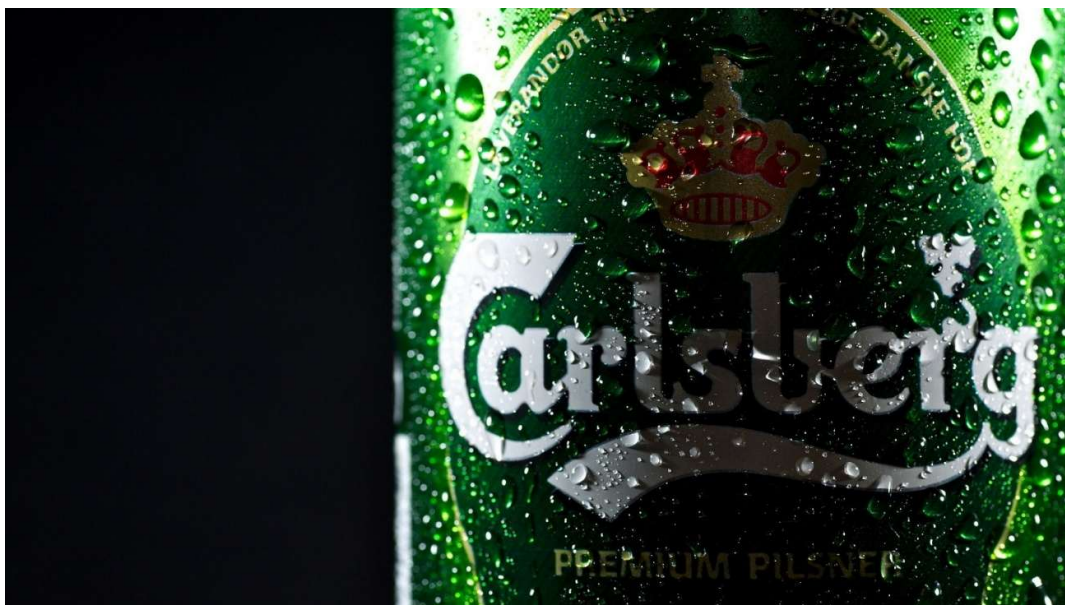




AALBORG UNIVERSITET

VÆRDIANSÆTTELSE AF CARLSBERG A/S

HD2 Regnskab og Økonomistyring – Afhandling forår 2026



Navn: Mathilde Bak Skov & Simon Wall Jensen

Studienummer: 20212214 & 20221915

Dato: 12. maj 2026

Antal anslag: 131.972 (55 sider)

Vejleder: Morten Holm Enggaard

Indholdsfortegnelse

Abstract	3
Indledning	4
Problemstilling	4
Problemformulering.....	4
Afgrænsning.....	4
Metode	6
Virksomhedsbeskrivelse	9
Virksomhedens historie	9
Aktiekursens historik	10
Strategisk analyse	11
Intern analyse	11
Værdikædeanalyse	11
Generiske strategier.....	17
Ansoffs vækstmatrix	17
Delkonklusion	18
Ekstern analyse	19
Porters Five Forces	19
PESTEL-analyse	24
Delkonklusion	27
Regnskabsanalyse	27
Reformuleringer.....	28
Reformuleret resultatopgørelse	28
Reformuleret balance	30
Rentabilitetsanalyse	31
Egenkapitalens forrentning (ROE).....	32
Afkastningsgraden (ROIC).....	33
Overskudsgraden (EBIT%)	34
Aktivernes omsætningshastighed (AOH).....	35
Soliditetsgrad	35
Finansiell Gearing (FGEAR)	36
Branchenøgletal.....	37

Delkonklusion	39
Opsamling på analyser.....	39
SWOT-analyse.....	39
Budgettering	42
Omsætning.....	42
Vesteuropa	43
Central- og Østeuropa og Indien.....	43
Asien	44
Samlede omsætning	44
Driftsomkostninger.....	44
EBITDA	46
Afskrivninger	47
Effektiv skattesats	47
Arbejdskapital	47
CAPEX	48
Delkonklusion	48
Værdiansættelse	49
Det Frie Cash Flow (FCF)	50
Fastsættelse af WACC.....	51
Beta	51
Risikofri rente	52
Markedsrisikopræmie	52
Kapitalstruktur	53
Lånerenten efter skat	54
Terminalvækst	55
DCF-modellen	56
Følsomhedsanalyse.....	57
Multipel analyse.....	58
Konklusion	60
Bibliografi	62

Abstract

The purpose of this thesis is to evaluate whether Carlsbergs share is under- or overvalued. To reach this conclusion, the history of the share price as well as internal and external analyses are first reviewed and analyzed, to gain an understanding of the company. The information collection is primarily based on the qualitative methodology, which includes internet sources, articles and books. After that, the quantitative methodology is primarily used in the rest of the thesis, including for profitability analysis based on the historical annual reports for the period 2021 to 2025. The most significant key figures will be analyzed and the development in these will be examined and explained. The thesis will then consist of a budget period from 2026 to 2030, which will be the necessary assumptions for the later valuation. After the budget period, the free cash flow, cost of capital (WACC) and terminal growth will be calculated, so that all the prerequisites are ready to prepare a valuation based on the Discounted Cash Flow (DCF) model. Finally, the calculated share value will be compared with a multiple analysis for a sanity check, and a sensitivity analysis will be presented to emphasize the sensitivity of individual factors.

The strategic analyses conclude that Carlsberg has a solid market position and is a world-famous brand with an efficient and integrated value chain. Carlsberg achieves economies of scale, has a stable supply of raw materials, and has strong product- and technology development. Carlsberg must be adaptable to change in consumer behavior in connection with greater demand for non-alcoholic products. The profitability analysis pointed out that Carlsberg has been economically affected by external conflicts in recent years. Including COVID-19 and the war between Ukraine and Russia, have particularly negatively affected profitability. Despite these external challenges, Carlsberg has managed to maintain increasing revenue and stable gross margins. Carlsberg remains at a competitive level compared to Royal Unibrew and Ab InBev. The budget period from 2026 to 2030 is based on Carlsberg's SAIL'27 strategy as well as the other conclusions from the above analysis and other information available. A more stable level has been budgeted for the next five years.

The theoretical share price is estimated at DKK 882, which is DKK 47 higher than the actual share price of DKK 835. The share price is therefore slightly underestimated by approximately 5,61%. The result is based on a WACC of 5% and terminal growth of 1,75%. The sensitivity analysis clearly shows that minor changes in either WACC or terminal growth affect the share price significantly. However, the theoretical share price is supported by a multiple analysis, which is close to the same result, indicating a realistic calculated estimate.

Indledning

Problemstilling

Carlsberg er et verdenskendt brand med stabil indtjening og gode finansielle resultater igennem mange år. På trods af Carlsbergs indtjening, robusthed og generelt gode omtale, tyder det på at aktiekursen er meget følsom. Dette leder til spørgsmålet om, hvorvidt Carlsbergs aktie er over- eller undervurderet.

Problemformulering

Nærværende afhandling skal belyse hvorvidt Carlsbergs aktie var over- eller undervurderet på baggrund af 2025 regnskabet. Afhandlingen vil præsentere en teoretisk aktiekurs, som vil udfordre den faktiske aktiekurs på børsen. Følgende problemformulering har til formål at afdække dette:

Var Carlsbergs aktiekurs over- eller undervurderet pr. 31. december 2025, da virksomhedens årsrapport for 2025 blev offentliggjort?

Følgende underspørgsmål er udarbejdet til besvarelse af ovenstående problemformulering:

- Hvordan har aktiekursen historisk set udviklet sig?
- Hvilke strategiske interne og eksterne faktorer påvirker Carlsberg?
- Hvordan ser Carlsbergs rentabilitet og regnskabsmæssige udvikling ud de seneste fem år og hvad er forventningerne til fremtiden?
- Hvordan kan Carlsbergs fremtidige indtjening og pengestrømme budgetteres?
- Hvad udgør den teoretiske aktiekurs og de underliggende kapitalomkostninger samt hvor følsom er værdiansættelsen overfor eventuelle ændringer?

Afgrænsning

Afgrænsning af afhandlingen har til formål at definere, hvad afhandlingen skal indeholde og ikke indeholde. Den bidrager til at fastlægge afhandlingens rammer ved at tydeliggøre, hvilke perspektiver og problemstillinger der indgår i analysen.

Samtidig redegør afgrænsningen for relevante forhold, som kunne inddrages i afhandlingen, men som bevidst er fravalgt for at fastholde et klart fokus i analyserne. Formålet er dermed at sikre, at afhandlingen forholder sig indenfor det valgte emneområde og målrettet arbejder henimod at besvare både problemformuleringen og de tilhørende underspørgsmål. Afhandlingen vil tage udgangspunkt i analyser og modeller, som beskrives i metodeafsnittet nedenfor.

Der kan desuden forekomme begrænsninger, f.eks. i datagrundlaget undervejs i opgaven. Dette kan skyldes manglende adgang til relevante data eller at en eventuel dataindsamling vil være uforholdsmæssigt ressourcekrævende, i forhold til opgavens omfang og tidsmæssige rammer.

Afhandlingen afgrænses til, at der i den strategiske analyse primært tages udgangspunkt i et begrænset geografisk område. Der fokuseres primært på det danske marked, men de globale markeder undersøges kort i forbindelse hermed, for at opnå en retvisende vurdering af Carlsbergs forretning.

Med henblik på regnskabsanalysen tages der udgangspunkt i Carlsbergs offentliggjorte årsrapporter for perioden 2021-2025. Der afgrænses til en 5-årig periode, da perioden vurderes at være tilstrækkelig til en retvisende vurdering af Carlsbergs økonomiske forhold. Budgetperioden afgrænses ligeledes til en 5-årig periode og valget af periodens længde begrundes senere i budgetteringen.

Afhandlingen fokuserer på en værdiansættelse af Carlsberg ved anvendelse af Discounted Cash Flow / DCF-modellen, hvor udvalgte faktorer – herunder påvirkningen fra strategiske og regnskabsmæssige forhold, inddrages i analysen. DCF-modellen er valgt, fordi den betragtes som en anerkendt værdiansættelsesmetode, og er særligt velegnet til en etableret og velkonsolideret virksomhed som Carlsberg, der ikke befinder sig i en opstartsfase. På den baggrund vurderes Carlsberg at passe godt til den type virksomheder, som DCF-modellen typisk anvendes på. Afhandlingen afgrænser sig derfor fra anvendelsen af andre værdiansættelsesmetoder, men andre værdiansættelsesmetoder vil dog anvendes for et ”sanity check”.

Med henblik på at vurdere, om der foreligger en økonomisk attraktiv investeringsmulighed, sammenlignes den teoretiske aktiekurs med den faktiske aktiekurs. I forbindelse hermed gennemføres en følsomhedsanalyse for at belyse, hvordan ændringer i centrale forudsætninger kan påvirke værdiansættelsen af Carlsberg.

Der indsamles derudover kun oplysninger frem til, hvad der anses for væsentligt i relation til afhandlingens omfang. Opstår der nye væsentlige informationer, tages dette med til den mundtlige afhandling.

Der er ikke udarbejdet en reformulering af egenkapitalopgørelsen, da de centrale nøgletal og sammenhænge, der er nødvendige for regnskabsanalysen, allerede fremgår af den reformulerede resultatopgørelse og balance, hvor de relevante drifts- og finansieringsposter identificeres og omklassificeres. Deraf er egenkapitalens udvikling allerede afledt og tilfører ikke yderligere analytisk værdi.

En egentlig vækstanalyse er fravalgt, grundet opgavens omfang. Analysen vil teoretisk set være mest korrekt at udarbejde, men i stedet baseres vækstforudsætningerne på historiske udviklingstræk, strategiske initiativer og de overordnede markedsforhold, hvilket vurderes tilstrækkeligt til at understøtte en realistisk og konsistent budgetperiode. Dette muliggør en dybere fokus på de centrale elementer i værdiansættelsen uden at udvide opgavens omfang unødigt.

Grundet opgavens omfang, er vurdering af Carlsbergs regnskabskvalitet fravalgt. Regnskabskvalitet anvendes typisk til at identificere potentielle skævheder, manipulation eller usikkerheder i regnskabstallene, men Carlsbergs rapportering er kendetegnet ved høj transparens, omfattende noteoplysninger og en veletableret revisionspraksis. Regnskabstallene vurderes på den baggrund at være tilstrækkeligt pålidelige.

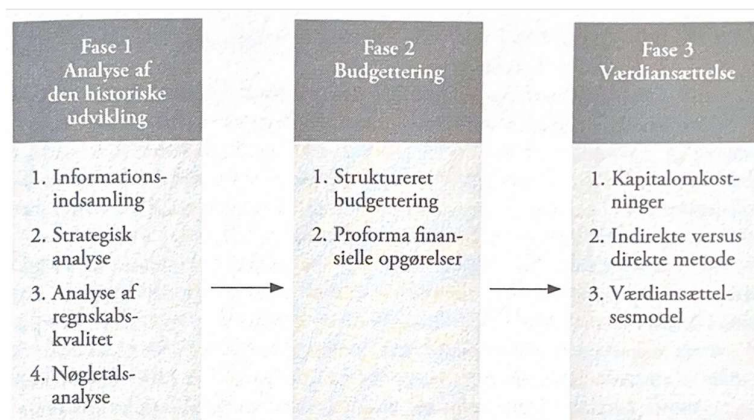
Der er ikke udarbejdet en komplet komparativ rentabilitetsanalyse, da dette ville kræve en reformulering af sammenlignelige virksomheders resultatopgørelse og balance, som ville være den korrekte teoretiske løsning. Af hensyn til omfanget af opgaven er dette fravalgt, da det er væsentligt tidskrævende og det vil være nødvendigt at udarbejde strategiske analyser af hver virksomhed først, for at opnå så korrekt baggrundsviden om de sammenlignelige virksomheder, som overhovedet muligt.

