud før afskrivninger og amortiseringer (EBIT)	15.017	13.871	14.114	14.443	14.381
Af- og nedskrivninger og amortisering	- 4.938	- 4.336	- 4.396	- 3.942	- 3.981
Driftsoverskud fra salg (EBIT)	10.079	9.535	9.718	10.501	10.400
Rapporteret skatteomkostninger	- 2.751	- 2.233	- 2.154	- 1.778	- 1.859
Skattefordel på nettofinansielle omkostninger	- 162	- 90	- 85	- 160	- 186
Skat på andet driftsoverskud	- 85	- 36	- 90	- 213	- 155
Driftsoverskud fra salg (NOPAT)	7.081	7.176	7.389	8.350	8.200
Andet driftsoverskud					
Andre driftsindtægter før skat basis	241	176	170	175	256
Andre driftsomkostninger før skat basis	- 133	- 327	- 95	- 107	- 132
Resultat associerede virksomheder efter skat	278	315	336	901	581
Skat af andet driftsoverskud	85	36	90	213	155
Andet driftsoverskud på før skat basis (efter skat)	471	200	501	1.182	860
Usædvanlige driftsposter					
Kursdifferencer ved omregning til udenlandske enheder	3.485	- 7.640	3.307	- 3.926	37.781
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	- 323	198	- 323	- 759	920
Pensionsforpligtelser	- 571	1	578	586	- 73
Andel af anden totalindkomst i ass. Virksomheder	4	- 4	10	-	-
Særlige poster	501	- 247	703	- 784	- 431
Selskabsskat	55	- 64	103	27	- 72
Andre	14	-	-	-	-
Russiske aktiviteter bestemt for salg			- 284	- 8.075	- 47.748
Usædvanlige driftsposter i alt	3.165	- 7.756	4.094	- 12.931	- 9.623
Samlet driftsoverskud (efter skat og dirty surplus)	10.717	- 380	11.984	- 3.399	- 563
Netto finansielle omkostninger og indtægter					
Finansielle udgifter	- 1.098	- 784	- 956	- 1.072	- 1.539
Finansielle indtægter	360	373	571	347	695
Netto finansielle omkostninger (før skat)	- 738	- 411	- 385	- 725	- 844
Skattefordel på nettofinansielle omkostninger	162	90	85	160	186
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	- 576	- 321	- 300	- 566	- 658
Dirty surplus finansielle poster	-	-	-	-	-
Netto finansielle omkostninger (efter skat og dirty surplus)	- 576	- 321	- 300	- 566	- 658
Totalindkomst					
Totalindkomst for Koncernen	10.141	- 701	11.684	- 3.964	- 1.221
Minoritetsinteressernes andel af resultatet	905	456	1.120	603	753
Totalindkomst til moderselskabets aktionærer	9.236	- 1.157	10.564	- 4.567	- 1.974

* Tal for 2021 er tilpasset jf. årsrapport for 2022, som følge af salg af russiske aktiviteter

Figur 12 - Reformuleret resultatopgørelse - Egen tilvirkning

4.1.2 Reformuleret egenkapitalsopgørelse

Som en del af den reformulerede årsrapport, skal der også laves en reformuleret egenkapitalsopgørelse. Det hele hænger selvfølgelig lidt sammen, men i den reformulerede egenkapitalsopgørelse bogføres der nogle omkostninger og indtægter direkte ind på

egenkapitalen i stedet for resultatopgørelsen, hvor det for Carlsberg primært er gældende for valutakurstab og gevinster. Herudover består den reformulerede egenkapitalsopgørelse af to dele, hvoraf den ene er totalindkomsten, som også er en del af den reformulerede resultatopgørelse, herudover består den også af transaktioner med ejerne. Det giver nedenstående billede af den reformulerede egenkapitalsopgørelse:

Egenkapital for moderselskabets aktionærer	2019	2020	2021*	2022	2023
Balance primo	45.302,00	43.448,00	40.738,00	45.497,00	31.902,00
Kapitalforhøjelse, børsintroduktion	-				
Aktiebaseret vederlæggelse	214,00	47,00	82,00	97,00	129,00
Afregning af aktiebaseret vederlæggelse	-				
Køb af egne aktier	-				
Køb af minoritetsinteresser	- 4.466,00	3.144,00	957,00	- 1.336,00	72,00
Aktietilbagekøb	- 4.100,00	- 2.900,00	- 3.600,00	- 4.400,00	- 3.200,00
Udbetalt udbytte	- 2.738,00	- 3.093,00	- 3.187,00	- 3.389,00	- 3.695,00
Køb af virksomheder		- 182,00	- 57,00		
Transaktioner med ejere i alt	- 11.090,00	- 2.984,00	- 5.805,00	- 9.028,00	- 6.694,00
Totalindkomst					
Årets resultat	6.569,00	6.030,00	6.846,00	- 1.063,00	- 40.788,00
Anden totalindkomst	2.667,00	- 7.187,00	3.718,00	- 3.504,00	38.814,00
Totalindkomst i alt	9.236,00	- 1.157,00	10.564,00	- 4.567,00	- 1.974,00
Balance ultimo	43.448	39.307	45.497	31.902	23.234
Egenkapital for minoritetsinteresser	2019	2020	2021*	2022	2023
Balance primo	2.587	2.587	2.624	3.259	2.820
Aktiebaseret vederlæggelse	3	5	-		1
Køb af minoritetsinteresser	- 55	614	- 16		90
Udbytte udbetalt til minoritetsinteresser	- 853	- 805	- 499	- 1.042	- 1.149
Salg af virksomheder		1.209	131		
Konsolidering af virksomheder			- 101		
Transaktioner med minoritetsinteresser i alt	- 905	1.013	- 485	- 1.042	- 1.058
Minoritetsandel af totalindkomst					
Årets resultat	908	778	1.163	1.171	1.011
Anden totalindkomst	- 3	- 322	- 43	- 568	- 258
Minoritetsandel af totalindkomst i alt	905	456	1.120	603	753
Balance ultimo	2.587	4.056	3.259	2.820	2.515

* Tal for 2021 er tilpasset jf. årsrapport for 2022, som følge af salg af russiske aktiviteter

Figur 13 - Reformuleret egenkapitalsopgørelse - Egen tilvirkning

I ovenstående figur ses det at egenkapitalen er tæt på halveret i analyseperioden, fra mio. kr. 43.448 i 2019 til mio. kr. 23.234 i 2023. Dette skyldes primært deres transaktioner med ejere, samt deres negative totalindkomst i 2022 og 2023, hvor det er her egenkapitalen falder.

Herudover skyldes transaktioner med ejere, at de har igangsat et tilbagekøbsprogram, samt

udbetaler udbytte til ejerne. Slutteligt kan de 2 dårlige år, nemlig 2022 og 2023, spores tilbage til salget af deres russiske aktiviteter, men bliver der gået mere i dybden med senere.

4.1.3 Reformuleret balance

Hvis man kigger i Carlsbergs årsrapporter, så ses det at balancen er opdelt i kort- og langfristet passiver, samt kort- og langfristet aktiver. Dette er også normalt at gøre efter IFRS, men som ligesom tidligere nævnt, så er den reformulerede balance i stedet opdelt i hvad der vedrører driften, og hvad der vedrører finansieringen. Det betyder derfor at de samlede aktiver bliver opdelt i driftsaktiver (DA) og i finansielle aktiver (FA), samt at de samlede passiver kan opdeles i finansielle forpligtelser (FF), driftsforpligtelser (DF) samt egenkapitalen (EK).

Det betyder altså at driftens aktiver og forpligtelser opdeles – altså indgår tilgodehavender fra salg som driftsaktiv, mens leverandørgæld vil være en driftsforpligtelse.

Herudover kan det i den reformulerede balance, være svært at opgøre likvide midler, altså hvor stor en del vedrører driften og hvor stor en del vedrører finansieringen. Samtidig med, at Carlsberg ikke selv oplyser noget i årsrapporten, må Ole Sørensens tommelfingerregel tages i brug. Den går ud på, at han mener man kan tage 0,5% - 2% af nettoomsætningen og henvise til driftslikviditet – hvilket har resulteret i, at der i den videregående analyse benyttes 1%.

Slutteligt er der poster såsom kapitalandele i kapitalinteresser, samt andre tilgodehavender, som vurderes at være ikke-core driftsaktiver, da de ikke vurderes at være en del af kerneaktiviteten i Carlsberg. Alt i alt giver ovenstående oplysninger altså nedenstående reformulerede balance:

<u>Driftsaktiver</u>	2019	2020	2021**	2022	2023
Goodwill	52.908	50.492	52.484	38.453	38.315
Brand	15.955	14.629	14.950	9.723	9.702
Andre immaterielle aktiver	942	940	1.041	1.047	1.083
Materielle anlægsaktiver	27.886	26.299	26.648	23.679	24.405
Udskudt skateaktiv	1.938	1.767	1.922	1.731	1.810
Varebeholdninger	4.751	4.613	5.391	5.718	5.811
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelse	5.339	3.725	5.067	5.067	5.102
Forudbetalinger	776	769	929	964	835
Tilgodehavende skat	199	211	171	214	356
Aktiver bestemt for salg	-	-	191	11.618	-
Driftslikviditet*	659	585	601	702	736
Total driftsaktiver (DA)	111.353	104.030	109.395	98.916	88.155
<u>Driftsforpligtelser</u>					
Hensatte forpligtelser	5.700	4.596	3.388	3.111	2.509
Udskudt skatteforpligtelse	6.503	6.265	6.350	4.841	4.823
Skyldig pension	3.299	2.934	2.345	1.557	1.387
Andre langfristede forpligtelser	9.056	5.196	449	305	314
Forpligtelser til returemballage	1.545	1.276	1.504	1.627	1.717
Leverandørgæld	17.149	16.598	20.642	21.917	22.159
Skyldig selskabsskat	999	925	1.350	1.012	1.052
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	-	-	-	4.100	-
Anden gæld	7.843	7.414	12.677	13.503	13.020
Total driftsforpligtelser (DF)	52.094	45.204	48.705	51.973	46.981
<u>Ikke-core driftsaktiver</u>					
kapitalandele i kapitalinteresser	4.364	4.188	5.172	5.523	5.437
Andre tilgodehavender	2.840	3.090	3.430	3.441	3.357
Ikke-core driftsaktiver i alt	7.204	7.278	8.602	8.964	8.794
Netto driftsaktiver	66.463	66.104	69.292	55.907	49.968
<u>Finansielle forpligtelser</u>					
Rentebærende gældsforpligtelser	24.991	30.250	28.922	28.646	39.101
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	24.991	30.250	28.922	28.646	39.101
<u>Finansielle aktiver</u>					
Rentebærende indestående	4.563	7.508	7.743	7.461	14.882
Finansielle aktiver i alt (FA)	4.563	7.508	7.743	7.461	14.882
Netto Finansielle forpligtelser	20.428	22.742	21.179	21.185	24.219
Minoritetsinteresser	2.587	4.056	3.259	2.820	2.515
Moderselskabets aktionærers egenkapital	43.448	39.307	45.497	31.902	23.234
* Driftslikviditet er estimeret som 1% af nettoomsætning					
** Tal for 2021 er tilpasset jf. årsrapport for 2022, som følge af salg af russiske aktiviteter					

Figur 14 - Reformuleret balance - Egen tilvirkning

4.2 Rentabilitetsanalyse

Den kommende rentabilitetsanalyse, vil som tidligere nævnt, tage udgangspunkt i den ovenstående reformuleret resultatopgørelse, egenkapitalsopgørelse og balance, som dækker over en femårig periode fra 2019 til og med 2023. Rentabilitetsanalysen vil blive opbygget efter Dupont-pyramiden hvor egenkapitalens forrentning er i fokus – den vil altså blive opdelt i de tre nedenstående fokuspunkter:

- Egenkapitalens forrentning (ROE)
- Afkastningsgraden (ROIC)
- Analyse af underliggende drivere i Dupont pyramiden, herunder: (Sørensen, n.d.)
 - Overskudsgraden
 - Aktivernes omsætningshastighed

4.2.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)

Som tidligere nævnt er egenkapitalens forrentning et af de nøgletal som er i fokus i Dupont-pyramiden, hvilket for aktionærer generelt er særligt interessant, dette gør sig også gældende for Carlsbergs aktionærer. Nøgletallet viser nemlig hvor stort et afkast der kan forventes af den investerede kapital – ROE kan beregnes på følgende to metoder:

1. $ROE = \frac{\text{Totalindkomst}}{EK}$
2. $ROE = ROIC + [FGEAR * (ROIC - r)]$

Ovenstående 2 metoder, viser at metode 1 er den lidt nemmere model, men giver heller ikke lige så meget information, hvor der kan analyseres mere i metode 2. Da vi kun kigger på egenkapitalens forrentning nu, benytter vi metode 1, mens vi efterfølgende i rentabilitetsanalysen vil gå mere i dybden og kigge på metode 2. Det ses dog, at egenkapitalens forrentning drives af de tre faktorer som ses i metode 2, nemlig afkast fra den investerede kapital (ROIC), finansiel gearing (FGEAR) og SPRED (ROIC-r). Som nævnt bliver disse gennemgået senere i rentabilitetsanalysen, og nedenstående tabel er derfor udregnet ud fra metode et.