Metode

Formålet med metodeafsnittet er at beskrive de metodiske overvejelser, som er anvendt til besvarelse af problemformuleringen. Rapporten er bygget op efter Blooms taksonomiske niveau, som starter med den redegørende del af Carlsberg og aktiekursens historik til forståelse af virksomheden.

Dernæst foretages der interne og eksterne strategiske analyser. Af interne analyser tages der udgangspunkt i værdikædeanalyse, Porters generiske strategier og Ansoffs vækstmatrice, for at afdække de interne organisatoriske faktorer og strategier. De eksterne analyser består af en PESTEL-analyse og Porters Five Forces, som danner grundlag for eksterne faktorer, der kan påvirke Carlsberg som virksomhed. Dernæst udarbejdes der en regnskabsanalyse med udgangspunkt i en reformuleret resultatopgørelse og balance samt en rentabilitetsanalyse af de væsentligste områder i Dupont-pyramiden. Ovenstående interne og eksterne analyser samt regnskabsanalyse, bliver sammenkoblet i en SWOT-analyse til klarhed over virksomhedens fordele, ulemper, muligheder og trusler. En kombination af strategisk analyse og regnskabsanalyse, en såkaldt fundamentalanalyse, giver et samlet overblik over virksomheden og dens nøgletal og regnskaber samt anvendes eksplicit til at understøtte de forudsætninger, der indgår i budgetteringen og værdiansættelsen. Dernæst bliver der lavet budgettering med indblik i omsætning, driftsomkostninger, arbejdskapital mv. som danner grundlag for en værdiansættelse ud fra DCF-modellen samt en følsomhedsanalyse. Begrundelsen for valg af værdiansættelsesmodel er beskrevet ovenfor i afgrænsningen. Afslutningsvis konkluderes og vurderes det hvorvidt aktiekursen er over- eller undervurderet.

Regnskabsanalysen er baseret på historiske årsregnskaber og finansielle værdidrivere, hvorimod værdiansættelsen er baseret på fremtidige, budgetterede årsregnskaber. Dette medfører en god historisk gennemgang af hvad der er sket og hvordan fremtiden ser ud. Faserne i værdiansættelsen fremgår af nedenstående billede.



(Sørensen, 2012)

Af dataindsamlingsteknikker er der primært anvendt kvalitative og kvantitative metoder til besvarelse af problemformuleringen. Den kvalitative data består af internetkilder, artikler og bøger til brug for indsamling af information og baggrundsviden af Carlsberg som helhed. Den kvantitative data er den primære anvendelse til besvarelse af underspørgsmålene i problemformuleringen. Den består af analyse af regnskabs- og nøgletal, ud fra de offentliggjorte årsrapporter for Carlsberg. Denne anvendelse af mixed methods skaber en bedre forståelse for opgaven og løfter troværdigheden af de anvendte kilder.

De anvendte metoder i afhandlingen øger den interne validitet, da der er en klar sammenhæng mellem antagelser, valgte modeller og konklusionen. Den anvendte metode passer til formålet med afhandlingen. Den eksterne validitet er mere begrænset, eftersom det er en værdiansættelse ud fra én virksomhed i branchen. Det vil ikke være muligt at opnå samme resultater, ved at foretage samme undersøgelse og analyse af andre virksomheder i samme branche, men der kan anvendes samme fremgangsmåde. Reliabiliteten af afhandlingen er på nogle analysepunkter høj og på andre mere begrænset. Der er høj reliabilitet ved regnskabsanalysen, da den er udarbejdet på grundlag af offentliggjorte regnskaber. Det må her forventes at enhver anden analytiker, vil komme frem til de samme nøgletal, med forbehold for hvert sit subjektive skøn på reformuleringen af resultatopgørelsen og balancen. Reliabiliteten er mindre ved DCF-modellen og beregningen af værdiansættelsen, da den primært er baseret på subjektive skøn og er meget følsom overfor små ændringer. Dette ligger ligeledes til grund for, hvorfor der i afhandlingen udarbejdes en følsomhedsanalyse.

Afhandlingen har primært en deduktiv tilgang, da der er draget konklusioner ud fra generelle modeller og eksisterende teorier. Det vil sige, at der til en vis grad er en forventning til udfaldet af undersøgelsen af problemformuleringen. Samtidig er der induktive elementer i branchenøgletallene og multiple analysen, da observationerne fra de sammenlignelige virksomheder anvendes til at vurdere Carlsbergs værdi. Der er i samme omfang anvendt en delvis analogisk tilgang, da Carlsberg sammenlignes med to andre sammenlignelige virksomheder i samme branche.

Kildehåndteringen overholder den akademiske standard, da størstedelen af kilderne er anerkendte lærebøger og artikler samt Carlsbergs offentliggjorte årsrapporter, som er pålidelige sekundære datakilder. Alle anvendte kilder i afhandlingen er refereret til løbende, når disse er anvendt jf. akademisk standard.

Virksomhedsbeskrivelse

Virksomhedens historie

Carlsberg blev grundlagt i 1847 af J.C. Jacobsen i Valby Bakke udenfor København. Bryggeriet blev opkaldt efter hans søn Carl og bakken ("bjerg"), hvor byggeriet dengang lå. Tyve år efter brænder Carlsberg ned. Branden forårsagede, at store dele af produktionen blev ødelagt. Hurtigt genopbyggede J.C. Jacobsen bryggeriet og samtidig moderniserede han det. Efterfølgende begynder den store eksport af øl til udlandet i 1868, som blev starten på Carlsbergs internationale eventyr. Carlsberg Laboratorium oprettes i 1875, med det formål at fremme forskning indenfor brygning og naturvidenskab, ikke kun til gavn for Carlsberg, men også for hele bryggeriindustrien. Igennem Laboratoriet blev en metode udviklet til at rendyrke gær, hvilket blev en formue værd for Carlsberg, som dannede grundlaget for moderne lagerøl og blev frit delt med andre bryggerier. Året efter stifter J.C. Jacobsen, Carlsberg Fondet, som har til formål at lede Carlsberg Laboratorium og støtte dansk naturvidenskabelig forskning (Carlsberg Danmark, 2026k).

Der opstår i 1882 uenigheder mellem J.C. Jacobsen og hans søn, Carl Jacobsen. Konflikten ender med at Carl Jacobsen etablerer sit eget bryggeri 'Ny Carlsberg'. Efter rivaliseringen mellem far og søn, fusioneres 'Gamle Carlsberg' og 'Ny Carlsberg' i 1906, under ledelse af Carl Jacobsen. Blot to år inden fusionen, blev den første pilsner lanceret med navnet "Carlsberg Pilsner" (Carlsberg Danmark, 2026k).

I perioden 1913 til 1932 øger Carlsberg sin internationale vækst samt udvider, eksporterer og etablerer sig internationalt. Derudover gennemføres samarbejder og investeringer i udlandet, og Carlsberg styrker sin position som et af de førende bryggerier. I 1968 fusionerer Carlsberg med bryggeriet Tuborg, som medfører en stærk dansk bryggerikoncern som øger Carlsbergs internationale konkurrencedygtighed. Det største opkøb i Carlsbergs historie sker i 2008, hvor koncernen sammen med Heineken, overtager det britiske bryggeri Scottish & Newcastle. Opkøbet styrker især Carlsbergs position i Østeuropa (Carlsberg Danmark, 2026k).

Carlsberg A/S er det juridiske børsnoterede moderselskab og Carlsberg Group dækker over hele Carlsberg koncernen, herunder datterselskaber såsom Carlsberg Danmark A/S (Carlsberg Fondet, 2024). Carlsbergs historie må siges at være innovativ, videnskabelig og international. Historien og dens hovedpunkter har dermed gjort Carlsberg til en af verdens største bryggerikoncerner i dag og et brand som alle mennesker kender til.

Aktiekursens historik

Aktiekursen har generelt været stigende de seneste mange år og når et fornuftigt niveau i 2019, hvor den topper med 878 kr. pr. aktie. Herefter sker der et stort dyk i marts 2020 og aktiekursen falder til 605 kr. pr. aktie. Det store dyk skyldes COVID-19 krisen, som medførte nedlukninger af blandt andet barer, restauranter og events. Dernæst stabiliserer markedet sig og aktiekursen formår at stige igen, helt op til over 1.000 kr. pr. aktie i 2021. Derefter kommer der et nyt dyk i aktiekursen i marts 2022, som følge af Carlsbergs udmelding om salgs- og produktionsstop i Rusland og udtræden af landet, grundet Ruslands invasion af Ukraine (Reuters, 2022). I årene fra 2022 og frem, er der stigende råvarepriser og inflation samt større usikkerhed på aktiemarkedet. Forhandlingerne om udtræden af Rusland tager lang tid og flere faktorer i perioden påvirker aktiens store kurssving. Aktiekursen topper igen til over 1.000 kr. pr. aktie i maj 2023, da Carlsberg fortsat fik indtjening fra deres russiske forretning Baltika Breweries (Carlsberg Group, 2024a). Efterfølgende falder og stiger aktiekursen helt frem til december 2024, hvorefter Carlsberg meddelte endelig aftale om salg af den russiske forretning og Carlsberg er nu helt ude af Rusland, efter flere års forhandlinger og konflikter (The Moscow Times, 2024). Aktiekursen faldt i august 2025, da Carlsbergs halvårsrapport blev offentliggjort og regnskabsudviklingen landede lidt under forventningerne (Carlsberg Group, 2025). Efterfølgende er aktiekursen steget og endte på 835 kr. pr. aktie, den sidste bankdag i december 2025. Efter årsskiftet er aktiekursen jf. nedenstående billede fortsat stigende og cirkulerer omkring 1.000 kr. pr. aktie, som følge af årsregnskabet for 2025 blev offentliggjort.



(Børsen, 2026)

Strategisk analyse

Til supplerung af virksomhedens beskrivelse og aktiekursens historik, udarbejdes der en strategisk analyse af de ikke-finansielle aktiviteter i virksomheden. Der bliver undersøgt og analyseret på de interne forhold samt de eksterne forhold. Resultatet af de strategiske analyser skal vise, hvordan Carlsbergs interne kompetencer kombineres og tilpasses til omverdenen. Til opsummering heraf, er det relevant at betragte Carlsbergs interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler, som inddrages i en SWOT-analyse.

Intern analyse

De interne forhold skal klarlægge om Carlsberg har konkurrencemæssige fordele samt hvilken konkurrencestrategi og vækststrategi, som virksomheden udøver. På baggrund heraf udarbejdes der interne analyser ved hjælp af Porters Værdikæde, Porters Generiske Strategier samt Ansoffs Vækstmatrix.

Værdikædeanalyse

Michael Porters værdikæde gennemgår en virksomheds støttende aktiviteter og primære aktiviteter, som tilsammen udgør værdien, som kunden er villig til at betale for. Det er alt sammen aktiviteter i virksomheden som skal identificere, hvorvidt de skaber værdi for kunden og om der er eventuelle omkostningsbesparelser.

Primære aktiviteter

Carlsberg har en integreret forsyningskæde som samler indkøbsfunktion, produktionsfunktion, logistikfunktion og planlægningsfunktion samme sted. Carlsberg kalder det for ”Integrated Supply Chain” eller ISC, som er et bryggerinetværk der håndterer de globale indkøbsprocesser, logistiktjenester, bryggeriteknologi og planlægning gennem hele forsyningskæden i virksomheden (Carlsberg Group, 2026a).

Indgående logistik

I Carlsberg handler den indgående logistik primært om køb af råvarer såsom humle, bygmalt og vand. Carlsberg får primært alle råvarer fra det danske landbrug. Senest i 2025 offentliggjorde Carlsberg deres nye aftaler med blandt andet producenterne DLG, Fuglsang og Viking Malt, om levering af mange tons bygmalt. Det leverede malt bliver til mere end 100 mio. liter øl i 2025 og 2026 (Carlsberg Danmark, 2025). Råvarer som gær og humle er udviklet primært gennem forskningen på Carlsberg Laboratorium (Home of Carlsberg, 2026). Derudover tapper Carlsberg selv vandet fra nærliggende kilder ved bryggerierne, hvor blandt andet 90% af vandet ved bryggeriet i Fredericia bliver genanvendt (Tækker, 2022). Carlsberg forsøger derfor som udgangspunkt at anvende lokale leverandører og dansk landbrug. Ved indkøb af større mængder fra leverandørerne, får Carlsberg muligheden for at opnå stordriftsfordele og kan forhandle bedre priser hos leverandørerne.

Produktion

Produktionen i Carlsberg omfatter primært ølbrygning, som er hovedpunktet i Carlsbergs forretning. Carlsberg producerer deres produkter i 32 lande, både i Vesteuropa, Central- og Østeuropa, Indien og Asien (Carlsberg Group, 2026b). I Danmark foregår den primære produktion i Fredericia siden 2008 og derudover en mindre produktion af specialøl i Valby. Ved den globale tilstedeværelse betyder det, at Carlsberg har foretaget større økonomiske investeringer i globale produktionslokationer, hvor der ligeledes må forventes at være løbende vedligeholdelse af maskiner, inventar mv. som eventuelt øger Carlsbergs omkostninger. Omvendt må det forventes at investeringerne i produktionen, må give et overskud og positivt afkast på længere sigt. Derudover har Carlsberg mulighed for udnyttelse af stordriftsfordele, hvilket betyder at Carlsberg kan producere mere uden det koster ekstra pr. enhed produceret. Det vil sige, at de kan øge produktionen og formindske de gennemsnitlige enhedsomkostninger.