Egenkapitalens forrentning (ROE)	2019	2020	2021	2022	2023
Totalindkomst	9.236	- 1.157	10.564	- 4.567	- 1.974
Egenkapital	43.448	39.307	45.497	31.902	23.234
ROE	21,26%	-2,94%	23,22%	-14,32%	-8,50%

Figur 15 – Metode 1: Beregning af Carlsbergs ROE - Egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser tydeligt en svingende egenkapitalens forrentning, hvor især 2019 og 2021 var meget høje sammenlignet med de tre andre år. Den høje egenkapitalens forrentning i 2019 og 2021, skyldes bl.a. gevinst ved omregning af udenlandske enheder, som giver en positiv indvirkning på totalindkomsten. Denne var også ekstra stor i 2023, og have en positiv indvirkning på totalindkomsten, dog har frasalget af de russiske aktiviteter en større

indflydelse, blot negativt. Derfor kan den negative egenkapitalens forrentning i 2022 og 2023, spores tilbage på den negative indvirkning fra usædvanlige driftsposter.

Hvis man dog kigger på gennemsnittet over de 5 år, så ligger denne på 3,74% og derfor stadig positiv. De 3,74%, betyder at for hver krone Carlsberg har i egenkapital, har de tjent 3,74 øre – hvilket også betyder, at de år den har været negativ, har Carlsberg altså tabt penge.

4.2.2 Metode 2: Egenkapitalens forrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning består som sagt af de faktorer, hvorfor både finansieringsaktiviteten, driftsaktiviteten samt den finansielle gearing har en indvirkning.

Formlerne for disse tre ser således ud:

$$FGEAR = \frac{\text{Netto finansielle forpligtelser (NFF)}}{\text{Egenkapital (EK)}}$$

$$ROIC = \frac{\text{Samlet driftsoverskud (DO)}}{\text{Investeret kapital (NDA)}}$$

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger (NFO)}}{\text{Netto finansielle forpligtelser (NFF)}}$$

Dette er de tre faktorer som benyttes i metode 2, hvortil det skal tilføjes, at nettofinansielle forpligtelser og driftsoverskud skal i Carlsbergs tilfælde opgøres på totalindkomstniveau efter skat. Herudover indgår der i Carlsberg minoriteter, som betyder, at metode 2 bør omskrives lidt, så den ser således ud:

$$ROE = \left[ROIC + \left(\frac{Gns. NFF}{Gns. EK + Gns. MIN} * (ROIC - r) \right) \right] * MIA$$

MIA skal indgå i formlen, når der indgår minoriteter, idet MIA står for minoritetsaktionærernes andel. MIA er derfor også en indikation på om de ordinære aktionærer opnår større forrentning af deres kapital frem for minoritetsaktionærerne. Hvis MIA er under 1, betyder det at minoritetsaktionærerne opnår større forrentning af deres kapital, mens hvis den er over 1, så opnår de ordinære aktionærer en større forrentning.

Formlen for at beregne MIA ser således ud: (Sørensen, n.d.)

$$MIA = \frac{\text{Totalindkomst ordinære aktionærer} / \text{Totalindkomst før minoriteter}}{Gns. EK / (Gns. EK + Gns. MIN)}$$

Ud fra ovenstående formler, har vi nu mulighed for at beregne egenkapitalens forrentning, hvor der er tages hensyn til minoriteternes andel, hvilket giver nedenstående tabel:

	2019	2020	2021	2022	2023
DO	10.717	- 380	11.984	- 3.399	- 563
NDA	66.463	66.104	69.292	55.907	49.968
ROIC	16,12%	-0,58%	17,30%	-6,08%	-1,13%
NFF	20.428	22.742	21.179	21.185	24.219
EK	46.035	43.363	48.756	34.722	25.749
FGEAR	0,44	0,52	0,43	0,61	0,94
NFO	576	321	300	566	658
NFF	20.428	22.742	21.179	21.185	24.219
r	2,82%	1,41%	1,42%	2,67%	2,72%
ROIC	16,12%	-0,58%	17,30%	-6,08%	-1,13%
r	2,82%	1,41%	1,42%	2,67%	2,72%
SPREAD	13,31%	-1,99%	15,88%	-8,75%	-3,84%
MIA	0,965	1,783	0,982	1,243	1,773
ROE	21,26%	-2,88%	23,76%	-14,19%	-8,41%

Figur 16 - Metode 2: Beregning af Carlsbergs ROE - Egen tilvirkning

Først og fremmest, vil de 2 metoder normalt give det samme, men da man i metode 2, kigger på gennemsnittet, får vi en lille difference egenkapitalens forrentning i metode 1 og metode 2. Metode 1 kigger blot på tallet i året, mens man i metode 2, kigger på gennemsnittet i året og året forinden.

Det første nøgletal som man normalt vil kigge på, er ROIC, men da dette er et ekstra vigtigt nøgletal, vil det blive gennemgået mere i dybden efterfølgende.

Det næste nøgletal er den finansielle gearing i virksomheden, også kaldet FGEAR. Her ses det at Carlsbergs FGEAR er gået fra 0,44 til 0,94 i analyseperioden, hvilket skyldes at Carlsberg har optaget en lille smule mere gæld, samtidig med at egenkapitalen er tæt på halveret i analyseperioden. Den finansielle gearing kan både påvirke ROE negativt og positivt, idet den påvirker positivt, hvis ROIC er højere end r, hvor hvis ROIC er lavere end r, så påvirker den negativt.

Efter den FGEAR, vil man kigge på r , som også er nævnt ovenfor – r står for den gennemsnitlige lånerente i procent. Denne ligger nogenlunde stabilt i analyseperioden, og går fra 2,82% i 2019 til 2,72% i 2023, med det største udsving i 2020 hvor den lå på 1,41%.

Carlsberg har i perioden fået større finansielle forpligtelser, mens de i 2020 og 2021 havde færre nettofinansielle omkostninger, hvilket var årsagen til faldet. De nettofinansielle omkostninger er dog tilbage på niveau, hvorfor r i 2023 er på niveau med 2019, da både finansielle forpligtelser og nettofinansielle omkostninger er steget.

Efter r er fundet, kan man begynde at kigge på om Carlsberg tjener penge på at have gæld, hvilket er her SPREAD kommer ind i billedet. Hvis SPREAD er positiv, betyder det at en evt. investering afgiver et afkast som overstiger den risikofrie rente, og derved skaber værdi for virksomheden. Det ses samtidig at Carlsbergs SPREAD har været svingende i analyseperioden, både positiv og negativ, hvilket viser at de skal være ekstra påpasselig med at lave investeringer. Grunden til den negative SPREAD skyldes, at deres ROIC også har været negativ i analyseperioden. Dog som udgangspunkt vil man tjene penge på en investering hvis ROIC er højere end r .

Slutteligt kigger man på MIA, inden man udregner ROE. Denne har både været over og under 1 i analyseperioden, men er dog primært over 1, hvilket vil sige, at de ordinære aktionærer opnår en større forrentning det meste af analyseperioden.

Nu er det muligt at udregne egenkapitalens forrentning efter metode 2. Her ses det at den er meget svingende i analyseperioden, hvor den svinger imellem -14,19% - 23,76%. Disse udsving giver dog god mening når man tager den strategiske analyse med i analysen. 2020 var meget præget af COVID-19 situationen, mens 2022 og 2023 er meget præget af krigen mellem Rusland og Ukraine, som har betydet, som tidligere nævnt at Carlsberg har været nødsaget til at trække sig fra det russiske marked og frasælge aktiviteter her.

4.2.3 Afkastningsgraden (ROIC)

Afkastningsgraden, også kaldet ROIC, består af overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Den viser altså hvor god Carlsberg er til at skabe overskud ud fra deres aktiver.

Overskudsgraden viser hvor god virksomheden er til at skabe overskud af deres omsætningen. Formlen for at udregne overskudsgraden ser derfor ud som følgende:

$$\text{Overskudsgrad (OG)} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud (DO)}}{\text{Nettoomsætning (NO)}}$$

Den anden driver i ROIC er altså AOH – denne viser hvor meget salg Carlsberg generer for hver krone aktiv de har investeret. Formlen for at udregne aktivernes omsætningshastighed ser derfor ud som følgende:

$$\text{Aktivernes omsætningshastighed (AOH)} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}}$$

Som sagt giver overskudsgraden gange aktivernes omsætningshastighed altså afkastningsgraden, hvoraf nettoomsætningen indgår i begge formler – denne kan altså sorteres fra, så formelen derfor ser ud som følgende:

$$\text{ROIC} = \left(\frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}} \right) * \left(\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}} \right) = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns. NDA}}$$

ROIC er tidligere udregnet, men hvis vi derimod kigger på OG og AOH, ser de således ud for Carlsberg i analyseperioden:

	2019	2020	2021	2022	2023
DO	10.717	- 380	11.984	- 3.399	- 563
NO	65.902	58.541	60.097	70.265	73.585
OG	16,26%	-0,65%	19,94%	-4,84%	-0,76%
NDA	66.463	66.104	69.292	55.907	49.968
gns. NDA	66.463	66.284	67.698	62.600	52.937
AOH	0,99	0,88	0,89	1,12	1,39
AOH ⁻¹	1,01	1,13	1,13	0,89	0,72

Figur 17 - Beregning OG & AOH - Egen tilvirkning

Hvis vi kigger på overskudsgraden først, ses det at den i analyseperioden er gået fra 16,26% til -0,76%, hvilket er negativt for Carlsberg, og har en negativ indflydelse på ROIC osv. i Dupont-pyramiden. Udsvingene i analyseperioden og årsagerne hertil har vi været inde på, men af ovenstående tabel, ses det at den negative OG skyldes et negativt driftsresultat i 2020, 2022 og 2023.

Hvis man så herefter kigger på aktivernes omsætningshastighed, ses det at den i analyseperioden er meget mere stabil hvor den går fra 0,99 i 2019 til 1,39 i 2023. Grunden til stigningen i 2022 og 2023 i AOH, skyldes at aktiverne falder, hvilket kan henføres til aktiver i Rusland som er bestemt for salg. Nu hvor man har AOH, kan man også regne inverse AOH,

som viser hvor meget aktivmasse der skal til for at skabe én kroners salg. For Carlsberg betyder det f.eks. i 2023, at de har en inverse AOH på 0,72, som betyder at de for 0,72 kroners aktivmasse, skaber én kroners salg.

4.2.4 Analyse af underliggende drivere i Dupont pyramiden

Som nævnt tidligere, vil vi nu lave en mere dybdegående analyse af ROIC. For bedst muligt at kunne analysere ROIC vil vi nu kigge nærmere på de drivere som driver ROIC, netop OG og AOH.

4.2.4.1 Overskudsgraden

Lad os starte med at gå mere i dybden og kigge på de drivere som påvirker OG – dette kan gøres ved en common-size analyse. Man går her ind og kigger på årsager til udsvingene i driverne som påvirker OG, og det ser altså således ud:

Common Size	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Driftsomkostninger	-77,2%	-76,3%	-76,5%	-79,4%	-80,5%
EBITDA-margin	22,8%	23,7%	23,5%	20,6%	19,5%
Afskrivninger og amortiseringer	-7,5%	-7,4%	-7,3%	-5,6%	-5,4%
EBIT-margin	15,3%	16,3%	16,2%	14,9%	14,1%
Skat på EBIT	-4,5%	-4,0%	-3,9%	-3,1%	-3,0%
NOPAT-margin	10,7%	12,3%	12,3%	11,9%	11,1%
Core andet driftsoverskud	0,7%	0,3%	0,8%	1,7%	1,2%
Usædvanlige driftsposter	4,8%	-13,2%	6,8%	-18,4%	-13,1%
Samlet OG	16,3%	-0,6%	19,9%	-4,8%	-0,8%

Figur 18 - Common-size analyse - Egen tilvirkning

Som det første kigger man på Carlsberg EBITDA-margin, som blot viser deres omsætning fratrullet deres driftsomkostninger, som viser deres indtjeningsevne. Her ses det, at den er stabil i hele analyseperioden, hvor den ligger omkring 20%. Det er altså ikke den som er skyld i de store udsving i overskudsgraden.

Herefter tager man afskrivninger og amortiseringer med i ligningen, for at se på om det har været på grund af nogle store udsving her, at overskudsgraden er svingede – dette viser sig ikke at være tilfældet, da den også er stabil, men derimod lidt lavere i 2022 og 2023. Altså har man nu udregnet EBIT-marginen.

Skatten på ovenstående EBIT-margin, er heller ikke skyld i de store udsving, da denne blot er omkring 22% af EBIT-marginen, og man har derfor nu udregnet NOPAT-marginen.

Årsagen til udsvingene må altså ligge under de to sidste poster inden den endelige OG, hvilket består af core andet driftsoverskud og usædvanlige driftsposter. Core andet driftsoverskud trækker OG op, men da denne ligger omkring 1% i hele analyseperioden, er det altså heller ikke denne som er skyld i udsvingene. Årsagen må derfor findes under usædvanlige driftsposter, hvilket den rigtigt nok gør for Carlsberg. Denne svinger mellem 6,8% og -18,4% i analyseperioden, hvilket må siges at være store udsving. Den er faktisk positiv i 2019 og 2021, hvilket skyldes en positiv kursdifference ved omregning til udenlandske enheder i begge år. Det skal dog siges, at det er samme post som gør, at usædvanlige driftsposter i 2020 er negativ, og giver den lave overskudsgrad her. Kursdifferencen i 2020 skyldes dog hovedsageligt den russiske møntfod Rubel pga. valutajusteringer grundet depreciering ("Annual Report 2021," n.d., p. 90).