Udgående logistik

Den udgående logistik vedrører distribution af produktet ud til kunderne, som primært er supermarkeder, barer, restauranter, kiosker mv. På globalt plan har Carlsberg en afdeling, Export & License, som er ansvarlige for hele Carlsberg koncernens eksport- og licensforretning i de lande og markeder, hvor Carlsberg endnu ikke har deres eget bryggeri. Derfor samarbejder de med lokale aktører om brygning og distributionen.

Ved hjælp af aktørerne og et godt partnerskab er Carlsberg til stede i mere end 100 lande verden over (Carlsberg Group, 2026b). Carlsbergs stærke relationer med de udenlandske aktører påvirker distributionen af produkterne positivt. I Danmark foregår distributionen fra Fredericia, Aalborg og Høje Taastrup (Carlsberg Danmark, 2026a). Den centraliserede produktion og den globale tilstedeværelse øger effektiviteten af distributionen ud til kunderne og markederne. Samtidig har Carlsbergs produkter været i supermarkederne, restauranterne og barerne i mange år og virksomheden har over længere tid, opnået en solid forretningsmæssig forbindelse i detailbranchen. Ovenstående gør det som forbruger nemt, hurtigt og let tilgængeligt at købe Carlsbergs produkter.

Markedsføring og salg

Markedsføring og salg omhandler de salgskanaler som Carlsberg anvender. Carlsberg anvender blandt andet tv-reklamer, sponsorater ifm. sportsbegivenheder, sociale medier og kampagner. Carlsberg holder nøje øje med markedsføringslovgivningen og lægger vægt på at uddanne deres medarbejdere i de gældende regler. Alt markedsføringsmateriale bliver juridisk gennemgået inden offentliggørelse, i forhold til markedsføring af alkohol (Carlsberg Danmark, 2026b). Carlsberg har i forbindelse med en ny undersøgelse fra Tuborg, markedsført sig med kampagnen ”Drik Med Respekt”, som er med til at inspirere unge til en anderledes alkoholkultur (Carlsberg Danmark, 2025). Carlsberg er desuden kendt på deres mangeårige slogan ”Probably the best beer in the world”, hvor Mads Mikkelsen fik hovedrollen i reklamen i perioden 2017-2022 (Carlsberg Group, 2022). I foråret 2025 lancerede Carlsberg en ny kampagne ”Smager lidt mere af Danmark”, som fokuserer mere på det nationale. Denne kampagne er Carlsbergs største kommunikationsindsats i mange år i Danmark, som skulle styrke det følelsesmæssige bånd mellem Carlsberg og danskerne (Terney, 2025). Overordnet set er Carlsberg et meget velkendt brand og med stor kendskabsgrad, både nationalt og internationalt.

Service

Service i ølbranchen er primært service i forbindelse med salget til detailbranchen, hvor Carlsberg opretholder et godt samarbejde med restauranter, barer og supermarkeds kæder for at opretholde en langvarig holdbar forretningsforbindelse.

Derudover tilbyder Carlsberg en service i form af udlejning og levering af fadølsanlæg og eventudstyr til både privatpersoner og erhvervskunder, herunder restauranter og barer (Carlsberg Danmark, 2026c). Hvis der opstår problemer med det lejede udstyr, har Carlsberg også en direkte kommunikationskanal til kundeservice herpå. Herudover tilbyder Carlsberg en generel kundeservice som f.eks. forbrugerservice, hvis en forbruger har spørgsmål til produkter, skoleopgaver, konkurrencer mv. Carlsberg har i samme omfang kundeservice for erhvervskunder, til besvarelse af spørgsmål til produkter, priser, leverancer, bestilling af eventudstyr mv. (Carlsberg Danmark, 2026d). Det vil sige, at Carlsberg lægger stor vægt på at have en tilstrækkelig kundeservice, som kan hjælpe med alle forbrugernes spørgsmål og udfordringer både før, under og efter salg.

Støtteaktiviteter

Carlsberg Gruppen oprettede i Polen i 2006, Carlsberg Shared Services (CSS), dvs. Carlsbergs fællestjenester, som er et uafhængigt servicecenter, som assisterer andre virksomheder i Carlsberg-gruppen. Servicecenteret består af mere end 450 medarbejdere, hvis primære formål er at assistere de europæiske markeder med økonomistyring, intern kontrol, indkøb, planlægning, logistik mv. som er væsentlige opgaver i Carlsberg Gruppen. Det er et servicecenter i konstant udvikling, som holder skarpt øje med nye teknologier, AI, arbejdsmetoder, reducere driftsomkostninger og eventuelle kvalitetsforbedringer (Carlsberg Group, 2026c). Dette er en væsentlig støtteaktivitet i Carlsbergs hverdag, hvor virksomheden har let tilgængelig hjælp og overvågning over Carlsberg Gruppens logistik, økonomi, planlægning mv.

Indkøb

Carlsbergs indkøbsafdeling er til for at sikre en jævn fordeling og forsyning af input, kontrollere forsyningsrisici og reducere kompleksiteten i forsyninger samt forhandle attraktive priser hos leverandørerne. Carlsberg drager fordele af længerevarende relationer til deres leverandører, og kan på baggrund heraf få attraktive priser (Carlsberg Group, 2026d). De attraktive priser hos leverandørerne kommer i sidste ende forbrugeren til gode, da Carlsberg kan prissætte deres egne produkter ud fra samme vilkår. Højere priser hos leverandørerne kan medføre prisstigninger ud til slutforbrugeren.

Derfor betyder gode og attraktive priser hos leverandørerne, at Carlsberg ikke er nødsaget til at sætte priserne op over for forbrugerne, hvilket tiltrækker Carlsbergs kunder. Carlsberg har optimeret samarbejdet med deres leverandører igennem implementering af Ariba-løsningen, som er et nyt indkøbssystem (Carlsberg Group, 2026d). Systemet skal hjælpe med at forenkle, digitalisere og automatisere købsprocessen. Carlsbergs medarbejdere i indkøbsafdelingen kan bestille råvarer direkte ud fra leverandørernes webkataloger, hvilket gør hele processen mere effektiv og enklere. Alt dette er med til at sikre en effektiv råvareforsyning, som sørger for stabil produktion, kvalitet og i sidste ende fortjeneste.

Teknologi

Carlsberg lægger stor vægt på at producere og udvikle så bæredygtigt og genanvendeligt som muligt. Carlsbergs målsætning er at alt emballage i bryggeriet skal indgå i den cirkulære økonomi inden 2030, dvs. at emballagen skal kunne genbruges (Carlsberg Danmark, 2022). Carlsberg har allerede investeret i og udviklet emballager som er mere bæredygtige, herunder "Returflasken", "DraughtMaster" og "Fiberflasken". "Returflasken" går ud på, at når forbrugerne afleverer en flaske i baren eller i en returautomat, så fragter Carlsberg flasken retur, hvor den vaskes grundigt og bliver genanvendt – helt op til 30 gange, før glasset bliver smeltet om til nye flasker. Denne returflaske udleder i gennemsnit 80% mindre CO₂, end flasker der ikke genbruges (Carlsberg Danmark, 2022). Samme bæredygtighed gør sig gældende ved "DraughtMaster" og "Fiberflasken". "DraughtMaster" er et bæredygtigt fadølsanlæg som mindsker øl spild, svarende til 1. mio. liter øl om året. "Fiberflasken" er et innovationssamarbejde om at lave en biobaseret, nedbrydelig ølflaske som kan genbruges. Den biobaseret ølflaske udleder 80% mindre CO₂, end en engangsflaske (Carlsberg Danmark, 2022). Disse initiativer viser Carlsbergs bæredygtige fokusområder i produktudviklingen.

Derudover bliver der udforsket og udviklet nye produkter mv. i Carlsbergs Laboratorium. Carlsberg forsker f.eks. i nye typer byg med særlige egenskaber, som kan føre til nye og forbedrede byg-varianter, som giver forbedret kvalitet, bæredygtighed eller smag. Carlsberg har udviklet FIND-IT, som er en ultrahurtig screeningsteknologi udviklet i "Carlsberg Laboratorium". Carlsbergs ledelse har desuden besluttet at investere yderligere i projektet og har derfor investeret i virksomheden Traitomic, som skal hjælpe med at udbrede teknologien (Home of Carlsberg, 2026). På baggrund heraf kan det understreges, at Carlsberg både investerer i produkter, produktudvikling og bæredygtighed.

Menneskelige ressourcer

De menneskelige ressourcer omfatter Carlsbergs evne til at rekruttere, motivere, uddanne og fastholde medarbejdere i virksomheden, så det både bliver en attraktiv arbejdsplads og Carlsberg får de rette medarbejdere med de rette kompetencer. Carlsberg har nogle principper i forhold til fordeling af roller og ansvar i virksomheden. Carlsberg kalder det for ”Triple A” som står for Alignment, Accountability og Action, dvs. tilpasning, ansvarlighed og handling (Carlsberg Danmark, 2026e). Dette er tre faktorer som Carlsberg lægger vægt på, for at opnå en god kultur og godt teamsamarbejde. Carlsberg tilbyder forskellige praktikpladser til studerende som er i gang med uddannelse, samt lærlinge- og lærepladser som chauffør, lager- og logistikmedarbejder mv. (Carlsberg Danmark, 2026f). Ved at motivere, uddanne og fastholde sine medarbejdere, opnår medarbejderne bedre kompetencer, som i sidste ende bidrager positivt til kundernes oplevelse af virksomheden. Det gælder både de rette medarbejder i laboratoriet, indkøbsafdelingen, salgskonsulenter, chauffører, marketingschef mv. Der er i sidste ende brug for alle, som er en del af virksomhedens samlede mål.

Virksomhedens infrastruktur

Infrastrukturen handler om hvordan Carlsberg er organiseret og struktureret, herunder forhold vedrørende ledelsen og direktionen, anvendelse af IT-systemer, strategiske beslutninger og øvrige administrative funktioner. Carlsberg er ledelsesmæssigt bygget op på den måde, at der er en direktion for Carlsberg Group, en ledergruppe for Carlsberg Danmark samt en bestyrelse. Direktionen for Carlsberg Group står for koncernens strategiske udvikling globalt set, samt for at sikre sammenhæng og mål i hele koncernen (Carlsberg Group, 2026e). Ledergruppen for Carlsberg Danmark er ansvarlig for de strategiske beslutninger på det danske marked, samt sikre målsætningen for Carlsberg i Danmark (Carlsberg Danmark, 2026g). Bestyrelsens rolle er beslutninger om større investeringer, politikker, langsigtede forpligtelser, risikostyring, revisionsspørgsmål og øvrige driftsmæssige forhold (Carlsberg Group, 2026f). Med denne brede vifte af mange forskellige roller såsom finansdirektør, kommunikationsdirektør, marketingschef, IT-chef, Supply Chain direktør mv. bliver de daglige opgaver og ansvarsområder tilstrækkeligt fordelt og medarbejderne med hver sit ansvarsområde, får udnyttet hver deres kompetencer.

Denne decentralisering og specialisering fordeler beslutningskraft til forskellige niveauer i virksomheden. Dette gør ligeledes beslutningerne hurtigere at gennemføre, da der er færre involverede i processen.

Generiske strategier

Porters generiske strategier er et værktøj til at vurdere kombinationen af omkostningsfordele og unikke produkter på et stort eller lille marked. Carlsberg er det fjerde største bryggeri i verden og det største i Danmark med en markedsandel på ca. 54% (Frandsen, 2020). Dette gør klart Carlsberg til markedsleder, specielt i Danmark og Skandinavien. I den forbindelse har Carlsberg en konkurrencemæssig fordel, at virksomheden opnår stordriftsfordele og dermed lavere omkostninger. Derfor er Carlsberg primært omkostningsleder på markedet.

Carlsberg investerer i forskellige slags produkter, herunder Premium-produkter og alkoholfrie produkter, som gør nogle af produkterne i sortimentet mere unikke end andre. Med 705 forskellige produkter på verdensplan (Carlsberg Group, 2026g) og 117 forskellige produkter i Danmark (Carlsberg Danmark, 2026h), bærer det præg af at Carlsberg i et vidt omfang forsøger at differentiere sig. Den primære konkurrencestrategi er dog omkostningsleder, som består af en stor markedsandel og lave omkostninger, primært i forbindelse med stordriftsfordele.

Ansoffs vækstmatrix

Ansoffs vækstmatrix er et værktøj til at vurdere vækstmuligheder igennem nuværende produkter eller nye produkter, samt nuværende markeder eller nye markeder. Carlsberg har lanceret deres SAIL'27-strategi, som er en strategi i perioden 2022-2027. Strategien omhandler vækst gennem øgede investeringer, prioritering af geografiske områder og bæredygtighed, samt et mål om organisk vækst på 4-6% (Carlsberg Group, 2024b). Et af fokusområderne i SAIL'27, er at øge væksten af Premium produkter igennem øgede markedsføring og brandopbygning. Derudover vil Carlsberg igennem investeringer, øge salget af "Beyond Beer", som er produkterne udover almindelig øl, såsom alkoholfrie øl og cider (Carlsberg Group, 2024b). Disse to vækststrategier er på nuværende produkter, som er på det nuværende marked, hvorfor strategien herfor er markedspenetrering.

Et andet fokusområde i SAIL'27-strategien er fokus på væksten i Asien, som er Carlsbergs største marked. Carlsberg vil både øge salget i nuværende byer samt forberede sig på salget i nye byer. Det samme gør sig gældende i Vietnam og Indien, at Carlsberg udvikler på det eksisterende marked og samtidig ser ind i salgsmuligheder på nye markeder i nye byer (Carlsberg Group, 2024b). Ydermere skal købet af det britiske Britvic nævnes, som viser Carlsbergs evne til markedsudvikling igennem opkøb. Disse strategier viser, at markedspenetrering er det primære fokusområde og markedsudvikling er det sekundære.

Derudover udvikler og forsker Carlsberg løbende i produkter og udviklingsmuligheder igennem Carlsberg Laboratorium. Dette bærer præg af produktudvikling som vækststrategi, som består af udvikling af nye produkter på nuværende markeder. Overordnet set anvender Carlsberg primært markedspenetrering som vækststrategi, men har ligeledes fokus på markedsudvikling igennem nye byer samt produktudvikling igennem Carlsberg Laboratorium. Derfor vokser Carlsberg igennem intensivering, hvilket vil sige at virksomheden udvider sin markedsposition med baggrund i tre af de fire alternativer.

Delkonklusion

Ved at integrere funktionerne i en integreret forsyningskæde (ISC), udnytter Carlsberg sine aktiver bedre og standardiserer nogle processer, som forøger hastigheden og effektiviteten og i sidste ende forbedrer kundeservicen og kundetilfredsheden. Carlsberg opnår stordriftsfordele, hvilket medfører lavere omkostninger, som gør det muligt at udbyde deres egne produkter til mere fordelagtige priser. Den centraliserede produktion og den globale tilstedeværelse, øger effektiviteten af distributionen ud til kunderne og markederne. Den primære konkurrencestrategi består af en stor markedsandel og lave omkostninger, primært i forbindelse med stordriftsfordele. Carlsberg anvender primært markedspenetrering som vækststrategi, men har fokus på markedsudvikling igennem nye byer, samt produktudvikling igennem Carlsberg Laboratorium. Derfor vokser Carlsberg igennem intensivering, hvilket vil sige at virksomheden udvider sin markedsposition med baggrund i tre af de fire alternativer. Carlsberg har en strategi om organisk vækst på 4-6%, men foretager samtidig opkøb af eksisterende udbydere, når det giver strategisk mening for virksomheden. Overordnet set befinder Carlsberg sig et solidt sted i markedet, både baseret på markedsandele i Danmark og resten af verden, samt den store kendskabsgrad og det velkendte brand verden over.

Carlsberg fokuserer både på bæredygtighed, produkter og produktudvikling, hvilket bidrager positivt til Carlsbergs markedsposition og i sidste ende kundetilfredsheden. De identificerede stordriftsfordele og den omkostningsledende position, forventes at afspejle sig i stabile driftsmarginer og en acceptabel ROIC i regnskabs- og rentabilitetsanalysen.

Ekstern analyse

I den eksterne analyse af Carlsberg, analyseres virksomhedens omgivelser med udgangspunkt i dens makro- og mikromiljø. En analyse af PESTEL og Porters Five Forces bruges til at identificere muligheder og trusler, som Carlsberg ikke direkte kontrollerer og som kan komme til at have indvirkning på bryggeriindustrien.

Porters Five Forces

Porters Five Forces er en brancheanalysemodel, som er udviklet af Michael Porter. Modellen anvendes til at vurdere konkurrencesituationen i en branche og identificerer fem centrale kræfter, som har betydning for en virksomheds konkurrenceevne og muligheder for at skabe profit. Disse kræfter omfatter truslen fra nye indtrængere, købernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke, truslen fra substituerende produkter samt graden af konkurrence mellem eksisterende virksomheder i branchen.

Kundernes forhandlingsstyrke

Carlsbergs kundegruppe kan opdeles i to kategorier: On-trade og Off-trade. Begge kategorier opererer på B2B-markedet.

I On Trade betjener de mere end 15.000 kunder og omfatter en bred vifte af salgssteder, herunder diskoteker, værtshuse, cafeer, festivaler, arbejdspladser og zoologiske haver samt mange andre typer virksomheder. Kunderne i On Trade, kan handle på Carlsbergs webshop og benytte kundeportalen ”Carlsberg Online”, hvor kunderne kan bestille drikkevarer online, læse om de nyeste kampagner og bestille reklamematerialer. (Carlsberg Danmark, 2026i).

Carlsbergs kunder i Off Trade omfatter kunder indenfor detail- og convenience segmentet, såsom supermarkeder, kiosker og tankstationer. Fælles for disse salgssteder er, at produkterne købes i butikken, men efterfølgende bliver taget med og indtaget et andet sted. (Carlsberg Danmark, 2026i).

Kundernes forhandlingsstyrke vurderes til at være middel til høj, alt efter salgskanalen. Der vurderes at være en høj forhandlingsstyrke hos kunderne i Off Trade, da de omfatter f.eks. store supermarkeds kæder, som indkøber store partier af produkter og kan presse priserne. De har også nemt ved at skifte til andre konkurrenter.

Der vurderes en lav til middel forhandlingsstyrke hos kunderne i On Trade, som f.eks. omfatter restauranter/diskoteker/barer osv. Carlsberg har en brandloyalitet og meget høj præference hos forbrugerne i Danmark, hvor især Tuborg Pilsner og Classic sælges i store mængder i restaurationsbranchen, på barer og diskoteker. Salget af alkoholfri øl er tilsvarende steget med 40% i 2023, i forhold til året før og bliver mere populært blandt danskerne (Carlsberg Danmark, 2023).

Substituerende produkter

Af drikkevarer tilbyder Carlsberg flere forskellige slags, men øl er kendetegnet ved Carlsberg og er det produkt, som der er solgt mest af gennem tiden. Der findes flere substitutter til øl, blandt andet vin, spiritus, cider, alkoholfrie drikkevarer, sodavand og energidrikke. Hvis forbrugerne vælger disse produkter i stedet for øl, kan det reducere efterspørgslen efter Carlsbergs produkter. Dog imødekommer Carlsberg denne problemstilling, ved allerede at udvikle på andre produkter til forbrugerne. Særligt ændrede forbrugsvaner med større fokus på sundhed og moderat alkoholforbrug har øget interessen for alkoholfri og lavalkoholiske alternativer.

Samtidig oplever markedet en stigende efterspørgsel efter alkoholfri øl og andre alkoholfrie drikkevarer, hvilket både kan ses som en trussel og en mulighed for Carlsberg. For at imødekomme denne udvikling har Carlsberg i 2025 udvidet sin produktportefølje med 50 nye alkoholfrie produkter, hvor 6% af det samlede øl volumen i Carlsbergs markeder i Vesteuropa samt Central- og Østeuropa udgjorde alkoholfri øl. (Carlsberg Group, 2025, p. 19). På den måde forsøger Carlsberg at fastholde forbrugere, der ellers kunne vælge andre drikkevarer.

Derudover kan pris og tilgængelighed også påvirke substitutionen. Hvis alternative drikkevarer bliver billigere eller mere tilgængelige, kan det øge sandsynligheden for, at forbrugerne vælger disse frem for øl. Derfor arbejder Carlsberg løbende med produktudvikling, branding og innovation for at fastholde sin position i et marked med mange alternative produkter.

Samlet set vurderes truslen fra substituerende produkter at være middel til relativt høj, da forbrugerne har mange alternative drikkevarer at vælge imellem. Carlsberg forsøger dog at reducere denne trussel ved at tilpasse sit produktsortiment til ændrede forbrugsmønstre.

Trusler fra nye udbydere

Truslen fra nye udbydere er en vigtig faktor i Porters Five Forces, da nye konkurrenter kan øge konkurrencen, reducere markedsandele og presse priser samt marginer. For Carlsberg gælder det, at øl- og drikkevaremarkedet er attraktivt, hvilket gør det interessant for nye aktører – både små håndværksbryggerier men også internationale spillere, at træde ind på markedet.

I de senere år har markedet set en stigning i mikrobryggerier og craft beer-producenter, som tilbyder nicheprodukter med unikke smagsoplevelser. Disse nye aktører kan tiltrække forbrugere, der søger specialøl eller alternative øltyper. Antallet af danske bryggerier stiger og det kan potentielt reducere efterspørgslen efter Carlsbergs mainstream-produkter. (Mikro Bryggerier, 2026). Stigningen i antallet af danske bryggerier er dog inklusive alle lokale bryghuse, som ikke vurderes for at konkurrere på samme marked som Carlsberg, og dermed ikke udgør en større trussel for Carlsbergs position i markedet.

Samtidig kan nye aktører i alkoholfri- og lavalkoholsegmentet udgøre en trussel, da Carlsberg selv har udvidet sin portefølje af alkoholfri øl og drikkevarer. Forbrugere som ønsker innovative smagsoplevelser eller bæredygtige alternativer, kan vælge nye mærker frem for etablerede brands, hvis Carlsberg ikke formår at følge med trends og forbrugerpræferencer.

Dog har Carlsberg nogle beskyttende faktorer, som gør det sværere for nye konkurrenter at trænge ind. Blandt andet har Carlsberg etableret distributionsnetværk i hele verden, inklusive Off Trade og On Trade, som primære kunder. Carlsberg er et kendt og stærkt brand, der skaber høj kundeloyalitet. Carlsberg har en stor produktionskapacitet, der gør at jo mere Carlsberg producerer, jo billigere bliver det at fremstille hver enkelt enhed, fordi faste omkostninger fordeles over flere produkter, og Carlsberg kan udnytte effektiviseringer i produktionen, indkøb og distribution. Dette er noget som nye aktører ofte ikke kan matche.

Truslen fra nye udbydere vurderes samlet set for at være lav, da markedet allerede må antages at være mættet og der allerede er etableret de største aktører på markedet, som der er plads til. Muligheden for at nye indtrængere ville få økonomisk succes er væsentlig lav.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Fremstilling af øl kræver primært standardiserede råvarer som byg, malt, humle og vand. Disse produkter handles på flere internationale markeder og kan leveres af mange forskellige leverandører. Det begrænser leverandørernes indflydelse, fordi bryggerier som Carlsberg nemt kan skifte leverandør, hvis priserne stiger eller kvaliteten ikke lever op til forventningerne. Omkostningerne ved at skifte leverandør er som regel lave, hvilket yderligere reducerer leverandørernes forhandlingskraft.

Omvendt stilles der nu krav til, at flere råvarer skal komme fra et bæredygtigt landbrug. Carlsberg har et mål om, at halvdelen af Carlsbergs råvarer i 2032 skal være dyrket efter bæredygtige principper, i forventningen om at reducere deres klimaaftryk og sikre en mere modstandsdygtig forsyningskæde. (Finans.dk, 2026). Det vil derimod styrke leverandørernes forhandlingsevne, fordi ikke alle leverandører kan leve op til standarderne. Det vil reducere udbuddet fra leverandører, og de tilbageværende leverandører som udøver bæredygtigt landbrug, vil blive mere værdifulde og efterspurgt.

Når det drejer sig om emballagematerialer, som glasflasker og aluminiumsdåser, kan leverandørernes magt være en smule højere. Der findes færre store producenter globalt, og produktionen kræver ofte kapitalintensive investeringer samt særlige standarder og udstyr.

Det vurderes, at leverandørernes forhandlingsstyrke i branchen generelt er lav til middel, ud fra ovenstående betragtninger.

Konkurrencesituationen i branchen

Bryggeriindustrien er karakteriseret ved en høj grad af konkurrence mellem store internationale bryggerikoncerner, samt en lang række regionale og lokale producenter. Carlsberg opererer i et globalt drikkevaremarked, hvor konkurrencen blandt andet foregår på pris, brandstyrke, produktinnovation, produktportefølje og distributionskanaler. Samtidig varierer konkurrenceforholdene betydeligt mellem forskellige geografiske markeder afhængigt af forbrugernes præferencer, regulering og styrken af lokale konkurrenter.

På globalt plan konkurrerer Carlsberg primært med andre store bryggerikoncerner såsom AB InBev, Heineken og China Resources Snow Breweries. Disse virksomheder har betydelige markedsandele og stærke internationale brands, hvilket bidrager til en intens konkurrencesituation i mange markeder. (Johansen, 2024). Samtidig møder Carlsberg også konkurrence fra mindre bryggerier og lokale producenter, der ofte har en stærk position i deres respektive hjemmemarkeder.

Årsrapporten for 2025 fremhæver desuden konkrete eksempler på konkurrencepres i enkelte regioner. I gennemgangen af det asiatiske marked fremgår det f.eks. at Carlsbergs volumen i Vietnam faldt i 2025, hvilket blandt andet skyldtes intensiveret konkurrence i begyndelsen af året. Dette illustrerer, hvordan lokale markedsforhold og konkurrenters aktiviteter kan påvirke virksomhedens salg og markedsposition. Derudover oplever virksomhedens energidrikkeforretning i Cambodia et betydeligt konkurrencepres fra andre producenter. (Carlsberg Group, 2025, p. 28).

Udover den traditionelle konkurrence inden for ølmarkedet, står Carlsberg også overfor stigende konkurrence fra andre drikkevarekategorier. Forbrugernes præferencer har i stigende grad bevæget sig i retning af alkoholfri øl, energidrikke og læskedrikke, hvilket betyder at bryggerier i højere grad konkurrerer med virksomheder fra andre dele af drikkevareindustrien. Som en del af sin strategi, har Carlsberg derfor arbejdet på at udvide sin produktportefølje og styrke sin position inden for flere drikkevarekategorier.

I denne forbindelse opkøbte Carlsberg i 2025 den britiske drikkevarevirksomhed, Britvic. Formålet med opkøbet var blandt andet at styrke Carlsbergs position på markedet for læskedrikke, og dermed reducere afhængigheden af det traditionelle ølmarked. Opkøbet bidrager således til at diversificere virksomhedens forretning og giver Carlsberg mulighed for at konkurrere bredere i den samlede drikkevareindustri. (Carlsberg Group, 2025, p. 14).