I 2022 har usædvanlige driftsposter en påvirkning på OG på hele 18,4%, hvilket skyldes at det var her Carlsberg annoncerede deres beslutning om at trække sig helt fra Rusland, som følge af krigen mellem Rusland og Ukraine. Efter denne beslutning, led Carlsberg et tab på genmåling af dagsværdien på aktivet i Rusland, på ca. mia. kr. 8. Herudover var kursen på Rubel faldet, så udover ovenstående tab på genmåling af dagsværdien, så led de også et valutakurstab på ca. mia. kr. 4 ("Annual Report 2022," n.d.).

D. 16. juli 2023 udstedte Rusland et dekret, hvor de udtalte, at de nu overtog ledelsen og styringen i Baltika Breweries, som er Carlsbergs datterselskab i Rusland. Dette dekret kom kort efter, at Carlsberg faktisk havde underskrevet en købsaftale på salget af Baltika Breweries, men pga. dekretet, betød det at købsaftalen blev ophævet. Forhandlingerne er stadig i gang, men værdien heraf er meget svær at vurdere, hvorfor Carlsberg i 2023 har endnu et stort tab på genmåling af dagsværdi – på hele ca. mia. kr. 48 i 2023. Samtidig var Rubel også faldet endnu mere, som også gav et valutakurstab på ca. mia. kr. 3. Dog pga. en omklassificering vedr. den akkumulerede valutaomregningsreserve, så blev der indtægtsført en kursdifference på ca. mia. kr. 41 ("Annual Report 2023," n.d.).

Hvis man dog ser bort fra de usædvanlige driftsposter, og kigger på kernerdriften, så er alle både EBITDA-, EBIT- og NOPAT-marginen fine nøgletal for Carlsberg. EBITDA-marginen falder lidt i 2022 og 2023, men pga. færre afskrivninger, så er EBIT- og NOPAT-marginen på niveau – der er derfor intet at komme efter ift. deres kernerdrift. Så selvom Carlsberg, ligesom alle andre virksomheder, har været ramt af inflationen og stigende råvarepriser, så har de formået at holde deres indtjeningsevne på niveau.

4.2.4.2 Aktivernes omsætningshastighed

Den anden driver man kigger på ift. ROIC er aktivernes omsætningshastighed, som er en lige så vigtig driver som OG. AOG viser hvor stort et afkast Carlsberg får af deres aktiver, som er vigtig ift. Carlsberg, da de laver store investeringer i aktiver, bl.a. produktionsmaskiner m.m.

Tidligere er formelen for at udregne AOH opstillet, men dette er den simple metode, for at analysere de drivere som påvirker AOG, kigger man her på arbejdskapital og anlægskapital, hvorfor den mere dybdegående formel ser således ud:

$$AOH = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. arbejdskapital}} + \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. anlægskapital}}$$

Arbejdskapitalen

Arbejdskapitalen relaterer sig til arbejdet, altså driften. Det er derfor ligesom tidligere nævnt i rentabilitetsanalysen, de driftsrelateret poster som man kigger på her – det inkludere varebeholdningen, tilgodehavender fra salg, andre kerne driftsaktiver samt gæld til leverandører. Da man samtidig kigger på arbejdskapitalen som en del af aktivernes omsætningshastighed, kigger man derfor også på de forskellige driftsrelateret posters omsætningshastigheder, hvilket ser således ud:

Arbejdskapital	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsætning	65.902	58.541	60.097	70.265	73.585
Varebeholdning	0,072	0,079	0,090	0,081	0,079
Tilgodehavende fra salg	0,081	0,064	0,084	0,072	0,069
Andre kerne driftsaktiver	0,054	0,057	0,063	0,217	0,051
Gæld til leverandører	- 0,260	- 0,284	- 0,343	- 0,312	- 0,301

Figur 19 - Arbejdskapital omsætningshastigheder - Egen tilvirkning

Første faktor er varebeholdningen, hvor det bemærkes, at Carlsberg har et forholdsvis lavt varelager, hvis man kigger på koncernen som helhed og deres omsætning – varelageret går fra ca. mia. kr. 4,8 til 5,8 i analyseperioden. Omsætningen er dog også steget i perioden, men omsætningshastigheden for varelageret stiger fra 0,072 gange i 2019 til 0,079 i 2023, hvilket svarer til en stigning på 9,5%.

De næste to faktorer hører lidt sammen, nemlig tilgodehavender fra salg og gæld til leverandører. Som udgangspunkt vil en virksomhed altid gerne yde kort kredittid til sine kunder, samt have lang kredittid ved sine egne leverandører. Dette kan man også se, at Carlsberg har arbejdet på, da begge er blevet forbedret i analyseperioden. Tilgodehavender fra salg er faldet 0,081 gange til 0,069, hvilket svarer til et fald på 14,4%. Samtidig er gæld til

leverandører steget fra -0,26 gange til -0,301. Både faldet i tilgodehavender fra salg og stigning i gæld til leverandører har påvirket positivt på Carlsbergs nøgletal, samtidig med at det har øget deres likviditet, idet de hurtigere får penge fra kunder ind i kassen, mens de har længere tid til at betale deres egne leverandører.

Hvis man kæder dette sammen med analysen fra Porters Five Forces, så giver det god mening. Vi har vurderet leverandørernes forhandlingsstyrke som lav til middel, hvorfor Carlsberg har kunne presse kredittiden til deres leverandører. Dog har vi vurderet kundernes forhandlingsstyrke som middel til høj, hvilket lidt taler imod, at de så også har forbedret deres kredittid her. Dog har Porters Five Forces haft mere fokus på slutforbrugerens forhandlingsstyrke, hvor disse oftest betaler kontant på stedet. Det giver derfor stadig mening, at de kunder Carlsberg forhandler med, der kan de presse kredittiden her også.

Anlægskapitalen

I anlægskapitalen kigger man på materielle- og immaterielle anlægsaktiver, da de ikke direkte er driftsposter ligesom ovenstående faktorer. Anlægsaktiverne betyder dog stadig meget for virksomheden, og indgår både direkte og indirekte i produktionen. Omsætningshastighederne for disse to faktorer ser således ud:

Anlægskapital	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsætning	65.902	58.541	60.097	70.265	73.585
Immaterielle aktiver	1,059	1,128	1,139	0,701	0,667
Materielle aktiver	0,423	0,449	0,443	0,337	0,332

Figur 20 - Anlægskapital omsætningshastigheder - Egen tilvirkning

Hvis man starter med at kigge på omsætningshastigheden for immaterielle aktiver, ses det at den i analyseperioden er faldet fra 1,059 til 0,667, hvilket svarer til et fald på 37%. Dog stiger den faktisk til og med 2021, men tager et stort fald i 2022, hvilket skyldes Rusland situationen. Carlsberg havde en del goodwill tilknyttet Rusland situationen som blev nedskrevet som følge af genmålingen af dagsværdien.

Herefter kan man kigge på omsætningshastighed for materielle aktiver, hvor det ses at den i analyseperioden også er faldet, men ikke lige så meget som immaterielle aktiver. Den er faldet fra 0,423 i 2019 til 0,332 i 2023, hvilket svarer til et fald på 21,6%.

Dog er udviklingen den samme som immaterielle aktiver, netop at den faktisk stiger lidt til og med 2021, men falder i 2022 grundet Rusland situationen. Hvis man dog ser bort fra Rusland situationen, så tyder det på at Carlsberg løbende investerer i materielle aktiver, hvilket er en

vigtig del af Carlsberg for at følge med i diverse teknologiske muligheder – samtidig sikrer det også at produktionen kører optimalt. Det er dog også muligt at kigge på Carlsberg samlede omsætningshastigheder, for at få et overbliksbillede, det ser ud som følgende:

Omsætningshastigheder	2019	2020	2021	2022	2023
Immaterielle aktiver	1,06	1,13	1,14	0,70	0,67
Materielle aktiver	0,42	0,45	0,44	0,34	0,33
Varebeholdning	0,07	0,08	0,09	0,08	0,08
Tilgodehavende fra salg	0,08	0,06	0,08	0,07	0,07
Andre kerne driftsaktiver	0,05	0,06	0,06	0,22	0,05
Samlet aktiver	1,69	1,78	1,82	1,41	1,20
Udskudt skat	- 0,10	- 0,11	- 0,11	- 0,07	- 0,07
Gæld til leverandører	- 0,26	- 0,28	- 0,34	- 0,31	- 0,30
Andre driftsforpligtelser	- 0,43	- 0,38	- 0,36	- 0,36	- 0,27
Omsætningshastigheder kerne NDA	0,90	1,00	1,01	0,67	0,56
Omsætningshastigheder ikke-kerne NDA	0,11	0,12	0,14	0,13	0,12
Samlet omsætningshastigheder	1,01	1,13	1,15	0,80	0,68

Figur 21 - Beregning inverse AOH - Egen tilvirkning

Her ses det hvordan ovenstående individuelle tal påvirker den samlede omsætningshastighed. Denne er nemlig faldet fra 1,01 gange i 2019, til 0,68 gange i 2023, hvilket svarer til et fald på 32,7%. Den samlede omsætningshastighed er også et andet ord for inverse AOH – denne er tidligere udregnet, men der er her en lille difference i tallene, som skyldes at den tidligere udregning af inverse AOH, har taget udgangspunkt i den gennemsnitlige aktivmasse, mens ovenstående inverse AOH, mere bliver beregnet for at analysere på underliggende drivere.

4.2.5 Delkonklusion på rentabilitetsanalysen

Overordnet set ses det i rentabilitetsanalysen, at 2019 og 2021 har været de bedste år for Carlsberg i analyseperioden, disse er der ikke så meget at sige til – her går det som forventet for Carlsberg. I 2020, 2022 og 2023, støder de dog ind i lidt problemer, hvor især egenkapitalens forrentning bliver ramt hårdt og bliver negativ i alle tre år. Når man dykker længere ned, ses det at det primært skyldes at afkastningsgraden er negativ i disse år. Denne påvirkes dog af at overskudsgraden er negativ i de samme tre år. I uddybningen af overskudsgraden, ses det dog at selve driften og indtjeningsevnen ingenting fejler for Carlsberg, men det derimod er usædvanlige driftsposter som påvirker overskudsgraden til at være negativ, og denne påvirker så videre op i Dupont-pyramiden. Usædvanlige driftsposter består i 2020 hovedsageligt af valutajusteringer vedr. den russiske møntfod Rubel pga. depreciering. I 2022 og 2023, består usædvanlige driftsposter af Rusland situationen, hvor

Carlsberg har været nødsaget til at trække fra Rusland, som har givet et stort tab ved genmåling af dagsværdien af aktiverne i Rusland.

5. Opsamling på analyser

Der er blevet udarbejdet analyser på Carlsbergs interne og eksterne forhold samt lavet en regnskabsanalyse, som alle har ført til nogle afgørende pointer. Disse vil senere i rapporten blive brugt når der skal udarbejdes et budget og der skal laves en vurdering af værdiansættelsen.

5.1 SWOT-analyse

Den nedenstående SWOT-analyse vil blive benyttet til at opsamle vores pointer i de tidligere analyser samt give et overblik over de konklusioner der er blevet analyseret frem til. I modellen vil der blive beskrevet i forhold til deres sandsynlighed og prioritering for Carlsberg, hvor den ydermere vil vise hvordan vi har vurderet budgetterne for de forskellige markeder de arbejder i.

Stærke sider	Svage sider
• Stordriftsfordele • Verdenskendt brand • Bred portefølje • Teknologisk langt fremme	• Stor organisation – langt fra toppen til bunden, kommunikationsmæssigt • Valutakurser
Muligheder	Trusler
• Bæredygtighed • Teknologisk innovation • Forbrugeradfærd • Øget velstand i Asien	• Arbejdsforhold i andre lande/kulturer • Mange konkurrenter • Lovgivningsmæssige stramninger • Økonomiske kriser • Sundhedsfokus blandt forbrugerne • Rusland-Ukraine krigen

Figur 22 - SWOT-analyse - Egen tilvirkning

5.1.1 Prioritering og sandsynlighed

For at gå lidt mere i dybden med de opstillede punkter, beskrives de og deres påvirkning. Her vil der også være vurderet hvordan de skal prioriteres i forhold til hvor sandsynlige de er.

5.1.1.1 Styrker:

Carlsberg har som deres største fordel at have stordriftsfordele, hvilket betyder at de producerer så meget, at de kan holde deres produktionspriser meget lave og deres forhandlingsstyrke er meget god, både overfor deres leverandører og deres kunder. Det kan også ses i deres nøgletal, hvor de i de seneste år har forbedret både debitorernes omsætningsagtighed og kreditorernes omsætningshastighed.

Carlsberg har en stor produktportefølje, hvilket giver deres forbrugere mulighed for at benytte sig af deres produkter, næsten lige meget hvilken variant af nydelsesdrikke. I forlængelse af deres stordriftsfordele har de også mulighed for at skabe nye produkter til deres forbrugere efter hvordan moden ændre sig. Dette gør sig gældende i hver af de forskellige lande, fordi de allerede har en stor kundeskare og de kan producere nye varianter med lavere omkostninger end mindre ølbryggerier kan. Dette er også noget de gør meget brug af, det ses for eksempel i Danmark ved lancering af nye specialølvarianter og flere alkoholfrie varianter som der også er skildret i PESTEL-analysen i punktet vedrørende sociokulturelle forhold.

Teknologien i Carlsberg er langt fremme, de har som en stor virksomhed mulighed for at investere i de nyeste teknologier og dermed også forbedre nogle økonomiske aspekter. Det er derfor også en stor del af deres metode til at nå i mål med deres ”together towards zero and beyond”-strategi. Her vil de blive mere eller mindre selvforsynet med naturenergi og herudover have mulighed for at investere i bryggerisystemer der optimerer deres råvareforbrug, så der er minimalt spild.

Carlsberg som brand er kendt over hele verden, hvilket giver dem en stor fordel når de skal indtræde på nye markeder, idet de allerede fra start har mange kunder der har deres produkter som deres fortrukne. Det betyder også at de kan accelerere hurtigt når de vil ind på nye markeder, det er dog ikke noget de har med i deres nuværende strategier, hvor de i Sail '27, som der også beskrives i Ansoffs-vækstmatrix, er mere fokus på at vækste på deres nuværende markeder.

5.1.1.2 Svagheder:

En af Carlsbergs helt store svagheder er de mange valutakurser de operer med, netop ved at være på så mange forskellige markeder. Det er specielt en udfordring når der opstår krige og kriser rundt omkring i verden som presser de forskellige landes økonomi i mindre og højere grad. Det ser man også konsekvenserne af i forbindelse med bryggerierne i Rusland, og det er meget besværligt for Carlsberg at påvirke dette forhold.

Derudover er Carlsberg en stor organisation, hvor der indgår rigtig mange selskaber og det betyder også at der er rigtig mange interessenter at tilfredsstille. Dette kan skabe mange konflikter internt og gøre det til en lang proces at tage beslutninger, især hvis det er beslutninger der påvirker hele organisationen, hvilket også blev testet under beslutningstagen omkring om Carlsberg skulle vælge at lukke deres aktiviteter i Rusland.

5.1.1.3 Muligheder:

Carlsberg har som nævnt en strategi om at fokusere på at vækste på deres nuværende markeder. Dette er der især mulighed for i deres marked i Asien, som har vækstet meget de seneste mange år og specielt i Kina, som er gået fra at være et udviklingsland til nærmere at blive kategoriseret som et i-land de seneste år. Den øgede velstand giver flere potentielle forbrugere i landet og på grund af det store befolkningsantal der er i landet, er det også ens betydende med at der er stor mulighed for at vækste her.

Den hurtigt udviklende teknologi er også en stor mulighed da den på forskellige måder kan hjælpe Carlsbergs udvikling. Det er for eksempel under områder som at forbedre effektiviteten af deres bryggerier og mindske omkostningerne til mere faste omkostninger, som vil kunne afspejles i deres nøgletal.

Som det også nævnes, er det store fokus på bæredygtighed også en god mulighed for Carlsberg. De har muligheden for at lægge sig i førersædet inden for bryggeribranchen og være et brand forbrugerne forbinder med bæredygtighed og samtidig være det bryggeri alle deres konkurrenter vil sammenligne sig med inden for det felt.

Forbrugeradfærden ændrer sig hele tiden og skifter med moden. I mange af de lande som Carlsberg er i, er der en positiv vækst i den økonomiske udvikling, hvilket gør at forbrugernes vaner ændrer sig og de går i højere grad efter en bedre kvalitet end de tidligere har gjort – derfor vil Carlsberg fokusere mere på kvalitetsbevidste produkter end discountprodukter.

5.1.1.4 Trusler:

Den største trussel Carlsberg står overfor på nuværende tidspunkt, er krigen mellem Rusland og Ukraine, som har påvirket alle analyser igennem hele rapporten. Udviklingen af denne krig det næste stykke tid betyder meget for hvordan det kommer til at gå for Carlsberg i det Øst- og Centraleuropæiske marked. Udvikler den sig i en dårlig retning hvor flere af de omkringliggende lande bliver involveret, kan det have store konsekvenser, hvorimod hvis udviklingen går i den bedre retning, vil de kunne stabilisere deres vækst igen. I samme

ombæring har der været store prisstigninger på de fleste produkter, hvilket har gjort forbrugerne i nogle samfundslag mere prisbevidste og kan derfor fravælge Carlsberg produkter fremfor discountprodukter.

En af de store trusler der også er et af fokuspunkterne i deres ”together towards zero and beyond”-strategi, er de store forskelle på arbejdsforholdene i især de mindre rige lande. Her kan arbejdsforholdene mange steder være meget kummerlige, som en velkendt dansk virksomhed, kan der hurtigt komme skandaler, hvis arbejdsforholdene ikke lever op til en vis standard, hvorfor det kan gøre at forbrugerne i hvert fald i nogle perioder, fravælger deres produkter.

I rigtig mange lande opleves der stramninger af lovgivningen, i takt med at vi bliver mere og mere beviste om hvad der ikke er sundt for os. Det betyder der bliver reguleret på hvordan de må markedsføre sig, samt hvor mange afgifter der skal betales i de forskellige lande for at der må komme alkohol og sukker i deres produkter. Det store fokus på sundhed kommer både fra regeringerne rundt omkring i verden, men også fra forbrugerne, der med viden om hvordan det kan påvirke deres krop og mentale helbred også i højere grad end tidligere, vælger alkohol og andre sukkerindholdige nydelsesdrikke fra.

Der er mange konkurrenter på markedet, hvilket er en trussel for dem da, det presser dem på forskellige parametre, specielt punkter som pris og produktudvikling, bliver truet ved dette.

4.3.1.3 Kritik af SWOT

Kritikken der bliver rettet mod SWOT-analysen, omhandler blandt andet at det er et forenklet analyseværktøj og man kommer derfor ikke i dybden med denne analyse alene – man kan derfor ikke bruge analysen / modellen til ret meget alene. Den er også simplificeret i den forstand at den ikke tager højde for udviklingen i hvert af områderne. Dog er formålet med vores SWOT-analyse heller ikke at gå i dybden, samt at videreudvikle denne til TOWS, men derimod at bruge SWOT-analysen som et opsamlingsværktøj af de tidligere punkter vi er kommet frem til.

6. Budgettering

Det udarbejdede budget er et skøn af Carlsberg fremtidige økonomiske udvikling, i hver af deres tre markeder. Vi kigger på udviklingen ved et basis, optimistisk og pessimistisk scenarie, hvor der er en hvis vægtet sandsynlighed for hver af scenarierne som bruges til beregning af den endelige værdi. De tre markeder der er lavet budgetter på, er Vesteuropa, Øst-

og Centraleuropa og Asien. Vi har vurderet at sandsynligheden for at basisscenariet er sådan det udvikler sig er størst og er derfor sat til 60%, hvor vi må forvente de to andre scenarier er mindre realistiske og har derfor fået en sandsynlighedssats på 20% hver. De færdige budgetter for de tre opstillede scenarier findes under bilag 1-3.

Perioden som budgettet rækker over, er 10 år. Det første budgetår løber fra det seneste regnskabsår og 10 år frem, hvor der herefter er et terminal år som dækker over den periode hvor forretningen dog stadig må forventes at eksistere og genere omsætning i en størrelse vurderet på baggrund af de budgetterede tal.

Den bestemte budgetperiode på 10 år er fastsat ud fra en vurdering af hvornår det ikke længere giver mening at differentiere væksten på markederne – jo kortere en periode man laver værdiansættelsen ud fra, jo mere påvirker terminalåret værdiansættelsen. Typisk kigger man på en periode på 10-15 år, men for Carlsberg er ølmarkedet et forholdsvis stabilt og velkendt marked samt at Carlsberg er et gammelt og velkendt brand. Dog har verdensøkonomien de seneste år og på nuværende tidspunkt været meget ustabil, hvor der har været mange forhold der har påvirket den økonomiske situation, såsom Covid-19 pandemien og de stadig igangværende krige imellem Ukraine og Rusland og Israel og Palæstina. Derfor vurderer vi at en budgetperiode på 10 år giver et præcist billede af udviklingen, hvorefter vi benytter os af en terminalvækst for hver af markederne og hver af scenarierne.

6.1 Udvikling i Vesteuropa

Når vi ser på udviklingen i den vesteuropæiske omsætning, kan vi se i de historiske tal at de vækster meget i disse år fra 2021 til 2023. Dette sker dog også på baggrund af en meget lav omsætning i 2021, og de arbejder sig i 2022 og 2023 op på deres oprindelige niveau. Ud af vækstraten, skal vi også medtage den høje inflation der var i disse år, hvilket alt andet lige giver en unaturlig høj vækst udelukkende grundet prisstigninger.

Det Vesteuropæiske marked består af Skandinavien, Tyskland, United Kingdom, Polen, Frankrig og Schweiz og det er også disse lande hvor Carlsberg har flest markedsandele samt er mest veletableret. Man må derfor også forvente, at det er her hvor Carlsberg har sværest ved at vækste yderligere, men dog også er her hvor det er det mest stabile marked. Her bliver væksten primært påvirket af den generelle økonomi og fordi der er tale om i-lande, vil det også i højere grad være ændring i præferencer hos forbrugeren, der spiller en rolle. For eksempel kunne øget fokus på sundhed påvirke salget af øl og sodavand negativt, samtidig med det større fokus på god kvalitet og specialprodukter, som også kan påvirke salget af

Carlsbergs produkter negativt – dog vil det give mulighed for at sælge nye ølvarianter til en højere pris og en bedre bruttoavance.

I ovenstående figur ser vi en budgetperiode hvor der i basisscenariet fortsat er en organisk vækst, som løbende de 10 år er faldende. Dette er et billede af at Carlsberg er kommet tilbage på deres tidligere niveau og nu vil deres udvikling være mere normaliseret. Ved et optimistisk scenarie vurderer vi at væksten er en smule højere grundet et højere forbrug hos slutbrugeren end hvad der er forventet. Ved det pessimistiske scenarie er der taget højde for at de ændrede præferencer påvirker omsætningen så meget, at Carlsberg kun lige formår at generere en positiv vækst i deres omsætning.

Basis scenarie																
Vesteuropa	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	30.501	34.888	37.317	38.063	38.825	39.504	40.195	40.698	41.207	41.722	42.243	42.771	43.306	43.847	44.395	44.950
Årets vækst i %	0,0%	14,4%	7,0%	2,00%	2,00%	1,75%	1,75%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Optimistisk Scenarie																
Vesteuropa	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	30.501	34.888	37.317	38.437	39.590	40.579	41.594	42.426	43.274	44.140	45.022	45.923	46.841	47.778	48.734	49.708
Årets vækst i %	0,0%	14,4%	7,0%	3,00%	3,00%	2,50%	2,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Pessimistisk scenarie																
Vesteuropa	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	30.501	34.888	37.317	37.597	37.879	38.163	38.354	38.546	38.738	38.932	39.127	39.322	39.519	39.716	39.915	40.115
Årets vækst i %	0,0%	14,4%	7,0%	0,75%	0,75%	0,75%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Figur 23 - Budgettering Vesteuropa - Egen tilvirkning

6.2 Udvikling i Øst- og Centraleuropa

Øst-og Centraleuropa består af de baltiske lande, Ukraine, Canada, Italien, Grækenland og lignende, herunder også Rusland som var en del af dette inden frasalget af disse bryggerier. Økonomien i Rusland er dog taget ud af disse historiske tal, hvilket betyder at Carlsberg er steget en del fra år 2021 til 2023, nemlig henholdsvis 15,3% og 11%.

Frasalget af Rusland og hele situationen imellem Ukraine og Rusland, har haft en stor indvirkning på økonomien, da Rusland var et stort marked. Krigen betød at de måtte sælge bryggerierne fra, hvilket gav et stort tab for selskabet og gør også at deres vækstpotentiale er mindre end det ellers ville have været. Derudover må vi antage, at hvis krigen fortsætter eller udvikler sig i en negativ retning, kan have konsekvenser i nogle af de lande Carlsberg ellers har bryggerier i. Det kan påvirke deres omsætning i en sådan grad at den falder, indtil disse stridigheder er overstået.

Der er generelt i de tre scenarier taget højde for at der er krig og at det vil påvirke muligheden for vækst i mange af disse lande der er involveret og det vil derfor gøre det svært for Carlsberg at øge deres omsætning indtil krigen og de store uenigheder er slut. Der er ved

basisscenariet en udvikling hvor Carlsberg formår at have en mindre organisk vækst, men at den først i år 2028 (hvor det antages at krigen er slut) begynder at vækste på et optimalt niveau. Ved det optimistiske scenarie, har den igangværende krig ikke den store påvirkning og Carlsberg kan vækste på samme niveau som i Vesteuropa. Hvor de ved et pessimistisk scenarie grundet udviklingen af krigen, kan se sig tvunget til at frasælge eller stoppe produktionen i yderligere bryggerier. Dette vil vise sig ved negativ vækst de første tre budgetår, da det vil fortsætte så længe at krigen er i udvikling fremfor afvikling, hvor det igen kan ses i år 2028, at de formår at begynde, at vækste igen.