Samlet set viser årsrapporten, at konkurrenceforholdene udgør en central faktor for virksomhedens strategiske beslutninger. For at opretholde og styrke sin markedsposition arbejder Carlsberg derfor løbende med innovation, brandopbygning, opkøb, effektiv distribution og udvikling af nye produkter, der kan imødekomme ændrede forbrugerpræferencer.

PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er et udbredt analyseværktøj, der anvendes til at undersøge de eksterne forhold, som påvirker en virksomhed. Modellen giver et bredt overblik over de faktorer i virksomhedens omgivelser, der kan have både positive og negative indflydelser på virksomhedens aktiviteter og udvikling. PESTEL står for seks centrale dimensioner i analysen: politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige faktorer. Samlet bidrager disse elementer til en bedre forståelse af de eksterne rammevilkår, der kan påvirke virksomhedens muligheder og trusler.

Politiske forhold

Carlsberg opererer globalt og påvirkes derfor af politiske forhold. I de senere år har Carlsberg været væsentligt påvirket af politiske begivenheder, i en verden præget af forandring, uro og øget fokus på sundhed. Særligt COVID-19-pandemien samt Ruslands invasion af Ukraine, har haft stor betydning, og har i høj grad påvirket virksomhedens strategiske beslutninger og planlægning.

Selvom Carlsberg arbejder aktivt på at forudse og løbende håndtere politisk usikkerhed, kan dette være vanskeligt, da sådanne situationer ofte medfører uforudsigelige reguleringer og uventede begivenheder, som kan være svære at planlægge efter.

Aktuelt i dag, vurderes Rusland at have udgjort en væsentlig udfordring for Carlsberg, da dette marked historisk set har haft stor betydning for Carlsbergs forretning og aktiviteter. Samtidig viser krigen, at Carlsberg er i stand til at træffe strategiske beslutninger under høj usikkerhed, blandt andet ved at trække sig ud af Rusland og samtidig investere i Ukraine trods krigen. Dertil fokuserer Carlsberg på fleksible forsyningskæder, diversificering og scenarieplanlægning for at kunne reagere hurtigt på kriser som geopolitik og klimaforandringer (McKinsey & Company, 2025).

Økonomiske forhold

Carlsberg påvirkes i høj grad af makroøkonomiske faktorer såsom inflation, valutakurser og renter, da disse er med til at påvirke Carlsbergs økonomiske forhold og efterspørgsel fra forbrugerne.

Inflation

Inflation påvirker Carlsberg primært gennem stigende produktionsomkostninger og ændret forbrugeradfærd. Der har de seneste år været høj inflation både i Danmark og i resten af verden. Krigen i Ukraine har presset både fødevarer- og energipriserne op. Rusland og Ukraine er store fødevarereksportører og invasionen førte hurtigt til markante prisstigninger, som stadig ligger højere end før krigen. Samtidig blev Europas afhængighed af russisk gas tydelig og begrænsede leverancer fik gas- og elpriserne til at stige kraftigt (Nationalbanken, 2025).

Valuta

Carlsberg har aktiviteter over hele verden og håndterer derfor en bred vifte af valutaer. I Europa, hvor størstedelen af landene anvender euro, eller har deres valuta knyttet til euroen ligesom i Danmark, er kursudsvingene generelt begrænsede, hvilket betyder at risikoen for valutakursrelaterede justeringer er relativt lav. Ifølge Nationalbanken er valutareserven steget til 687,3 mia. kr., primært pga. Nationalbankens nettokøb af valuta. Dertil har Nationalbanken ikke interveneret direkte i valutamarkedet for at stabilisere kronekursen i februar 2026. (Nationalbanken, 2026). Det betyder for Carlsberg at en stærk valutareserve kan indikere, at Nationalbanken er godt rustet til at stabilisere kronekursen overfor euroen, hvilket reducerer risikoen for store udsving i kronen og den dermed forbliver stabil. Valutarisikoen på eksportindtægter og udenlandske investeringer bliver derfor midlertidigt lavere for Carlsberg.

Sociokulturelle forhold

I Danmark ses en tydelig ændring i danskernes alkoholvaner. Ifølge en undersøgelse foretaget af Ipsos for Carlsberg Group, har 64% af danskerne indenfor de seneste fem år reduceret deres alkoholforbrug eller er begyndt at moderere det. (Carlsberg Group, 2026h). Der ses et øget fokus på sundhed. To ud af tre forbrugere viser sig at være åbne overfor, at prøve øl med lavere alkoholindhold, eller vælge det som deres primære alternativ. Carlsberg har på baggrund heraf udviklet Carlsberg Nordlyst, som er det første produkt i den nye portefølje og som skal være med til, at åbne et nyt vækstområde på ølmarkedet. Den indeholder 2,5% alkohol, hvilket svarer til cirka halvdelen af en klassisk pilsner.

Generelt viser markedet en stigende interesse for øl med lavere alkoholprocent og alkoholfrie øl. Disse produkter har gennemgået en stor vækst de senere år, hvilket udspiller sig af at forbrugerne begynder at ændre adfærd og er mere bevidste om deres sundhed.

Teknologiske forhold

Bryggeriindustrien har i stigende grad mulighed for at udnytte teknologi og AI-løsninger til at optimere hele værdikæden – fra landbrug til færdigt produkt. Carlsberg udnytter disse muligheder gennem forskning i råvarer og digitale investeringer. Forskning og innovation spiller en central rolle i udviklingen af nye råvarer til ølproduktionen hos Carlsberg. En af de vigtigste ingredienser i øl er byg, som efter spiring bliver til malt. Malt har stor betydning for øllets smag, farve og skum samt fungerer som næringskilde for gæren under brygningen. Det er derfor altafgørende for Carlsberg at have adgang til råvarer som byg, af høj kvalitet. Derfor udvikler Carlsberg Laboratorium løbende nye teknologier, som gør at Carlsberg er med, i forhold til udviklingen af teknologi og innovation i branchen. Som en del af sin digitale udvikling har Carlsberg også etableret sit første globale IT Global Capability Centre (GCC) i Indien. Centret er placeret i Gurugram og skal understøtte koncernens digitale transformation samt styrke virksomhedens teknologiske kapacitet på tværs af de globale markeder. (Carlsberg Group, 2025a). Initiativet er en del af Carlsbergs langsigtede strategi, som har fokus på innovation, digitalisering og hurtigere implementering af teknologiske løsninger.

Samlet set er der i branchen store muligheder indenfor teknologi og AI, som kan optimere landbrug, produktion og distribution. Carlsberg udnytter allerede disse muligheder gennem forskning i råvarer og investeringer i digitale løsninger, hvilket er med til at øge effektiviteten, forbedre kvaliteten og styrke Carlsbergs konkurrenceevne.

Miljømæssige forhold

Bryggeriindustrien påvirkes i stigende grad af miljømæssige forhold, herunder øget fokus på bæredygtighed, klimaændringer, strengere miljøkrav og ESG-rapportering.

Carlsberg rapporterer betydelige fremskridt indenfor ESG i 2025. Blandt de vigtigste resultater er en reduktion i CO₂-udledning fra produktionen på 12% og 8% i værdikæden siden 2024. Virksomheden bruger nu 90% vedvarende elektricitet og har overgået sit mål for genanvendt materiale i flasker og dåser med 51%. (Carlsberg Group, 2026i). Derudover er der fremskridt indenfor regenerativt landbrug, hvor mere byg nu kommer fra landmænd med bæredygtige dyrkningsmetoder.

Carlsbergs ESG-tiltag viser tydeligt i branchen, hvordan miljømæssige udfordringer kan omdannes til konkurrencefordele.

Lovgivningsmæssige forhold

Danskerne har generelt et højt alkoholforbrug sammenlignet med andre lande. Omkring 140.000 danskere er afhængige af alkohol og 585.000 har et skadeligt alkoholforbrug. (Indenrigs- og Sundhedsministeriet, 2026). Der er i Danmark indført aldersgrænse på køb af alkohol, afhængigt af hvor høj alkoholvolumenprocenten er. Udover reglen for aldersgrænse, skal Carlsberg også være opmærksomme på at følge markedsføringslovgivningen, i forhold til hvordan Carlsberg markedsfører sine produkter. Dette er aktuelt for alle virksomheder i Danmark som sælger alkohol.

Delkonklusion

Sammenfattende viser analysen af Porters Five Forces og konkurrencesituationen, at Carlsberg opererer i et marked med intens konkurrence fra både store globale bryggerier og mindre lokale aktører samt et stigende antal substituerende produkter.

Kundernes forhandlingsstyrke og tilgængeligheden af alternative produkter skaber et konstant pres på virksomhedens priser og markedsandele. Carlsbergs styrker ligger i et kendt brand, effektiv distribution, produktionskapacitet og strategiske opkøb som Britvic, der bidrager til diversificering og positionering i nye drikkevaresegmenter. Samlet set er konkurrencepresset i den høje ende, men Carlsberg formår at håndtere det gennem innovation, produktudvikling og en bred produktportefølje.

Analyserne viser derudover, at branchen både står overfor muligheder i form af innovation, nye produktsegmenter og digitalisering, men også trusler fra politisk usikkerhed, ændret forbrugeradfærd samt stigende råvare- og energipriser. Carlsbergs evne til at tilpasse sig disse eksterne forhold vil derfor være afgørende for dens fremtidige konkurrenceevne og vækst.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen baseres på historiske årsregnskaber for Carlsberg og danner grundlaget for senere budgettering og værdiansættelse af virksomheden. Der vil for Carlsberg udarbejdes en regnskabsanalyse ud fra de seneste fem år for perioden fra 2021 til 2025. De historiske årsregnskaber bruges til at udarbejde en reformuleret resultatopgørelse og balance.

Carlsberg følger reglerne efter de internationale regnskabsstandarder, IFRS og aflægger koncernregnskab i overensstemmelse med disse regler. (Carlsberg, 2025, p. 170).

Reformuleringer

Målet med at lave reformulering af finansielle opgørelser er, at øge fokus på driftsaktiviteten som den primære værdiskabende aktivitet. Reformuleringen opdeles i to, henholdsvis driftsdelen og finansieringsdelen. Samtidig tjener reformuleringen det formål at kunne bringe yderligere detaljer ind fra noterne, regnskabsberetningen mv., hvilket i sidste ende gerne skulle føre til en mere udførlig beskrivelse af virksomheden (Sørensen, 2012, p. 157). Endeligt vil reformulering af finansielle opgørelser danne grundlag for en rentabilitetsanalyse.

Reformuleret resultatopgørelse

En reformulering af resultatopgørelsen har til formål at spore kilderne til virksomhedens samlede overskud, kaldet totalindkomst, gennem at opdele dette i driftsoverskud og netto finansielle omkostninger. Disse overskudskomponenter indgår senere i beregningen af økonomiske nøgletal til vurdering af rentabiliteten. (Sørensen, 2012, p. 168). Carlsbergs totalindkomst består af årets resultat og anden totalindkomst, herunder pensionsreguleringer, valutakursreguleringer mv. Disse påvirker ikke reformuleringen af resultatopgørelsen, da de er indregnet i egenkapitalen.

Reformuleret resultatopgørelse						
mio. kr.	2021	2022	2023	2024	2025	
Nettoomsætning	60.097	70.265	73.585	75.011	89.095	
Vareforbrug	- 27.540	- 34.239	- 37.315	- 36.691	- 44.269	
Bruttofortjeneste	32.557	36.026	36.270	38.320	44.826	
Direkte personaleomkostninger	- 1.307	- 1.521	- 1.528	- 1.638	- 2.204	
Salgs- og distributionsomkostninger	- 14.914	- 17.342	- 18.361	- 19.434	- 23.211	
Administrationsomkostninger	- 4.205	- 4.244	- 4.019	- 4.882	- 5.970	
Andre driftsaktiviteter, netto	1.472	102	126	520	276	
Andel af overskud efter skat fra associerede virksomheder	336	201	581	616	618	
Resultat før renter og afskrivninger (EBITDA)	13.939	13.222	13.069	13.502	14.335	
Afskrivninger og amortiseringer	- 2.749	- 2.536	- 2.411	- 2.571	- 2.901	
Resultat før renter og skat (EBIT)	11.190	10.686	10.658	10.931	11.434	
Renteindtægter	571	347	695	959	1.136	
Renteudgifter	- 1.314	- 1.072	- 1.523	- 1.903	- 3.520	
Resultat før skat (EBT)	10.447	9.961	9.830	9.987	9.050	
Skat	- 2.154	- 1.778	- 1.859	- 1.982	- 2.072	
Resultat efter skat (EAT)	8.293	8.183	7.971	8.005	6.978	
Nettoresultat fra ophørte aktiviteter i Rusland	- 284	- 8.075	- 47.748	2.258	-	
Periodens resultat	8.009	108	39.777	10.263	6.978	

Kilde: Egen tilvirkning "Reformuleret resultatopgørelse"

I Carlsbergs årsrapport for 2025 indgår af- og nedskrivninger, som en del af vareforbruget. Regnskabsposten indgår i den reformulerede resultatopgørelse, som en selvstændig post og fratrækkes vareforbruget. Oplysningen fremgår af note 1.3.1 i årsrapporten for 2025. (Carlsberg, 2025, p. 102). Desuden kan EBITDA udregnes, eftersom af- og nedskrivninger står særskilt. Dette fremgår ikke af Carlsbergs årsrapport.

Det samme gælder direkte personaleomkostninger. De indgår også som en selvstændig post i den reformulerede resultatopgørelse og fratrækkes vareforbruget. Oplysningen fremgår på samme måde i note 1.3.1 i årsrapporten for 2025. (Carlsberg, 2025, p. 102).