Basis scenarie																
Øst- og Centraleuropa	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	10.128	11.679	12.959	13.024	13.089	13.220	13.352	13.552	13.756	13.962	14.171	14.384	14.600	14.819	15.041	15.267
Årets vækst i %	0,0%	15,3%	11,0%	0,50%	0,50%	1,00%	1,00%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Optimistisk Scenarie																
Øst- og Centraleuropa	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	10.128	10.128	12.959	13.348	13.681	14.024	14.304	14.590	14.882	15.179	15.483	15.793	16.109	16.431	16.759	17.095
Årets vækst i %	0,0%	15,3%	11,0%	3,00%	2,50%	2,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Pessimistisk scenarie																
Øst- og Centraleuropa	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	10.128	10.128	12.959	12.700	12.446	12.197	12.197	12.258	12.319	12.381	12.443	12.505	12.567	12.630	12.693	12.757
Årets vækst i %	0,0%	15,3%	11,0%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	0,00%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%

Figur 24 - Budgettering Øst- og Centraleuropa - Egen tilvirkning

6.3 Udvikling i Asien

Asien er det marked Carlsberg senest er rykket ind på, samtidig med at mange af landene har haft en stor økonomisk vækst de seneste mange år, så minder de forbrugsmæssigt på mange måder i dag mere og mere om mange europæiske lande. De lande de opererer i, i Asien drejer sig om Kina, Hong Kong, Cambodia, Laos, Indien, Vietnam. Malaysia og Singapore. Ser man på de seneste 3 års omsætning, er der en stor fremgang fra 2021 til 2022 grundet de store investeringer, dog er der negativ vækst i omsætningen i 2023 sammenlignet med 2022. De siger selv at den manglende vækst på det asiatiske marked skyldes en udfordrende makroøkonomi, men at de vil forsøge at øge væksten ved at investere flere penge i markedsføring.

Ud fra denne udvikling forudsættes følgende scenarier for budgettet, at ved optimistisk vækst må det forventes at Carlsberg får udnyttet det store potentiale der er her og får sat skud i omsætningen igen ved øget markedsføring og lignende tiltag de foretager. På den måde skaber de stor vækst de første 3 år af budgetperioden og herefter vækste på et mere almindeligt godt niveau. Ses der på et pessimistisk scenarie, fejler deres forsøg på at slå i gennem på det asiatiske marked og de forbliver på det niveau de er nu og har blot en mindre stabil vækst på

1%. Et basisscenarie er et sted derimellem hvor deres vækst er ret god de første 3 budgetår og herefter hvor de har etableret sig en smule mere, stabilisere denne vækst sig.

Basis scenarie																
Asien	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	19.459	23.682	23.288	24.220	25.188	25.944	26.463	26.992	27.532	28.083	28.644	29.217	29.801	30.397	31.005	31.626
Årets vækst i %	0,0%	21,7%	-1,7%	4,00%	4,00%	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Optimistisk Scenarie																
Asien	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	19.459	23.682	23.288	24.918	26.413	27.734	28.566	29.423	30.306	31.215	32.151	33.116	34.109	35.132	36.186	37.272
Årets vækst i %	0,0%	21,7%	-1,7%	7,00%	6,00%	5,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Pessimistisk scenarie																
Asien	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Nettoomsætning	19.459	23.682	23.288	23.521	23.756	23.994	24.234	24.476	24.721	24.968	25.218	25.470	25.724	25.982	26.242	26.504
Årets vækst i %	0,0%	21,7%	-1,7%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

Figur 25 - Budgettering Asien - Egen tilvirkning

6.4 Samlet udvikling

Når vi kigger på det totale budget for de tre markeder, for hver af de tre scenarier, er der en forskel i omsætning på 12.233 mio. på det optimistiske sammenlignet med basisscenariet og 12.467 mio. i forskel på basisscenariet og det pessimistiske scenarie. Samlet set har Carlsberg en organisk vækst i alle tre scenarier, da markederne i Asien og Vesteuropa, udligner den negative vækst i Øst- og Centraleuropa ved det pessimistiske scenarie. Som der tidligere er skrevet i porters five forces, har Carlsberg store fordele ved at have stordriftsfordele og har derfor en forholdsvis stabil økonomi og vækstrate, da de operer i mange lande og derfor er deres risiko meget spredt. Herudover er deres produkter nogle der, som tidligere nævnt i PESTEL-analysen, er hvad der svarer til en nødvendighedsvarer, da de fleste mennesker i disse lande, drikker sodavand og øl på daglig basis. Udover de allerede eksisterende markeder, har Carlsberg også mulighed for at gå ind på nye markeder. Det kan både være i lande der i forvejen er, i nærheden af de allerede eksisterendes markeder og ved at gå ind i helt nye kontinenter, såsom Afrika, Sydamerika eller USA, som alle sammen er mulige nye markeder.

Samlet vækstrate	R2021	R2022	R2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	2031B	2032B	2033B	2034B	2035B	2036B
Basis scenarie	60.088	70.249	73.564	75.307	77.102	78.668	80.010	81.242	82.494	83.766	85.059	86.372	87.707	89.063	90.442	91.842
Vækst i %	0,00%	16,91%	4,72%	2,37%	2,38%	2,03%	1,71%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,55%	1,55%	1,55%	1,55%
Optimistisk scenarie	60.088	68.698	73.564	76.702	79.684	82.337	84.464	86.439	88.462	90.534	92.657	94.831	97.059	99.341	101.680	104.075
Vækst i %	0,00%	14,33%	7,08%	4,27%	3,89%	3,33%	2,58%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,35%	2,35%	2,35%	2,35%	2,36%
Pessimistisk scenarie	60.088	68.698	73.564	73.818	74.081	74.354	74.784	75.279	75.778	76.281	76.787	77.297	77.811	78.328	78.850	79.375
Vækst i %	0,00%	14,33%	7,08%	0,34%	0,36%	0,37%	0,58%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,67%	0,67%	0,67%

Figur 26 - Samlet budgetteret vækstrate - Egen tilvirkning

6.5 Forudsætninger for budget

For at kunne udarbejde budgetterne, har vi været nødsaget til at lave nogle forudsætninger og skøn på diverse drivere, herunder inverse AOH, EBIT-margin og den effektive skattesats. De endelige tal, samt hvordan vi er kommet frem til dem, vil blive uddybet nedenstående.

6.5.1 Inverse AOH

I budgetteringen benytter vi den inverse AOH, som man får ved beregne $1/AOH$. Den inverse AOH er en betegnelse for at Carlsberg kan skabe én kroners salg for 0,68 kroners aktivmasse, som er den inverse AOH i 2023. Den inverse AOH skal helst være så lav som muligt, hvorfor det er positivt at den i analyseperioden er faldet fra 1,01 til 0,68. Faldet skyldes Rusland situationen, mens Carlsberg stadig har formået at vækste deres omsætning.

Som en del af den strategiske analyse, sker der teknologiske, bæredygtige og andre tiltag i omverdenen, som gør at Carlsberg hele tiden skal optimere og investere i deres aktiver. Det er derfor svært at fastslå en inverse AOH, som kan bruges i de forskellige scenarier i budgetteringen. Vi vælger derfor at gå med en separat inverse AOH til hvert scenarie.

For basisscenariet mener vi at den er ekstraordinær lav i 2023, grundet Rusland situationen, hvorfor vi har gået med gennemsnittet i analyseperioden på 0,95, idet vi forventer Carlsberg skal foretage nye investeringer for at følge med i udviklingen. Investeringerne heraf kan både gå godt og dårligt for Carlsberg, hvorfor der er en øget risiko i at foretage disse. Vi har derfor valgt at gå med en inverse AOH på 0,75 for det optimistiske scenarie, hvor det så forventes, at Carlsberg for succes med investeringerne. Dog modsat, vælger vi en inverse AOH på 1,15 for det pessimistiske scenarie, hvor det forventes ikke at gå så godt med de nye investeringer, samt der er denne øgede risiko ved at foretage dem.

6.5.2 EBIT-margin

For at fastsætte EBIT-margin, har vi analyseret på de historiske tal, ifølge vores rentabilitetsanalyse, er den på et niveau mellem 14,9% og 16,3% i årene 2019 til 2023, hvor den er faldet en smule i årene siden 2020. Det må antages at dette skyldes de kriser der har været verden over i disse år, som har fået råvarepriserne til at stige voldsomt og at de derfor nu, hvor disse priser har stabiliseret sig igen, nu kan ligge på niveau med gennemsnittet igennem de 5 år som er 15,4%, som også er den fastsatte procentsats.

6.5.3 Effektiv skattesats

Selskabsskatten i Danmark er 22%, det forventes ikke at ændre sig i fremtiden, det er meget sjældent at man som land ændre denne, sidst det skete i Danmark, var i år 2016. Herudover er den gennemsnitlige selskabsskat i EU på 21,9%, hvilket er på niveau med den danske skattesats og derfor denne vi benytter os af i vores udregninger ("Selskabsskatten i Danmark sniger sig lige over gennemsnittet i EU," 2019).

6.6 Delkonklusion

Budgettet er fastlagt over en periode på 10 år, og udarbejdet på baggrund af drivere og faktorer som er identificeret i den strategiske analyse samt rentabilitetsanalysen. Ud fra disse er der blevet opstillet tre forskellige scenarier, da det er umuligt at forudse fremtiden. Budgettet består derfor af et optimistisk scenarie, et pessimistisk scenarie og et basisscenarie, hvoraf basisscenariet vægter 60%, mens de to andre scenarier vægter 20% hver.

7. Værdiansættelse

Nu har vi alle forudsætningerne på plads til at lave en værdiansættelse af Carlsberg – forudsætningerne kommer nemlig fra vores strategiske analyse, rentabilitetsanalysen og budgetteringen. Der findes normalt to metoder at beregne en virksomheds værdiansættelse, DCF-modellen og RIDO. DCF-modellen kigger mere på fremtidige pengestrømme i virksomheden, mens RIDO tager udgangspunkt i aktuelle tal og budgetter, som netop er det vi har udarbejdet – vi går derfor med RIDO-metoden. Formlen for at værdiansætte Carlsberg ved brug af RIDO-metoden ser således ud:

$$V \frac{E}{0} = NDA + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{WACC})^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(r_{WACC} - g)(1 + r_{WACC})^T} - NFF_0$$

Ovenstående formel kan opdeles i to perioder, en budgetperiode og en terminalperiode.

Formlen for budgetperioden er førstedelen, altså:

$$NDA + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{WACC})^t}$$

Formlen for terminalperioden er så sidste del af RIDO-formlen, altså:

$$\frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T}$$

7.1 Fastsettelse af WACC

Som det ses i RIDO-formlen, fremgår WACC flere gange, og WACC er altså et vigtigt element i at værdiansætte Carlsberg. WACC er en måde at beregne hvor meget det koster for Carlsberg at låne penge til at drive forretningen. Altså er det et afkastkrav for finansiering, både for finansieringen gennem egenkapitalen og gælden. Formlen for at beregne WACC ser således ud:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g$$

I formlen for at beregne WACC, indgår altså en masse tal som vi hverken har defineret eller beregnet endnu. Nedenstående er altså en oversigt over hvad de forskellige tal i ovenstående formel betyder:

V_0^E = Markedsværdien af egenkapitalen

V_0^{EV} = Markedsværdien af virksomheden

r_e = Ejernes afkastkrav

V_0^{NFF} = Markedsværdien af gælden

r_g = Lånerenten efter skat

Alle disse tal skal altså beregnes og fastsættes, før vi kan beregne WACC.

7.1.1 Markedsværdien af egenkapitalen, virksomheden og gælden

For at beregne markedsværdien af Carlsberg egenkapital, gæld og virksomheden selv, har vi udarbejdet nedenstående figur:

Carlsberg	2019	2020	2021	2022	2023	GNS
Antal aktier	152.556.806	148.156.806	145.256.806	141.856.806	137.356.806	
Aktie kurs	993,80	975,20	1.129,50	923,20	846,80	
Markedsværdi af EK mio.	151.611	144.483	164.068	130.962	116.314	
Markedsværdi af NFF mio.	20.428	22.742	21.179	21.185	24.219	
Samlet markedsværdi virksomhed	172.039	167.225	185.247	152.147	140.533	
EK %	88,13%	86,40%	88,57%	86,08%	82,77%	86%
GÆLD %	11,87%	13,60%	11,43%	13,92%	17,23%	14%

Figur 27 - Markedsværdier & Kapitalstruktur - Egen tilvirkning

Det første man ser i figuren, er Carlsbergs aktier og aktiekurs. Antal aktier er taget fra deres årsrapporter, mens kursen er aktiekursen for Carlsberg-B aktien, da det er denne vi sammenligner med. Herefter kan man så beregne markedsværdien af Carlsbergs egenkapital, ved at gange antal aktier med aktiekursen. Herefter skal man bruge markedsværdien af gælden, som vi tidligere har udregnet i den reformulerede balance, og denne plottes derfor blot ind. Slutteligt kan man udregne den samlede markedsværdi for virksomheden, ved at lægge de to tal sammen.

Herudover ses kapitalstrukturen i ovenstående figur – denne viser et gennemsnit på 86% egenkapital og 14% gæld.

7.1.2 Estimering af ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav udtrykker hvor stort et afkast aktionærerne forventer, idet deres investering skal sammenlignes med en alternativ investering der har samme risiko – formelen for dette ser således ud:

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

I ovenstående formel, mangler vi at definere nogle tal. r_f er et udtryk for den risikofrie rente, β er et udtryk for en akties betaværdi, sidste del af formelen $[E(r_m) - r_f]$, er et udtryk for markedets risikopræmie (Sørensen, n.d.).

7.1.3 Risikofrie rente

Det første tal vi kigger på og skal fastsætte er den risikofrie rente. Denne er rent teoretisk lig med nul-kuponobligationer, men det indebærer også at investor ingen konkurs- eller reinvesteringsrisiko har. I stedet benytter man derfor i praksis den 10-årige danske statsobligation som den risikofrie rente (Sørensen, n.d.).

Renten på den 10-årige danske statsobligation er pr. 31.12.2023 på 2,03%, hvorfor det er denne procent som benyttes til at beregne WACC (“Den Mobile Statistikbank - Dit udtræk,” n.d.).

7.1.4 Markedets risikopræmie

Det næste tal man kigger på, er markedets risikopræmie. Dette er et udtryk for det tillæg som en investor, sammenlignet med en risikofri investering, såsom ovenstående 10-årige danske statsobligation. Risikopræmien i markedet er meget svær at fastsætte, hvorfor der findes flere metoder til dette. Det kan bl.a. være større firmaer som laver undersøgelser og kommer med

deres vurdering, men vi har i vores opgave gået med skattestyrelsens estimat på 6,5% for 2023 ("C.J.3.1.2.2 Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav - info.skat.dk," n.d.).

7.1.5 Betaværdi af aktien

Slutteligt kigger man på betaværdien for Carlsberg-aktien. Betaværdien er et udtryk for risikoen i at investere i aktien – hvis betaværdien er lig med 0, så er aktien risikofri, mens hvis den er 1 så er den lig med markedet. Det vil sige en betaværdi mellem 0 og 1 er mindre risikofyldt end resten af markedet, mens en betaværdi over 1 er mere risikofyldt end markedet. Denne er også meget svær at fastsætte, men vi er her gået med en vurdering fra Yahoo Finance, som netop beskæftiger sig med dette. De har estimeret Carlsberg-aktien til at have en betaværdi på 0,56, altså er risikoen i at investere i Carlsberg, mere sikker end resten af markedet ("Carlsberg A/S (CARL-B.CO) Stock Price, News, Quote & History - Yahoo Finance," n.d.).

Nu hvor vi har ovenstående tal og forudsætninger, er det muligt at beregne ejernes afkastkrav som vi benytter til at beregne WACC, - udregningen ser således ud:

$$r_e = 2,03\% + 0,56 * 6,5\% = 5,67\%$$

7.1.6 Estimering af lånerenten efter skat

Det sidste tal vi mangler for at kunne beregne WACC, er altså lånerenten efter skat. Lånerenten er et udtryk for den rente som Carlsberg kan låne penge til ude i markedet. Formlen for dette ser således ud:

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

De eneste tal vi mangler i ovenstående formel for at kunne estimere lånerente er r_s og t_s . t_s står for selskabets skatteprocent, hvilket vi for Carlsberg tidligere har fastsat til 22%. Derfor er det kun r_s som mangler at blive beregnet. r_s er et udtryk for selskabets risikotillæg, som er selskabsspecifikt, og er en form for kompensation til långiver for at påtage sig den risiko, at låntager ikke tilbagebetaler. For Carlsberg har vi allerede haft kigget på dette i forbindelse med rentabilitetsanalysen, hvor man kiggede på forholdet mellem NFF og NFO. Her er r udregnet, og ligger mellem 1,41%-2,82% i analyseperioden – vi har dog valgt at gå med gennemsnittet af den femårige periode, som er 2,21%.

Det er derfor nu muligt at estimere lånerenten efter skat, ud fra nedenstående formel:

$$r_g = (2,03\% + 2,21\%) * (1 - 22\%) = 3,3\%$$

Dermed kan lånerenten efter skat nu defineres som 3,3%, som vi skal bruge til at beregne WACC.

7.1.7 Fastsættelse af WACC – beregning heraf

Nu hvor alle tal er beregnet og alle forudsætninger er bestemt for at beregne WACC, er det blot at plotte tallene ind i formlen – det ser således ud:

$$WACC = 86\% * 5,67 + 14\% * 3,3\% = 5,44\%$$

Altså er WACC udregnet til at være 5,44%, som er dette vi vil bruge til værdiansættelsen af Carlsberg.

7.2 Værdiansættelse af Carlsberg

Først og fremmest skal aktiekursen pr. 31.12.2023 fastsættes, og så beregner vi vores bud på aktiekursen, hvor vi herefter sammenligner de to. Aktiekursen på Carlsberg B-aktien var pr. 31.12.2023 på kr. 822,49 pr. aktie (“Carlsberg B- Aktiekurs i realtid - Børsen Investor,” n.d.).

Vi har alle de informationer vi skal bruge, for at lave vores egen beregning og værdiansættelse af aktiekursen ved brug af RIDO. Værdiansættelsen er ligesom budgetteringen, baseret på tre scenarier, basisscenariet, det optimistiske scenarie og det pessimistiske scenarie, som vægter henholdsvis 60, 20 og 20 procent. Vores beregninger af værdiansættelsen i de forskellige scenarier kan ses i bilag 4-6.

I nedenstående figur, ses det værdien pr. aktie for de tre forskellige scenarier, samt deres vægtning ift. den endelige værdi pr. aktie. Værdien pr. aktie er baseret på samlede egenkapital i de forskellige scenarier, divideret med antal aktier. Den samlede egenkapital er i basisscenariet på mio. kr. 170.425, hvilket giver en værdi pr. aktie på kr. 1.240,75. I det optimistiske scenarie ender Carlsberg med en samlet egenkapital på mio. kr. 208.829, hvilket giver en værdi pr. aktie på kr. 1.520,34. I det pessimistiske scenarie ender Carlsberg med en samlet egenkapital på mio. kr. 135.086, hvilket giver en værdi pr. aktie på kr. 983,47. Det udformer sig i nedenstående figur:

	Værdi pr. Aktie (kr.)	Vægtning	
Basisscenariet	1.240,75	0,6	744,45
Optimistisk scenarie	1.520,34	0,2	304,07
Pessimistisk scenarie	983,47	0,2	196,69
Kurs			1.245,21

Figur 28 - Beregnet aktiekurs pr. 31.12.2023 - Egen tilvirkning

I ovenstående figur, ses det at når man tager vægtningen af de forskellige scenarier med i beregningen, så ender den værdiansættelsen af Carlsberg pr. aktie på kr. 1.245,21. Det er altså en del højere end aktiekursen på Carlsberg B-aktien som havde en kurs pr. aktie på kr. 822,49. Dette indikerer tydeligt, at ifølge vores beregninger, så er Carlsbergs aktiekurs pr. 31.12.2023, meget undervurderet – faktisk er vores beregning af aktiekursen 51% højere. Det ses samtidig, at alle tre scenarier faktisk er højere i vores beregninger end den aktuelle aktiekurs. Det tyder på at Carlsberg har gennemgået en svær tid med hele Rusland situationen, og at markedet måske har overreageret på dette. Vi vurderer derfor at Carlsberg går en lysere fremtid i møde, rent aktiekursmæssigt, hvorfor Carlsberg B-aktien må være en attraktiv investering for en investor.

7.2.1 Følsomhedsanalyse af værdiansættelsen

Størstedelen af værdiansættelsen er baseret på forudsætninger, skøn og estimater vi har sat tidligere i opgaven, hvorfor en følsomhedsanalyse er ideel at udarbejde. Følsomhedsanalysen vil være baseret på ændringer i WACC og EBIT, og kan derfor give et godt overblik over hvordan disse vil påvirke aktieværdien pr. aktie. I følsomhedsanalysen er der taget udgangspunkt i værdien pr. aktie for basisscenariet, da det er dette som vægter højest i værdiansættelsen.

7.2.1.1 Følsomhedsanalyse af WACC

I nedenstående figur, kan man danne sig et overblik over hvad en ændring i WACC på 0,25%point har på aktiekursen.

Ændring i WACC	Ændring	Værdi pr. aktie	+/- i%
-1,00%	567,23	1.812,44	46%
-0,75%	391,45	1.636,66	31%
-0,50%	241,66	1.486,87	19%
-0,25%	112,50	1.357,71	9%
0,00%	-	1.245,21	0%
0,25%	98,86	1.146,35	-8%
0,50%	186,42	1.058,79	-15%
0,75%	264,49	980,72	-21%
1,00%	334,53	910,68	-27%

Figur 29 - Følsomhedsanalyse af WACC - Egen tilvirkning

Her ses det i ovenstående figur, at en ændring på blot 0,25%point vil ændre aktiekursen mellem 8-9%. Et fald i WACC på 1%point, vil give en stigning i aktiekursen på hele 46%, mens en stigning i WACC på 1%point, vil give et fald i aktiekursen på 27%. WACC har især

stor betydning for Carlsberg, idet ejernes kapitalafkastkrav har den største vægtning på 86%, hvorfor en ændring kan betyde store udsving.

7.2.1.2 Følsomhedsanalyse af EBIT-margin

Det andet nøgletal vi laver en følsomhedsanalyse på, er EBIT-marginen, idet EBIT-marginen er vigtig for alle virksomheder, da denne viser virksomhedens indtjeningssevne og evne til at genere overskud. I nedenstående figur dannes der et overblik over hvad en ændring i EBIT-marginen betyder for Carlsbergs aktiekurs.

Ændring i EBIT	Ændring	Værdi pr. aktie	+/- i%
-3,00%	- 282,61	962,60	-23%
-2,00%	- 188,41	1.056,80	-15%
-1,00%	- 94,20	1.151,01	-8%
0,00%	-	1.245,21	0%
1,00%	94,20	1.339,41	8%
2,00%	188,41	1.433,62	15%
3,00%	282,61	1.527,82	23%

Figur 30 - Følsomhedsanalyse af EBIT-margin - Egen tilvirkning

Modsat WACC hvor det gav et større udsving i aktiekursen ved et fald end en stigning, så giver både stigning og fald i EBIT-marginen udsving i aktiekursen. Det kan altså ses at en ændring på blot 1%point i EBIT-marginen, giver et udsving på 8% i aktiekursen, mens en ændring på 3%point i EBIT-marginen, giver et udsving på 23% i aktiekursen.

7.2.2 Delkonklusion værdiansættelse af Carlsberg

Til brug for værdiansættelsen af Carlsberg har vi anvendt RIDO-metoden, da denne er baseret på aktuelle tal og budgetter. For at kunne benytte RIDO-metoden, skulle der først fastsættes og beregnes WACC, som består af flere komponenter, men i sidste ende giver et billede af ejernes og långivers afkastkrav. Her vægter ejernes afkastkrav dog højest, da den gennemsnitlige kapitalstruktur de seneste fem år forlyder som 86% egenkapital og 14% fremmedkapital.

Ved brug af WACC og budgetteringen som grundlag, blev der ved brug af RIDO-metoden, værdiansat en aktiekurs for Carlsberg. Denne gav en samlet aktiekurs pr. aktie på kr. 1.245,21, hvorimod den aktuelle kurs var på kr. 822,49 pr. aktie pr. 31.12.2023. Dette er altså 51%, hvilket ifølge vores beregninger tyder på at Carlsberg-aktien er undervurderet, og derfor attraktiv for en investor. Det fremgik dog også i følsomhedsanalysen, at aktiekursen er følsom over for udsving i både WACC og EBIT-marginen – dog virker det ikke sandsynligt, at

værdiansættelsen vil falde med 51%, hvorfor aktien stadig må vurderes attraktiv pr. 31.12.2023.

8. Konklusion

Vores problemformulering var udformet således, at vores formål med opgaven, var at vurdere Carlsbergs samlede værdi pr. 31.12.2023, samt om aktien var attraktiv som investering. Dette er gjort ved at udarbejde diverse analyser, hvorefter vi har beregnet vores bud på aktiekursen pr. 31.12.2023. Vores bud, har vi så sammenlignet med den aktuelle aktiekurs pr. 31.12.2023, for at vurdere om aktien kunne være attraktiv for en investor.

Ud fra de strategiske analyser, er vi kommet frem til nogle interne og eksterne forhold, som påvirker Carlsberg fremtidige drift og budget. De fundne forhold, påvirker Carlsbergs budget på forskellig vis, alt efter hvilket scenarie vi kigger på, et af de forhold der har påvirket de historiske tal og deres budget i Øst og Centraleuropa mest er krigen mellem Ukraine og Rusland, da det berører på mange aspekter.

Samtidig ser vi også at deres egne strategier "Sail '27" og "Together toward zero and beyond" har en indvirkning på deres organiske og stabile vækst i Vesteuropa, hvor de allerede er godt etableret og derfor forventes at have mere eller mindre vækst i alle tre scenarier af budgettet. Carlsberg benytter sig også i høj grad af den teknologiske udvikling for at opnå deres mål, i disse strategier og disse investeringer vil ultimativt også mindske deres driftsomkostninger.

Det ses at grundet deres stordriftsfordele, giver det dem store fordele i deres forretning i forhold til at kunne holde deres priser nede, grundet den store forhandlingsstyrke de har overfor deres leverandører, hvilket gør det muligt for dem at formå at vækste også under svære vilkår, som der har været de seneste år grundet de forskellige omtalte kriser.

Efter de strategiske analyser, udarbejdede vi en rentabilitetsanalyse. Det var her meget tydeligt at se de store udsving Carlsberg har oplevet. Stort set alle deres nøgletal har de seneste fem år været meget svingende, idet der er har været usædvanlige driftsposter i 2020, 2022 og 2023, som har påvirket dem ekstremt meget. Dette drejer sig i 2020 om COVID-19, hvor Carlsberg blev meget påvirket pga. diverse restriktioner m.m. som COVID-19 har medført sig. I 2022 og 2023, var det krigen mellem Rusland og Ukraine som havde rigtig stor indflydelse på Carlsberg – helt specifikt, frasalget af russiske aktiviteter.