Der benyttes i den reformulerede resultatopgørelse, de oplyste skattesatser, som fremgår af årsrapporterne for 2021-2025 til beregning af NOPAT. I 2025 oplyses skattesatsen blandt andet til 22,90%. (Carlsberg, 2025, p. 155). NOPAT viser Carlsbergs reelle driftsoverskud fra kernerdriften efter skat og udviklingen ses på billedet nedenfor.

Net Operating Profit After Tax (NOPAT)					
	2021	2022	2023	2024	2025
NOPAT	8.883	8.779	8.642	8.762	8.816

Kilde: Egen tilvirkning "Beregning af NOPAT"

Resultatopgørelsen viser at den samlede omsætning, i perioden fra 2021-2025, er steget med ca. 29 mio. kr., svarende til ca. 48% i stigning. Stigningen i omsætningen skyldes bl.a. en udvidelse af forretningen, hvor Carlsberg i 2025 opkøber Britvic. Opkøbet resulterer i over 15 mio. kr. i ekstra omsætning. (Carlsberg Group, 2026j). Der ses en positiv udvikling i bruttofortjenesten gennem årene og Carlsberg formår at opretholde en fornuftig EBITDA og EBIT gennem analyseperioden.

Dog fremgår det af den reformulerede resultatopgørelse at Carlsberg i perioden fra 2021 til 2024 påvirkes negativt af ophørte aktiviteter i Rusland, som betyder at nettoresultat fra ophørte aktiviteter påvirker periodens resultat negativt. Det betyder at i 2023, ender Carlsberg med et negativt resultat på -39.777 mio. kr. som følge af ophørte aktiviteter i Rusland. Det negative resultat i 2023 påvirker de økonomiske nøgletal, hvor især egenkapitalens forrentning (ROE) kan påvirkes negativt, da nøgletallet viser sammenhængen mellem periodens resultat og samlet egenkapital. Dette vendes der tilbage til i rentabilitetsanalysen.

Reformuleret balance

Der er foretaget en reformulering af Carlsbergs balance, for at opdele hvad der er driftsrelateret og hvad der er relateret til finansieringen. Grunden til at der isoleres den del i virksomheden, som er driftsrelateret, er fordi det er driften i en virksomhed, der er det unikke. Finansieringsdelen isoleres for sig selv, fordi det er relativt let for virksomheder at kopiere hinandens finansieringsstruktur, men det er svært at kopiere hinandens drift. På den måde adskilles den traditionelle balance med aktiver og passiver og erstatter det med investerede kapital (invested capital) og arbejdskapital (capital employed).

Dette fører til WCR, anlægsaktiver og likvider på den ene side og kortfristet gæld, langfristet gæld og egenkapital på den anden side. Først beregnes arbejdskapitalbehovet (WCR), som er driftsrelaterede omsætningsaktiver fratrukket de driftsrelaterede kortfristede forpligtelser. Dette beløb viser Carlsbergs kapitalbinding i den daglige drift, såsom i debitorer og varelager.

Reformuleret balance					
mio. kr.	2021	2022	2023	2024	2025
Likvide beholdninger	8.344	8.163	13.382	11.542	9.585
Arbejdskapitalbehov (WCR)	- 22.368	- 16.880	- 22.076	- 20.470	- 19.711
Anlægsaktiver	103.292	81.092	81.633	87.645	124.706
-Langfristet hensættelser	- 2.446	- 2.304	- 1.565	- 2.085	- 1.863
-Udskudte skatteforpligtelser	- 6.350	- 4.841	- 4.823	- 5.081	- 8.675
-Øvrige langfristet forpligtelser	- 2.794	- 1.862	- 1.701	- 2.799	- 2.743
Invested capital (Investeret kapital i alt)	77.678	63.368	64.850	68.752	101.299
Kortfristet rentebærende gæld	6.167	5.781	8.338	10.748	9.171
Langfristet rentebærende gæld	22.755	22.865	30.763	27.392	61.452
Egenkapital, aktionærer i Carlsberg A/S	43.941	31.902	23.234	27.771	27.804
-Minoritetsinteresser	4.815	2.820	2.515	2.841	2.872
Egenkapital i alt	48.756	34.722	25.749	30.612	30.676
Capital employed (Arbejdskapital i alt)	77.678	63.368	64.850	68.752	101.299

Kilde: Egen tilvirkning "Reformuleret balance"

Under udarbejdelsen af den reformulerede balance, er noterne i årsrapporten gennemgået for en mere dybdegående forståelse for den finansielle præsentation i årsrapporten. Hertil skal nævnes, at der i note 1.5 vedrørende "Receivables" præsenteret som et anlægsaktiv og "Trade receivables" og "Other receivables" præsenteret som omsætningsaktiv, indeholder et tilgodehavende fra on-trade lån. Der fremgår ikke yderligere af Carlsbergs årsrapport, hvorvidt dette er rentebærende tilgodehavende lån til finansiering eller det vedrører driften. Eftersom der ikke fremgår andet, er tommelfingerreglen at ved tvivl vedrører det driften, hvorfor det er medtaget som driftsmæssig aktivitet. Ydermere er der aktiver og forpligtelser i 2022 vedrørende ophørte aktiviteter i Rusland, som ligeledes er en driftsmæssig aktivitet.

Carlsberg har en negativ WCR i alle analyseårene, hvilket indikerer at driften frigiver kapital og Carlsberg har flere driftsmæssige forpligtelser end omsætningsaktiver, herunder debitorer og varelagre. Dette sker typisk ved længere kredittid hos leverandørerne, hvilket medfører en større leverandørgæld, som overstiger omsætningsaktiverne og medfører derfor en negativ WCR.

Ydermere er Carlsberg i en branche som kræver hurtig lager- og vareomsætning, hvilket reducerer debitorer og lager, som ligeledes reducerer WCR.

Med andre ord finansierer leverandørerne mere af driften end Carlsberg selv og Carlsberg får hurtigere betaling fra kunderne, end Carlsberg betaler leverandørerne. Dette er ligeledes beregnet i nedenstående, som viser at Carlsberg i gennemsnit modtager penge fra deres debitorer indenfor 32 dage i 2025, men modsat selv betaler sine kreditorer indenfor 216 dage.

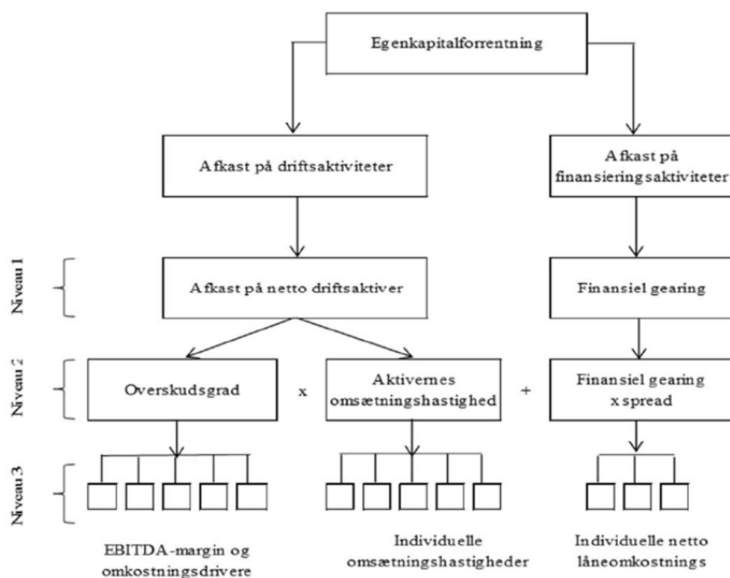
Omsætningshastigheder					
mio. kr.	2021	2022	2023	2024	2025
Varelagerets omsætningshastighed	5,11	5,99	6,42	6,16	6,23
Gennemsnitlig debitordage (dage)	35	26	25	24	32
Gennemsnitlig kredittid (dage)	229	231	216	231	216

Kilde: Egen tilvirkning "Omsætningshastigheder"

Udfordringen ved denne strategi er at Carlsberg på intet tidspunkt i analyseperioden har omsætningsaktiver, der overstiger virksomhedens kortfristede gældsforpligtelser. Dette kan for nogen, ud fra et likviditetsmæssigt syn, være tegn på udfordringer med going concern. Alt i alt tyder det dog mest på, at det er en aktiv strategi som Carlsberg anvender, da WCR er negativ alle årene og udviklingen i gennemsnitlige debitordage og kreditordage er forholdsvis stabil.

Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i ovenstående reformuleringer, som indebærer en femårig periode fra 2021 til 2025. Der fokuseres primært på den udvidede Dupont-model, som tilrettelægges på baggrund af egenkapitalens forrentning (ROE). Egenkapitalens forrentning afhænger af udviklingen i afkastningsgraden (ROIC), som viser profitabiliteten af virksomhedens ressourcer. Jo mere profitabel udnyttelse af ressourcerne, jo større bliver afkastningsgraden og dermed egenkapitalens forrentning. Forbedringen kan blandt andet opnås ved en forbedring i overskudsgraden (EBIT%) eller aktivernes omsætningshastighed (AOH). Den udvidede Dupont-model fremgår af nedenstående billede.



(Sørensen, 2012)

Egenkapitalens forrentning (ROE)

Nøgletallet egenkapitalens forrentning (ROE), er som tidligere nævnt et centralt nøgletal i den udvidede Dupont-model. Egenkapitalens forrentning er et udtryk for, hvordan den indskudte kapital forrentes.

Den kan beregnes på følgende måde:

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst til ordinære aktionærer} - \text{minoritetsinteresser}}{\text{Gns.ordinær egenkapital}} \quad (\text{Sørensen, 2012, p. 210}).$$

Der tages i formlen højde for den ordinære egenkapital, hvor minoritetsinteresser fratrækkes, da ROE skal måle afkastet til moderselskabets egne aktionærer og ikke til alle ejere i koncernen.

Den sammenlignes ofte direkte med afkastningsgraden (ROIC). En eventuel forbedring i ROIC og dermed ROE, kan opnås på grundlag af de underliggende værdidrivere, ved enten af forbedre overskudsgraden (EBIT%) eller aktivernes omsætningshastighed (AOH) (Sørensen, 2012, p. 211). Disse gennemgås senere i rentabilitetsanalysen.

Egenkapitalens forrentning (ROE)					
%	2021	2022	2023	2024	2025
ROE	19,24%	0,28%	-144,29%	40,24%	25,11%

Kilde: Egen tilvirkning "Beregning af ROE"

Det fremgår af ovenstående tabel, at egenkapitalens forrentning i perioden fra 2021 til 2025 er svingende, men samlet set i perioden steget med 5,87 procentpoint. Den faldende egenkapitalforrentning i 2022 og den negative i 2023 skyldes primært det negative nettoresultat fra ophørte aktiviteter i Rusland, som påvirker periodens resultat betydeligt og resultatet bliver derfor også negativt i 2023. Dog overstiger egenkapitalens forrentning udviklingen i afkastningsgraden jf. beregningen nedenfor, i resten af årene i analyseperioden.

Afkastningsgraden (ROIC)

Ifølge den udvidede Dupont-model, så består afkastningsgraden (ROIC) af udviklingen i overskudsgraden (EBIT%) og aktivernes omsætningshastighed (AOH). Afkastningsgraden måler hvor rentabelt en virksomhed er i stand til at implementere sine netto driftsaktiver til at skabe driftsoverskud, det vil sige, hvor effektivt udnytter Carlsberg sine ressourcer/aktiver til at skabe indtjening (Sørensen, 2012, p. 216). En høj afkastningsgrad er mest fordelagtig, da det viser at virksomheden har brugt sine aktiver effektivt til at skabe et overskud.

Ved at dekomponere ROIC i en overskudsgrad (EBIT%) og aktivernes omsætningshastighed (AOH) opstilles formelen på følgende måde, jf. den udvidede Dupont-model:

$$ROIC = \left(\frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}} \right) * \left(\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns.netto driftsaktiver}} \right) = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns.netto driftsaktiver}} \quad (\text{Sørensen, 2012, p. 216}).$$

Ud fra udviklingen i afkastningsgraden jf. nedenstående tabel, kan det konkluderes at afkastningsgraden i perioden fra 2021 til 2025 er faldet med -1,34 procentpoint.

Afkastningsgraden (ROIC)					
%	2021	2022	2023	2024	2025
ROIC	14,79%	15,15%	16,62%	16,36%	13,45%

Kilde: Egen tilvirkning "Beregning af ROIC"

Ved vurdering af afkastningsgraden er det i praksis almindeligt at sammenholde nøgletallet med markedsrenten tillagt et risikotillæg. Formålet er at afgøre, om en investering i virksomheden giver højere profit end alternative placeringsmuligheder, såsom at placere kapitalen i enten banken eller i obligationer.

Eventuelle investorer vil som udgangspunkt forvente et afkast, der er højere end markedsrenten tillagt et risikotillæg. Jo højere risiko, jo højere er afkastkravet fra investorer. (Virksomhedsguiden, 2026).

En afkastningsgrad som ligger på ca. 10%, vil som tommelfingerregel være tilfredsstillende (Lasso, 2026) og ifølge udviklingen i afkastningsgraden fra 2021 til 2025 for Carlsberg, kan det ses at afkastningsgraden i alle årene ligger over 10% og vurderes derfor acceptabel.

Overskudsgraden (EBIT%)

Overskudsgraden er et nøgletal i Dupont-modellen, som viser hvor stor en procentdel af virksomhedens omsætning der bliver til indtjening, efter at alle driftsomkostninger er fratrukket (Sørensen, 2012, p. 217). Overskudsgraden er desuden et samlet mål for indtægts-omkostnings-tilpasningen i virksomheden (Sørensen, 2012, p. 216).

Nøgletallet kan beregnes på følgende måde:

$$EBIT\% = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Overskudsgraden (EBIT%)					
%	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT%	18,62%	15,21%	14,48%	14,57%	12,83%

Kilde: Egen tilvirkning "Beregning af EBIT%"

Udviklingen i EBIT%, jf. ovenstående tabel viser at overskudsgraden i analyseperioden er stabil og positiv. I 2025 ligger overskudsgraden på 12,83%, hvilket teoretisk set betyder, at for hver 100 kr. omsætning, så tjener Carlsberg 12,83 kr. før renter og skat fratrækkes. I perioden er nøgletallet faldet med -5,79 procentpoint. Faldet i EBIT% påvirker ROIC negativt og får denne til at falde i analyseperioden. ROIC beregnes ved at gange EBIT% med AOH og det må derfor alt andet lige konkluderes at EBIT%, trods et fald i analyseperioden, har påvirket ROIC positivt, da afkastningsgraden jf. tidligere er god og ligger over, hvad afkastningsgraden må anses for at være tilfredsstillende.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed viser Carlsbergs evne til at generere omsætning ud fra de samlede aktiver. Aktivernes omsætningshastighed beregnes således:

$$AOH = \frac{\text{Omsætning}}{\text{Gennemsnitlige aktiver}}$$

Aktivernes omsætningshastighed har været stille stigende alle årene fra 0,49 i 2021 til 0,67 i 2025, uden nogle væsentlige afvigelser. Det betyder at for hver 1 kr. bundet i aktiver, genererer Carlsberg 0,67 kr. i omsætning om året.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)					
	2021	2022	2023	2024	2025
AOH	0,49	0,58	0,65	0,66	0,67

Kilde: Egen tilvirkning "Beregning af AOH"

Stigningen i analyseperioden kan primært henføres til stigningen i omsætningen alle årene, som er procentmæssigt større end stigningen i aktiverne årligt. En AOH på 0,67 er hvad der kan forventes af denne branche, primært fordi Carlsberg har mange anlægsaktiver som er nødvendige for driften af virksomheden. Det er blandt andet goodwill, brands, lager, bygninger, produktionsanlæg og maskiner mv. Udviklingen i AOH påvirker egenkapitalforrentningen positivt alle årene.

AOH stiger blot fra 0,66 i 2024 til 0,67 i 2025, hvilket skyldes den store stigning i anlægsaktiverne fra 87.645 mio. kr. i 2024 til 124.706 mio. kr. i 2025, som primært består af stigning i goodwill. Stigningen i goodwill opstår som følge af opkøb af Britvic, hvor Carlsberg har givet en merpris for virksomheden. At Carlsberg formår at opretholde en fornuftig AOH i samme år som opkøbet, viser Carlsbergs evne til fortsat at opretholde omsætning på investeringen og opkøbet af Britvic.

Soliditetsgrad

Soliditetsgraden viser Carlsbergs robusthed og evne til at modstå tab, ved at beregne hvor stor del af aktiverne der er finansieret af egenkapitalen. Soliditetsgraden beregnes således:

$$\text{Soliditetsgrad} = \frac{\text{Egenkapital} - \text{minoritetsinteresser}}{\text{Aktiver}}$$

Soliditetsgraden falder fra 34,77% i 2021 til 18,06% i 2025, hvilket samlet set er et fald på 16,71 procentpoint i hele analyseperioden. Det store fald fra 2021 til 2025 indikerer modsat en stigende finansiell gearing, som bliver gennemgået nedenfor. Soliditetsgraden er faldene alle årene undtagen fra 2023 til 2024, hvor den stiger fra 20,78% til 24,36%. Det store fald fra 2021 til 2023 kan henføres til afviklingen af Carlsbergs aktiviteter i Rusland, som har medført tab og dermed faldende egenkapital, som påvirker soliditetsgraden negativt. Udsvingene i soliditetsgraden følger udviklingen i den overordnede faldende egenkapital og den primært stigende aktivmasse. Soliditetsgraden i 2025 på ca. 18%, betyder at 18% af Carlsbergs aktiver er finansieret med egenkapital og resten på ca. 82% er finansieret med fremmedkapital. Faldet i soliditetsgraden hænger sammen med opkøbet af Britvic og stigningen i goodwill, som har krævet finansiering i året. Opkøbet er finansieret igennem obligationslån jf. noten i Carlsbergs årsrapport, hvilket er fremmedkapital. (Carlsberg, 2025, p. 138).

Soliditetsgraden					
%	2021	2022	2023	2024	2025
Soliditetsgraden	34,77%	27,66%	20,78%	24,36%	18,06%

Kilde: Egen tilvirkning "Beregning af soliditetsgrad"

Tommelfingerreglen siger at en soliditetsgrad for veletablerede virksomheder, bør ligge på omkring 30-40% (Legal Desk, 2022). En soliditetsgrad på ca. 18% i 2025 er overordnet set lavt og Carlsberg er mere overfølsom overfor rentestigninger og fald i indtjening. Tilsvarende betyder det ligeledes en høj kapitaludnyttelse, da der er mindre egenkapital bundet i aktiverne. For en stor virksomhed som Carlsberg er det dog ikke så kritisk, da der er stabil indtjening og Carlsberg har en solid markedsposition og store markedsandele.

Finansiell Gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing er modsat soliditetsgraden stigende i hele analyseperioden fra 1,82 i 2021 til 3,06 i 2025, uden nogle væsentlige afvigelser. Det betyder at i 2025 er der finansieret 2,06 kr. for hver 1 kr. egenkapital og Carlsberg er blevet en del mere gældsfinansieret.

Finansiel gearing (FGEAR)					
	2021	2022	2023	2024	2025
Finansiel gearing (FGEAR)	1,82	1,86	2,33	2,62	3,06
Afkastningsgraden (ROIC)	14,79%	15,15%	16,62%	16,36%	13,45%
Gns. Lånerente (r)	2,22%	1,86%	2,25%	2,46%	3,24%
Spread	12,57%	13,29%	14,38%	13,90%	10,21%

Kilde: Egen tilvirkning ”Beregning af FGEAR”

For at vise den finansielle gearings påvirkning på rentabiliteten, skal den sammenholdes med den gennemsnitlige lånerente og afkastningsgraden. Så længe at afkastningsgraden (ROIC) er større end lånerenten (r) er der et positivt spread og gearingen har en positiv påvirkning på egenkapitalforrentningen (ROE). ”Spreadet” er forskellen mellem ROIC og r i nedenstående formel (Sørensen, 2012, p. 211):

$$ROE = ROIC + (FGEAR \times (ROIC - r))$$

Den gennemsnitlige lånerente er mellem 1,86% og 3,24% i hele analyseperioden, men er fortsat en del under afkastningsgraden i alle årene, hvilket giver et positivt spread. Det vil sige, at den stigende gearing påvirker egenkapitalforrentningen positivt. Det kan lyde som et risikoområde, at Carlsberg er blevet mere gældsfinansieret, men dette er ikke tilfældet, da gælden anvendes til værdiskabende aktiviteter og investeringer såsom opkøb.

Branchenøgletal

Som beskrevet i afgrænsningen, er der ikke foretaget en fuld komparativ rentabilitetsanalyse med reformuleringer af tilsvarende virksomheders resultatopgørelser og balancer. På baggrund heraf er der ikke lavet benchmark for afkastningsgraden og overskudsgraden, da det ville kræve en reformulering af Royal Unibrew og AB InBevs regnskaber.

Derfor er der mere fokus på hvad der er sammenligneligt. Der er valgt at sammenligne med Royal Unibrew og Ab InBev, da Royal Unibrew er det næststørste bryggeri i Danmark og AB InBev er det absolut største i verden (Frandsen, 2020). Carlsberg ligger et godt sted imellem, eftersom Carlsberg er størst i Danmark.

Royal Unibrew har jf. årsrapporten for 2025 en nettoomsætning på 15.723 mio. kr. (Royal Unibrew, 2025). AB InBev har jf. dennes årsrapport for 2025 en nettoomsætning på 59.320 mio. USD (Ab Inbev, 2025). For at sammenligne Carlsberg og AB InBev i samme valuta er regnskabstallene for AB InBev omregnet fra USD til DKK pr. 31.12.2025, hvor kursen for 1 USD var 6,353 DKK (Danmarks Nationalbank, 2026).

Benchmark 2025			
	Carlsberg	Royal Unibrew	Ab Inbev
Omsætning, mio. kr.	89.095	15.723	376.842
Egenkapitalens forrentning (ROE)	25,11%	23,78%	10,24%
Aktivernes omsætningshastighed	0,67	0,87	0,28
Soliditetsgrad	18,06%	36,75%	39,89%

Kilde: Egen tilvirkning "Beregning af benchmark"

Egenkapitalens forrentning er hos Carlsberg på et fornuftigt niveau sammenlignet med de to andre virksomheder. Royal Unibrew er på samme niveau på ca. 23%, hvorimod AB InBev er nede på omkring 10%. Det vil sige, at Carlsberg har en større procentdel af årets resultat som bliver til egenkapital. Ved beregningen af egenkapitalens forrentning og soliditetsgraden hos AB InBev er der ligeledes korrigeret for minoritetsinteresser, som der ligeledes er gjort for Carlsberg, hvorfor det er en mere retvisende sammenligning.

Soliditetsgraden hos Carlsberg er betydelig mindre end hos de to andre virksomheder, hvor den er ca. 36-40%. Ikke siden 2021 har Carlsbergs soliditetsgrad været på samme niveau som de to andre virksomheder. Dog er soliditetsgraden årsagsforklaret, at det skyldes omkostninger ved ophørt aktivitet i Rusland i 2022 og 2023 samt opkøbet af Britvic i 2025.

Aktivernes omsætningshastighed er på samme niveau som hos de to andre virksomheder, hvilket viser at det ikke er atypisk at have en lav AOH for denne branche. Det er forventeligt i branchen, at virksomhederne har mange anlægsaktiver som er nødvendige for driften.

Overordnet set er Carlsbergs nøgletal fornuftige, når der sammenlignes med Royal Unibrew og AB InBev i samme branche.

Delkonklusion

Der er i analyseperioden fra 2021-2025 en svingende udvikling i ROE. Der ses en negativ egenkapitalforrentning i 2023 og en faldende ROIC i 2022, som følge af påvirkning fra ophørte aktiviteter i Rusland, som har påvirket periodens resultat betydeligt i pågældende år. ROE overstiger EBIT% i resten af årene, hvilket overordnet set giver en positiv udvikling, trods en svingende udvikling i ROE. Der ses en fornuftig udvikling i ROIC, hvor afkastningsgraden i alle år ligger mellem ca. 13-17%, hvilket er et acceptabelt niveau. Carlsberg formår effektivt at bruge sine aktiver til at skabe overskud i virksomheden. EBIT% falder i analyseperioden, hvilket er med til at påvirke ROIC negativt, som ligeledes falder i analyseperioden. ROIC ligger trods dette stadig på et niveau, som er acceptabelt.

Carlsberg har en fornuftig udvikling i AOH af hensyn til branchen og formår at opretholde en tilfredsstillende AOH i samme år som opkøbet af Britvic, hvilket viser Carlsbergs evne til at opretholde omsætning på investeringen. Modsat er soliditetsgraden faldene i årene, hvilket skyldes at finansieringen af opkøbet af Britvic, blev finansieret med fremmedkapital. En soliditetsgrad på ca. 18% i 2025 er som udgangspunkt lavt, men af hensyn til branchen, Carlsbergs markedsposition samt stabile indtjening, anses den ikke for at være på et kritisk niveau. Ulempen med den lave soliditetsgrad er følsomheden overfor rentestigninger, da størstedelen af finansieringen er fremmedkapital. Tilsvarende er den finansielle gearing stigende i alle årene, hvilket ligeledes betyder at Carlsberg er blevet mere gældsfinansieret. Det kan lyde som en risikofaktor, at Carlsberg er blevet mere gældsfinansieret, men dette er ikke tilfældet, da gælden anvendes til værdiskabende investeringer såsom opkøb. Den gennemsnitlige lånerente er derudover markant lavere end afkastningsgraden alle årene, hvilket påvirker egenkapitalforrentningen positivt.

Opsamling på analyser

SWOT-analyse

Samlet set har afhandlingen gennemgået Carlsbergs interne og eksterne forhold samt der er undersøgt, beregnet og kommenteret på diverse økonomiske nøgletal, hvilket alt i alt har givet et fundamentalt indblik i virksomheden som helhed.

På baggrund heraf er der nedenfor opstillet en samlet SWOT-analyse, som viser Carlsbergs interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler.

Styrker <ol style="list-style-type: none">1. Stordriftsfordele2. Relationer med forretningsforbindelser3. Velkendt brand og høj kendskabsgrad4. Stabil forsyning af råvarer5. Stærk produkt- og teknologiudvikling	Svagheder <ol style="list-style-type: none">1. Produktion kræver store investeringer2. Afhængig af landbruget3. Svækket likviditet de seneste fem år
Muligheder <ol style="list-style-type: none">1. Tilpasningsevne ved ændret forbrugeradfærd2. Forhandlingsstyrke hos leverandørerne3. Teknologiske udvikling	Trusler <ol style="list-style-type: none">1. Tilpasningsevne ved ændret forbrugeradfærd2. Politiske og lovgivningsmæssige forhold3. Verdenskonflikter, krig og inflation

Kilde: Egen tilvirkning "SWOT-analyse"

Styrker

Carlsberg besidder en række væsentlige styrker, som understøtter deres konkurrenceevne. Først og fremmest opnås der betydelige stordriftsfordele gennem en høj produktionskapacitet, hvilket reducerer produktionens enhedsomkostninger og muliggør konkurrencedygtige priser. Derudover har Carlsberg opbygget stærke relationer til både leverandører og distributører, hvilket er med til at sikre en effektiv værdikæde. Carlsbergs velkendte brand og høje kendskabsgrad bidrager yderligere til en stærk markedsposition og øget kundeloyalitet. Samtidig sikrer en stabil forsyning af råvarer kontinuitet i produktionen og minimerer risikoen for afbrydelser. Endelig understøttes Carlsbergs langsigtede udvikling af en stærk indsats indenfor produkt- og teknologiudvikling, hvilket muliggør løbende innovation og effektivisering.