Hvis man dog tog et spadestik dybere i rentabilitetsanalysen, og kiggede på de underliggende værdidrivere, kunne det ses, at Carlsberg indtjeningsevne aldrig har fejlet noget – det er simpelthen blot pga. disse usædvanlige driftsposter, at tallene i disse år ikke så for godt ud.

Det må derfor vurderes, at Carlsberg går en lysere fremtid i møde, hvis ikke Rusland-Ukraine krigen eskalerer. Dette er derfor medtaget i budgetteringen, hvor vi har udarbejdet tre forskellige scenarier for Carlsberg, da fremtiden altid er umulig at forudse. De tre scenarier er baseret på et basisscenarie, et optimistisk scenarie og et pessimistisk scenarie – alle tre med en budgetperiode på 10 år.

Ud fra ovenstående strategiske analyser, rentabilitetsanalysen samt budgetteringen, var det nu muligt at fastsætte aktiekursen ved brug af RIDO-metoden. Den aktuelle aktiekurs på Carlsberg B-aktien var d. 31.12.2023 på kr. 822,49 pr. aktie, hvorimod vores beregnede aktiekurs pr. 31.12.2023 var på kr. 1.245,21 pr. aktie. Dette svarer til en forskel på 51%, hvorfor aktien som udgangspunkt er attraktiv for en investor.

Slutteligt er en vigtig del af værdiansættelsen og betragtningen heraf, følsomhedsanalysen. Det er nemlig vigtigt at se om en lille ændring i nogle nøgletal eller forudsætninger, kan ændre om investeringen er attraktiv. Følsomhedsanalysen blev baseret på WACC og EBIT-marginen, hvor det viste sig at aktiekursen var følsom over for begge nøgletal. Dog var der ingen af de ændrede scenarier, hvoraf aktiekursen faldt med hele 51%, hvorfor vores beregnede aktiekurs i alle scenarier, lå over den aktuelle aktiekurs pr. 31.12.2023. Det må derfor konkluderes, at Carlsberg B-aktien pr. 31.12.2023, var en attraktiv aktie at investere i.

9. Figuroversigt

Figur 1 - Oversigt over opgaven - Egen tilvirkning	7
Figur 2 - Togehter Towards ZERO & Beyond - Annual Report 2023	13
Figur 3- Carlsberg Foundation - ("Organisational chart Carlsbergfondet," n.d.)	14
Figur 5 - Porters Generiske Strategier - ("Porters Generiske Strategier," n.d.)	17
Figur 6 - Ansoffs Vækstmatrix - ("Ansoffs vækstmatrix definition InvestEd," n.d.)	18
Figur 7 - Oversigt solgt mængde alkoholfri øl - Egen tilvirkning	23
Figur 8 - Porters Five Forces - ("MindTools Home," n.d.)	27
Figur 9 - Opsamling Porters Five Forces - Egen tilvirkning	33
Figur 10 - Omsætningssammenligning - Egen tilvirkning	34
Figur 11 - EBIT-margit sammenligning - Egen tilvirkning	35
Figur 12 - Reformuleret resultatopgørelse - Egen tilvirkning	37
Figur 13 - Reformuleret egenkapitalsopgørelse - Egen tilvirkning	38
Figur 14 - Reformuleret balance - Egen tilvirkning	40
Figur 15 – Metode 1: Beregning af Carlsbergs ROE - Egen tilvirkning	41
Figur 16 - Metode 2: Beregning af Carlsbergs ROE - Egen tilvirkning	43
Figur 17 - Beregning OG & AOH - Egen tilvirkning	45
Figur 18 - Common-size analyse - Egen tilvirkning	46
Figur 19 - Arbejdskapital omsætningshastigheder - Egen tilvirkning	48
Figur 20 - Anlægs kapital omsætningshastigheder - Egen tilvirkning	49
Figur 21 - Beregning inverse AOH - Egen tilvirkning	50
Figur 22 - SWOT-analyse - Egen tilvirkning	51
Figur 23 - Budgettering Vesteuropa - Egen tilvirkning	56
Figur 24 - Budgettering Øst- og Centraleuropa - Egen tilvirkning	57
Figur 25 - Budgettering Asien - Egen tilvirkning	58
Figur 26 - Samlet budgetteret vækstrate - Egen tilvirkning	58
Figur 27 - Markedsværdier & Kapitalstruktur - Egen tilvirkning	61
Figur 28 - Beregnet aktiekurs pr. 31.12.2023 - Egen tilvirkning	64
Figur 29 - Følsomhedsanalyse af WACC - Egen tilvirkning	65
Figur 30 - Følsomhedsanalyse af EBIT-margin - Egen tilvirkning	66

10. Bibliografi

Anbefalinger om alkohol [WWW Document], n.d. URL <http://www.sst.dk/da/Borger/En-sund-hverdag/Alkohol/Anbefalinger-om-alkohol> (accessed 5.12.24).

Annual Report 2021, n.d.

Annual Report 2022, n.d.

Annual Report 2023, n.d.

Ansoffs vækstmatrix definition | InvestEd, n.d. . Invested.dk. URL <https://www.invested.dk/encyclopedia/ansoffs-vaekstmatrix> (accessed 5.12.24).

Assenholt, J.P., 2024. Carlsberg fortsætter med at sætte priserne op [WWW Document]. Dagligvarehandlen. URL <https://dagligvarehandlen.dk/leverandoerer/carlsberg-fortsaetter-med-saette-priserne-op> (accessed 5.12.24).

Bidstrup, L., 2022. Alkoholfri øl fortsætter succesen. Bryggeriforeningen. URL <https://bryggeriforeningen.dk/alkoholfri-oel-fortsaetter-sin-succes/> (accessed 5.12.24).

Carlsberg årsrapporter 2019-2023, n.d.

Carlsberg A/S (CARL-B.CO) Stock Price, News, Quote & History - Yahoo Finance [WWW Document], n.d. URL <https://finance.yahoo.com/quote/CARL-B.CO> (accessed 5.12.24).

Carlsberg B- Aktiekurs i realtid - Børsen Investor [WWW Document], n.d. . Børsen Investor - dit dybdegående aktieunivers. URL <https://borsen.dk/investor/aktie/S1153/CARL-B/CarlsbergB> (accessed 5.12.24).

Carlsberg Group ESG Report 2023, 2023.

Carlsberg Group Human Rights Report 2023, 2023.

Carlsberg indgår aftale om salg af russiske bryggerier [WWW Document], 2023. URL <https://fodevarewatch.dk/fodevarewatch.dk> (accessed 5.12.24).

Carlsberg [WWW Document], n.d. URL <https://shop.carlsbergdanmark.dk/Betterments> (accessed 5.12.24).

Carlsbergs mest voksende kategori er i fremgang over hele branchen [WWW Document], n.d. URL <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article16843094.ece> (accessed 5.12.24).

Chok efter konkurs i Aarhus-bryggeri: Specialøl er en presset branche | stiften.dk [WWW Document], n.d. URL <https://stiften.dk/mad/chok-efter-konkurs-i-aarhus-bryggeri-specialoel-er-en-preset-branche> (accessed 5.12.24).

C.J.3.1.2.2 Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav - info.skat.dk [WWW Document], n.d. URL <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882> (accessed 5.12.24).

Danskerne handler bæredygtigt, men overser det digitale klimaaftryk | Advice Agency [WWW Document], n.d. URL <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13666435/danskerne-handler-baeredygtigt-men-overser-det-digiale-klimaaftryk?publisherId=12483580> (accessed 5.12.24).

Den Mobile Statistikbank - Dit udtræk [WWW Document], n.d. URL <https://m.statbank.dk/Data?lang=da> (accessed 5.12.24).

Denman, H., 2023. Carlsberg vil eksperimentere for at finde frem til fremtidens øl [WWW Document]. Dagligvarehandlen. URL <https://dagligvarehandlen.dk/produktudvikling/carlsberg-vil-eksperimentere-finde-frem-til-fremtidens-oel> (accessed 5.12.24).

Diverse 2023 & 2021 årsrapporter, ABInBev, Heineken & Royal Unibrew, n.d.

Færre danske bryggerier | Bryggeriforeningen [WWW Document], n.d. URL <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13781609/faerre-danske->

bryggerier?publisherId=13559943 (accessed 5.12.24).

Forbrugerprisindeks [WWW Document], n.d. URL

<https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/prisindeks/forbrugerprisindeks>
(accessed 5.12.24).

Hastrup, C., 2023. Tæt på hver anden danske sodavand er sukkerfri. Bryggeriforeningen. URL

<https://bryggeriforeningen.dk/taet-paa-hver-anden-danske-sodavand-er-sukkerfri/>
(accessed 5.12.24).

Hver anden forbruger tilvælger produkter fra bæredygtige virksomheder [WWW Document],

n.d. URL <https://www.pwc.dk/da/presse/meddelelser/2021/hver-anden-forbruger-tilvaelger-baeredygtige-virksomheder.html> (accessed 5.12.24).

Institut for Menneskerettigheder: Carlsberg lever ikke op til deres forpligtelser - Danwatch,

2023. URL <https://danwatch.dk/institut-for-menneskerettigheder-carlsberg-lever-ikke-op-til-deres-forpligtelser/> (accessed 5.12.24).

Investor Relations » Investor Home » FAQ « Carlsberg Group [WWW Document], n.d. .

Carlsberg Group. URL <https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/investor-home/faq/> (accessed 5.12.24).

januar 2024, T. d 16, januar 2024, kl 14 19 D. denne artikel D. denne artikel O. tirsdag d 16,

Kl. 14.19, 2024. Carlsberg køber en femtedel af specialbryggeriet Mikkeller [WWW Document]. Berlingske.dk. URL <https://www.berlingske.dk/content/item/1769976>
(accessed 5.12.24).

Kinesiske Yuan Renminbi valutakurs DKK [WWW Document], n.d. . Børsen Investor - dit dybdegående aktieunivers. URL

<https://borsen.dk/investor/valuta/Y24/KinesiskeYuanRenminbi> (accessed 5.12.24).

Klimaaftryk kan få Carlsberg til at skrotte leverandører [WWW Document], 2021. URL

<https://watchmedier.dk/watchmedier.dk> (accessed 5.12.24).

Konsekvenserne af klimaforandringerne - Europa-Kommissionen [WWW Document], n.d. URL https://climate.ec.europa.eu/climate-change/consequences-climate-change_da (accessed 5.12.24).

Kragballe, S., 2022. Verdens tre største bryggerier trækker fra - Carlsberg er blandt dem [WWW Document]. Finans. URL <https://finans.dk/erhverv/ECE14144223/verdens-tre-stoerste-bryggerier-traekker-fra-carlsberg-er-blandt-dem/> (accessed 5.12.24).

Markedsføring af alkohol | Alkohol & Samfund [WWW Document], 2019. URL <https://alkohologsamfund.dk/viden-om-alkohol/danmark-forstaar-at-markedsfoere-alkohol> (accessed 5.12.24).

MindTools | Home [WWW Document], n.d. URL <https://www.mindtools.com/at7k8my/porter-s-five-forces> (accessed 5.12.24).

Mød os » Historien bag « Carlsberg Danmark [WWW Document], n.d. . Carlsberg Danmark. URL <https://www.carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/> (accessed 5.12.24).

Mød os » Organisation « Carlsberg Danmark [WWW Document], n.d. . Carlsberg Danmark. URL <https://www.carlsbergdanmark.dk/mod-os/organisation/> (accessed 5.12.24).

Mortensen, C.A., 2022. Køber op for millioner: Dansk bryggerikæmpe vil vokse i Canada [WWW Document]. Finans. URL <https://finans.dk/erhverv/ECE14727378/carlsberg-koeber-waterloo-brewing-i-canada/> (accessed 5.12.24).

Neergaard, A.S.F., n.d. Forbruget af alkoholfri øl er steget markant på 10 år [WWW Document]. URL <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/bagtal/2023/2023-07-06-forbruget-af-alkoholfri-oel-er-steget-markant> (accessed 5.12.24).

Newsroom » Accelerate SAIL Sets Higher Long-Term Growth Ambitions « Carlsberg Group [WWW Document], n.d. . Carlsberg Group. URL <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/accelerate-sail-sets-higher-long-term->

growth-ambitions/ (accessed 5.12.24).

Newsroom » Carlsberg Ukraine presents one of the largest investment projects of 2023

« Carlsberg Group [WWW Document], n.d. . Carlsberg Group. URL

<https://www.carlsberggroup.com/newsroom/carlsberg-ukraine-presents-one-of-the-largest-investment-projects-of-2023/> (accessed 5.12.24).

Newsroom » Earth-Friendly Fizz: Carlsberg Sweden's New Investment Will Capture CO2 to

Put Bubbles in Beer « Carlsberg Group [WWW Document], n.d. . Carlsberg Group.

URL <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/earth-friendly-fizz-carlsberg-swedens-new-investment-will-capture-co2-to-put-bubbles-in-beer/> (accessed 5.12.24).

Newsroom » Ny teknologi elektrificerer Carlsbergs bryggeri « Carlsberg Danmark [WWW

Document], n.d. . Carlsberg Danmark. URL

<https://www.carlsbergdanmark.dk/newsroom/ny-teknologi-elektrificerer-carlsbergs-bryggeri/> (accessed 5.12.24).

Newsroom » Tuborg fortsætter som leverandør til Nibe Festival « Carlsberg Danmark [WWW

Document], n.d. . Carlsberg Danmark. URL

<https://www.carlsbergdanmark.dk/newsroom/tuborg-fortsaetter-som-leverandoer-til-nibe-festival/> (accessed 5.12.24).

NYT: Der sælges mindre alkohol og færre cigaretter [WWW Document], n.d. URL

<https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/nyt/NytHtml?cid=46163>
(accessed 5.12.24).

OECD forventer fortsat høj inflation verden over i 2023 [WWW Document], 2023. .

Politiken. URL <https://politiken.dk/danmark/oekonomi/art9265750/OECD-forventer-fortsat-h%C3%B8j-inflation-verden-over-i-2023> (accessed 5.12.24).

Officielle rentesatser [WWW Document], n.d. . Nationalbanken.dk. URL

<https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser-pengepolitik-og-dansk-oekonomi/officielle-rentesatser> (accessed 5.12.24).

oktober 2023, T. d 31, oktober 2023, kl 08 39 D. denne artikel D. denne artikel O. tirsdag d 31, Kl. 08.39, 2023. Prisstigninger i Europa redder Carlsberg fra tilbagegang [WWW Document]. Berlingske.dk. URL <https://www.berlingske.dk/content/item/1759196> (accessed 5.12.24).

Olesen, J., 2023. Salling Group presser leverandører: Nu skal priserne ned i supermarkedet [WWW Document]. Finans. URL <https://finans.dk/erhverv/ECE15597503/salling-group-vil-have-klart-svar-fra-leverandorer-saet-dagligvarepriserne-ned/> (accessed 5.12.24).

Olesen, J., Aagaard, J., 2022. Medie: Ukraine vil sætte Carlsberg på boykot-liste [WWW Document]. Finans. URL <https://finans.dk/erhverv/ECE13863313/medie-ukraine-vil-saette-carlsberg-paa-boykotliste/> (accessed 5.12.24).

Organisational chart | Carlsbergfondet [WWW Document], n.d. URL <https://www.carlsbergfondet.dk/en/About-the-Foundation/Organization/Organisational-chart> (accessed 5.12.24).

Porters Generiske Strategier [WWW Document], n.d. . Studieportalen.dk. URL <https://www.studieportalen.dk/kompendier/afsaetning/porters-generiske-strategier> (accessed 5.12.24).

Salg af alkohol og tobak [WWW Document], n.d. URL <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/erhvervsliv/handel/salg-af-alkohol-og-tobak> (accessed 5.12.24).

Selskabsskatten i Danmark sniger sig lige over gennemsnittet i EU [WWW Document], 2019. URL <https://policywatch.dk/policywatch.dk> (accessed 5.12.24).

Sørensen, O., n.d. Regnskabsanalyse og værdiansættelse, 7. udgave. ed. Sustainability » Case stories » Fibre Bottle. One step closer « Carlsberg Group [WWW Document], n.d. . Carlsberg Group. URL <https://www.carlsberggroup.com/sustainability/case-stories/fibre-bottle-one-step->

closer/ (accessed 5.12.24).

Sustainability » Our ambitions « Carlsberg Group [WWW Document], n.d. . Carlsberg Group. URL <https://www.carlsberggroup.com/sustainability/our-ambitions/> (accessed 5.12.24).

Tre virksomheder får kritik for markedsføring af alkohol | Alkoholreklamenævnet [WWW Document], n.d. URL <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13724035/tre-virksomheder-far-kritik-for-markedsforing-af-alkohol?publisherId=13560864> (accessed 5.12.24).

Trods pres fastholder Carlsberg russisk produktion [WWW Document], 2022. URL <https://fodevarewatch.dk/fodevarewatch.dk> (accessed 5.12.24).

Værtshus holder fast i Carlsberg-bojkot: - Vi får det tilbage, når de lukker i Rusland | TV2 ØST [WWW Document], n.d. URL <https://www.tv2east.dk/ringsted/vaertshus-holder-fast-i-carlsberg-bojkot-vi-faar-det-tilbage-naar-de-lukker-i-rusland> (accessed 5.12.24).

Who we are » About the Carlsberg Group » Integrated Supply Chain « Carlsberg Group [WWW Document], n.d. . Carlsberg Group. URL <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/integrated-supply-chain/> (accessed 5.12.24).

Who we are » About the Carlsberg Group » Our Strategy « Carlsberg Group [WWW Document], n.d. . Carlsberg Group. URL <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/our-strategy/> (accessed 5.12.24).

Bilag 1 – Basisscenarie budget

Basis	Historisk					Budgetperiode							Terminalår
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Resultatopgørelse													
Salgsvækst	16,91%	4,72%	2,37%	2,38%	2,03%	1,71%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,55%	1,55%
Kerne OG (salg) før skat I pct.	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%
Skatterate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Kerne OG (salg) efter skat I pct.	11,88%	11,14%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%
Balancen													
1/kerne AOH	0,80	0,68	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
Kerne andet driftsoverskud I pct.	1,68%	1,17%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
Basis	Historisk					Budgetperiode							Terminalår
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Resultatopgørelsen													
Nettoomsætning	70.265	73.585	75.328	77.124	78.690	80.033	81.265	82.518	83.790	85.083	86.397	87.732	89.091
Kerne driftsoverskud fra salg før skat	10.501	10.400	11.601	11.877	12.118	12.325	12.515	12.708	12.904	13.103	13.305	13.511	13.720
Kerne driftsoverskud fra salg efter skat	8.350	8.200	9.048	9.264	9.452	9.614	9.762	9.912	10.065	10.220	10.378	10.538	10.702
Kerne andre driftsindtægter efter skat	1.182	860	714	731	746	759	771	783	795	807	819	832	845
Samlet driftsoverskud	- 3.399	- 563	9.763	9.996	10.199	10.373	10.532	10.695	10.860	11.027	11.197	11.370	11.547
Balancen													
Kerne NDA	46.943	41.174	71.562	73.268	74.756	76.031	77.202	78.392	79.600	80.829	82.077	83.345	84.636

Bilag 2 – Optimistisk scenarie budget

Optimistisk	Historisk		Budgetperiode										Terminalår 2034
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
Resultatopgørelse													
Salgsvækst	16,91%	4,72%	4,27%	3,89%	3,33%	2,58%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,35%	2,35%	2,36%
Kerne OG (salg) før skat I pct.	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%
Skatterate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Kerne OG (salg) efter skat I pct.	11,88%	11,14%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%
Balancen													
1/kerne AOH	0,80	0,68	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Kerne andet driftsoverskud I pct.	1,68%	1,17%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
Optimistisk	Historisk		Budgetperiode										Terminalår 2034
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
Resultatopgørelsen													
Nettoomsætning	70.265	73.585	76.724	79.707	82.360	84.488	86.463	88.487	90.560	92.683	94.859	97.087	99.374
Kerne driftsoverskud fra salg før skat	10.501	10.400	11.816	12.275	12.683	13.011	13.315	13.627	13.946	14.273	14.608	14.951	15.304
Kerne driftsoverskud fra salg efter skat	8.350	8.200	9.216	9.574	9.893	10.149	10.386	10.629	10.878	11.133	11.394	11.662	11.937
Kerne andre driftsindtægter efter skat	1.182	860	728	756	781	801	820	839	859	879	900	921	942
Samlet driftsoverskud	- 3.399	- 563	9.944	10.330	10.674	10.950	11.206	11.468	11.737	12.012	12.294	12.583	12.879
Balancen													
Kerne NDA	46.943	41.174	57.543	59.780	61.770	63.366	64.848	66.365	67.920	69.512	71.144	72.815	74.531

Bilag 3 – Pessimistisk scenarie budget

Pessimistisk	Historisk						Budgetperiode						Terminalår
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Resultatopgørelse													
Salgsvækst	16,91%	4,72%	0,34%	0,36%	0,37%	0,58%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,66%	0,67%
Kerne OG (salg) før skat i pct.	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%	15,40%
Skatterate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Kerne OG (salg) efter skat i pct.	11,88%	11,14%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%	12,01%
Balancen													
1/kerne AOH	0,80	0,68	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Kerne andet driftsoverskud i pct.	1,68%	1,17%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
Pessimistisk	Historisk						Budgetperiode						Terminalår
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Resultatopgørelsen													
Nettoomsætning	70.265	73.585	73.839	74.102	74.375	74.806	75.301	75.800	76.302	76.809	77.319	77.833	78.352
Kerne driftsoverskud fra salg før skat	10.501	10.400	11.371	11.412	11.454	11.520	11.596	11.673	11.751	11.829	11.907	11.986	12.066
Kerne driftsoverskud fra salg efter skat	8.350	8.200	8.869	8.901	8.934	8.986	9.045	9.105	9.165	9.226	9.288	9.349	9.412
Kerne andre driftsindtægter efter skat	1.182	860	700	703	705	709	714	719	724	728	733	738	743
Samlet driftsoverskud	- 3.399	- 563	9.570	9.604	9.639	9.695	9.759	9.824	9.889	9.955	10.021	10.087	10.155
Balancen													
Kerne NDA	46.943	41.174	84.914	85.217	85.531	86.026	86.596	87.170	87.748	88.330	88.917	89.508	90.104

Bilag 4 – Basisscenarie værdiansættelse

Basisscenariet	Historisk					Budgetperiode						Terminalår
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
DO	- 563	9.763	9.996	10.199	10.373	10.532	10.695	10.860	11.027	11.197	11.370	11.547
NDA	41.174	71.562	73.268	74.756	76.031	77.202	78.392	79.600	80.829	82.077	83.345	84.636
ROIC		23,71%	13,97%	13,92%	13,88%	13,85%	13,85%	13,85%	13,85%	13,85%	13,85%	13,85%
RIDO (wacc =5,44%)	5,44%	7.523	6.103	6.213	6.306	6.396	6.495	6.595	6.697	6.800	6.905	7.013
Diskonteringsfaktor (1+5,44) ¹		1,0544	1,1118	1,1722	1,2360	1,3032	1,3741	1,4489	1,5277	1,6108	1,6985	
PV af RIDO		7.135	5.489	5.300	5.102	4.908	4.726	4.552	4.384	4.222	4.066	
PV RIDO t.o.m. 2035	49.883											
Vækstfaktor fra 2036, g	1,5%											
Terminalværdi (TV)											180.210	
PV af TV	106.102											
Enterprise Value	197.159											
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	- 24.219											
Værdi af egenkapital	172.940											
Minoritetsinteresser	- 2.515											
Værdi af ordinær egenkapital (majoriteten)	170.425											
Værdi pr. Aktie (kr.)	1.240,75											

Bilag 5 - Optimistisk scenarie værdiansættelse

Optimistisk scenarie	Historisk	Budgetperiode										Terminalår
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
DO	563	9.944	10.330	10.674	10.950	11.206	11.468	11.737	12.012	12.294	12.583	12.879
NDA	41.174	57.543	59.780	61.770	63.366	64.848	66.365	67.920	69.512	71.144	72.815	74.531
ROIC		24,15%	17,95%	17,86%	17,73%	17,68%	17,68%	17,69%	17,69%	17,69%	17,69%	17,69%
RIDO (wacc =5,44%)	5,44%	7.704	7.200	7.422	7.590	7.759	7.941	8.127	8.317	8.513	8.713	8.918
Diskonteringsfaktor (1+5,44) ^t		1,0544	1,1118	1,1722	1,2360	1,3032	1,3741	1,4489	1,5277	1,6108	1,6985	
PV af RIDO		7.306	6.476	6.332	6.140	5.954	5.779	5.609	5.444	5.285	5.130	
PV RIDO t.o.m. 2035	59.454											
Vækstfaktor fra 2036, g	2,36%											
Terminalværdi (TV)											229.181	
PV af TV	134.935											
Enterprise Value	235.563											
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	- 24.219											
Værdi af egenkapital	211.344											
Minoritetsinteresser	- 2.515											
Værdi af ordinær egenkapital (majoriteten)	208.829											
Værdi pr. Aktie (kr.)	1.520,34											

Bilag 6 - Pessimistisk scenarie værdiansættelse

Pessimistisk scenarie	Historisk	Budgetperiode										Terminalår
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
DO	- 563	9.570	9.604	9.639	9.695	9.759	9.824	9.889	9.955	10.021	10.087	10.155
NDA	41.174	84.914	85.217	85.531	86.026	86.596	87.170	87.748	88.330	88.917	89.508	90.104
ROIC		23,24%	11,31%	11,31%	11,34%	11,34%	11,34%	11,34%	11,34%	11,34%	11,34%	11,35%
RIDO (wacc =5,44%)	5,44%	7.330	4.985	5.003	5.042	5.079	5.113	5.147	5.181	5.216	5.250	5.285
Diskonteringsfaktor (1+5,44) ^t		1,0544	1,1118	1,1722	1,2360	1,3032	1,3741	1,4489	1,5277	1,6108	1,6985	
PV af RIDO		6.952	4.483	4.268	4.079	3.898	3.721	3.552	3.391	3.238	3.091	
PV RIDO t.o.m. 2035	40.675											
Vækstfaktor fra 2036, g	0,67%											
Terminalværdi (TV)											135.827	
PV af TV	79.971											
Enterprise Value	161.819											
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	- 24.219											
Værdi af egenkapital	137.601											
Minoritetsinteresser	- 2.515											
Værdi af ordinær egenkapital (majoriteten)	135.086											
Værdi pr. Aktie (kr.)	983,47											