Svagheder

På trods af sine styrker er Carlsberg også præget af en række interne svagheder. Produktionen er kapitaltung og kræver store investeringer, hvilket kan medføre høje faste omkostninger samt øge den økonomiske risiko ved efterspørgselsudsving. Derudover er Carlsberg afhængig af landbrugsbaserede råvarer, hvilket gør virksomheden sårbar overfor eksterne faktorer som f.eks. prisudsving.

Selvom forsyningen af råvarer generelt er stabil, kan afhængighed af få leverandører udgøre en potentiel risiko. Ydermere har Carlsberg været væsentligt påvirket af blandt andet ophørte aktiviteter i Rusland, som har påvirket nogle marginer, resultater og nøgletal negativt.

Muligheder

Carlsberg har flere eksterne muligheder, som kan udnyttes strategisk. Ændringer i forbrugeradfærd giver mulighed for at tilpasse produktporteføljen, f.eks. mod sundere eller mere bæredygtige produkter igennem teknologiudvikling samt åbne nye markeder og skabe differentieringsmuligheder. Samtidig kan Carlsbergs størrelse og markedsposition styrke forhandlingskraften overfor leverandører og dermed forbedre indkøbsvilkårene, øge forsyningssikkerheden og reducere afhængigheden af leverandørerne. Teknologisk innovation udgør en væsentlig mulighed, da nye løsninger kan optimere produktionen, reducere omkostninger og forbedre kvaliteten.

Trusler

En række eksterne trusler står Carlsberg også overfor. Manglende evne til at tilpasse sig ændringer i forbrugeradfærd kan føre til faldende efterspørgsel og tab af markedsandele. Derudover kan politiske forhold, herunder geopolitiske konflikter og handelsrestriktioner, påvirke både forsyningskæder og omkostningsniveau negativt. Lovgivningsmæssige tiltag, særligt indenfor markedsføring og regulering af alkohol, kan begrænse Carlsbergs handlemuligheder. Inflation udgør ligeledes en trussel, da stigende omkostninger og faldende købekraft kan påvirke indtjeningen.

Kritik af SWOT

SWOT-modellen kritiseres ofte for at være for simpel og overfladisk, da den ikke går i dybden med sammenhænge eller prioritering mellem faktorer. Modellen er desuden subjektiv, hvilket vil sige at resultaterne afhænger af, hvem der laver analysen, hvilket kan give forskellige konklusioner. Modellen mangler også vægtning, så alle faktorer fremstår lige vigtige, selvom nogle i praksis har større betydning end andre.

Derudover er SWOT statisk og giver kun et øjebliksbillede, hvilket gør den mindre anvendelig i et marked, som bryggeriindustrien, der er i konstant forandring. Endelig giver modellen ingen konkrete handlingsanvisninger, da den kun identificerer forhold uden at vise, hvordan en virksomhed skal reagere på dem.

Budgettering

Der udarbejdes et budget over de kommende fem år med udgangspunkt i de historiske tal og begivenheder fra 2021-2025. I budgettet tages der højde for fremtidige begivenheder og forventninger, som Carlsberg selv oplyser samt hvad afhandlingens strategiske og regnskabsmæssige analyser har konkluderet. Budgetteringen laves på baggrund af dette, i stedet for en egentlig vækstanalyse. Budgettet er en betydelig faktor til fastsættelse, vurdering og værdiansættelse af Carlsberg ud fra DCF-modellen. Budgettet er udarbejdet fra 2026 til 2030 efterfulgt af en terminalperiode, som er perioden til det uendelige, der ligger udover budgetperioden, hvori væksten og nøgletallene er konstante.

Der udarbejdes et budget for omsætningen på de tre primære markeder, som Carlsberg opererer på, herunder Vesteuropa, Asien og Central- og Østeuropa og Indien. Derudover budgetteres der på væsentlige driftsomkostninger, den effektive skattesats, nettoinvesteringer og arbejdskapital.

Omsætning

Som konkluderet i den interne analyse har Carlsberg en strategi om en organisk omsætningsvækst på 4-6%. Dog er det jf. SAIL'27-strategien kun frem til 2027, hvorfor det kun er dertil, at denne omsætningsvækst er anvendt. Herefter er der for perioden 2028 til 2030 anvendt forventet inflationsstigning i Danmark, som jf. Nationalbanken er lidt under 2% de kommende år og i 2028 forventes der 1,9% (Danmarks Nationalbank, 2026) (Danmarks Nationalbank, 2025). På baggrund heraf er der budgetteret med en stigning i omsætning på 4% i 2026 og 2027, 1,9% i 2028, 1,85% i 2029 og 1,7% i 2030.

DKK million	R2021	R2022	R2023	R2024	R2025	B2026	B2027	B2028	B2029	B2030
Nettoomsætning	60.097	70.265	73.585	75.011	89.095	92.659	96.365	98.196	100.013	101.713
Omsætningsvækst, årlig	2,66%	16,92%	4,72%	1,94%	18,78%	4,00%	4,00%	1,90%	1,85%	1,70%
Vesteuropa	30.501	34.888	37.317	38.081	51.651	53.717	55.329	56.103	56.889	57.685
Omsætningsvækst, årlig	17,88%	14,38%	6,96%	2,05%	35,63%	4,00%	3,00%	1,40%	1,40%	1,40%
i % af omsætning	50,75%	49,65%	50,71%	50,77%	57,97%	57,97%	57,42%	57,13%	56,88%	56,71%
Central- og Østeuropa og Indien	10.137	11.695	12.980	16.464	18.170	18.533	18.904	19.282	19.861	20.655
Omsætningsvækst, årlig	-35,46%	15,37%	10,99%	26,84%	10,36%	2,00%	2,00%	2,00%	3,00%	4,00%
i % af omsætning	16,87%	16,64%	17,64%	21,95%	20,39%	20,00%	19,62%	19,64%	19,86%	20,31%
Asien	19.459	23.682	23.288	20.466	19.274	20.408	22.133	22.811	23.264	23.373
Omsætningsvækst, årlig	14,74%	21,70%	-1,66%	-12,12%	-5,82%	5,89%	8,45%	3,06%	1,98%	0,47%
i % af omsætning	32,38%	33,70%	31,65%	27,28%	21,63%	22,0%	23,0%	23,2%	23,3%	23,0%

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

Vesteuropa

Vesteuropa har haft en gennemsnitlig omsætningsvækst på 15% fra 2021-2025, som er meget varierende alle årene. Der sker en markant stigning i 2025, hvor omsætningen i Vesteuropa stiger med 35% i forhold til året forinden, som primært skyldes opkøbet af Britvic. Denne store stigning er et enkeltstående tilfælde, hvorfor den fremtidige budgettering for Vesteuropa ikke vil have samme stigning. Ud af den samlede stigning i omsætningen, budgetteres der med en stigning på 4% i 2026, 3% i 2027, hvorefter stigningen blot forventes at være 1,4% de næste tre år. Det Vesteuropæiske marked er som udgangspunkt et meget modent og mættet marked, hvorfor der ikke forventes at være store udsving i fremtiden, andet end almindeligt inflationsniveau og mindre stigning i volumen.

Central- og Østeuropa og Indien

Carlsberg oplyser i SAIL'27-strategien, at det største fokus på nuværende tidspunkt er Asien, men der herefter bliver udviklet en accelerationsplan i Indien, når det giver mening. Derfor er stigningen i Indien først større i den sidste del af budgettet. Der budgetteres med en stigning på blot 2% fra 2026 til 2028, hvorimod der forventes en stigning på henholdsvis 3% og 4% i 2029 og 2030 af hensyn til Carlsbergs planer for Indien (Carlsberg Group, 2024b).

Asien

Omsætningsvæksten i Asien har været negativ fra 2023 til 2025, hvilket udfordrer Carlsberg på dette marked. Som beskrevet tidligere, er det dog et fokusområde i SAIL-27-strategien, at have et stort fokus på Asien. Det indebærer et fokus i Vietnam, ved at opnå vækst igennem investeringer. Derfor er den procentmæssige stigning størst i Asien på 5,89% i 2026 og 8,45% i 2027. Herefter forventes der et fald de næste tre år, da Carlsberg i denne periode vil fokusere mere på udviklingen i det Indiske marked.

Samlede omsætning

I de seneste fem år har fordelingen af den samlede omsætning bestået af ca. 50% i Vesteuropa, 20% i Central- og Østeuropa og Indien samt ca. 30% i Asien. Det forventes for 2026, at Vesteuropa vil udgøre ca. 58% af den samlede omsætning, da opkøbet af Britvic vil medføre større indtjening på dette marked. Derudover vil Central- og Østeuropa og Indien fortsat udgøre 20% og Asien forventes at udgøre de resterende 22%. Der har været en faldende tendens i den samlede omsætningsprocent fra Asien de seneste par år, hvor den ligeledes udgjorde knap 22% i 2025. Herefter forventes det frem til 2030, at procentandelen fra Vesteuropa og Central- og Østeuropa og Indien er faldende, da Carlsberg har et større fokus på Asien. Dog forventes det at der kommer en stigning i procentandelen fra Central- og Østeuropa og Indien i 2029 og 2030, da Carlsberg udarbejder accelerationsplan i Indien efter deres fokus i Asien.

Driftsomkostninger

Carlsberg vil i de kommende år, opnå samme bruttomarginer som der var før COVID-19. Dette kan gøres primært igennem områderne i forsyningskæden, herunder indkøb og håndtering og standardisering af emballagematerialer og råvarer (Carlsberg Group, 2024b). Carlsberg har fortsat et stort fokus på omkostningerne, herunder primært salgs- og administrationsomkostninger samt en opretholdelse af driftsomkostninger.

DKK million	R2021	R2022	R2023	R2024	R2025	B2026	B2027	B2028	B2029	B2030
Vareforbrug	27.540	34.239	37.315	36.691	44.269	45.773	47.363	48.754	49.906	50.602
i % af omsætning	45,8%	48,7%	50,7%	48,9%	49,7%	49,40%	49,15%	49,65%	49,90%	49,75%
Bruttofortjeneste	32.557	36.026	36.270	38.320	44.826	46.885	49.002	49.442	50.106	51.111
Dækningsgrad	54,17%	51,27%	49,29%	51,09%	50,31%	50,60%	50,85%	50,35%	50,10%	50,25%

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

I budgetperioden udgør Carlsbergs vareforbrug ca. 49,5% af den samlede omsætning, som er på niveau med gennemsnittet af de seneste fem år. Det forventes at vareforbruget ligger på et nogenlunde stabilt niveau sammenholdt med seneste år, men samtidig påvirkes af stigende omsætning og højere produktionsvolumen. Dækningsgraden er i budgetperioden beregnet til ca. 50,5%, som ligeledes er på niveau med gennemsnittet af de seneste fem år.

DKK million	R2021	R2022	R2023	R2024	R2025	B2026	B2027	B2028	B2029	B2030
Personaleomkostninger	1.307	1.521	1.528	1.638	2.204	2.038	2.120	2.160	2.150	2.238
<i>i % af omsætning</i>	2,17%	2,16%	2,08%	2,18%	2,47%	2,20%	2,20%	2,20%	2,15%	2,20%
Salgs- og distributionsomkostninger	14.914	17.342	18.361	19.434	23.211	24.925	26.115	26.120	26.253	26.740
<i>i % af omsætning</i>	24,82%	24,68%	24,95%	25,91%	26,05%	26,90%	27,10%	26,60%	26,25%	26,29%
Markedsføringsomkostninger	4.757	5.793	6.169	6.539	7.354	8.339	8.673	8.838	9.451	9.612
<i>i % af omsætning</i>	7,92%	8,24%	8,38%	8,72%	8,25%	9,00%	9,00%	9,00%	9,45%	9,45%
Salgsomkostninger	4.584	5.125	5.377	5.791	7.364	7.320	7.613	7.365	7.301	7.466
<i>i % af omsætning</i>	7,63%	7,29%	7,31%	7,72%	8,27%	7,90%	7,90%	7,50%	7,30%	7,34%
Distributionsomkostninger	5.573	6.424	6.815	7.104	8.493	9.266	9.829	9.918	9.501	9.663
<i>i % af omsætning</i>	9,27%	9,14%	9,26%	9,47%	9,53%	10,00%	10,20%	10,10%	9,50%	9,50%
Salgs- og distributionsomkostninger i alt	14.914	17.342	18.361	19.434	23.211	24.925	26.115	26.120	26.253	26.740
Administrationsomkostninger	4.205	4.244	4.019	4.882	5.970	6.254	6.553	6.677	6.801	6.815
<i>i % af omsætning</i>	7,00%	6,04%	5,46%	6,51%	6,70%	6,75%	6,80%	6,80%	6,80%	6,70%
Andre driftsaktiviteter	1.472	102	126	520	276	695	723	736	750	763
<i>i % af omsætning</i>	2,45%	0,15%	0,17%	0,69%	0,31%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
Andel af overskud fra associerede virksomhed	336	201	581	616	618	556	626	687	700	763
<i>i % af omsætning</i>	0,56%	0,29%	0,79%	0,82%	0,69%	0,60%	0,65%	0,70%	0,70%	0,75%

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

Personaleomkostningerne er budgetteret til 2,2% af den samlede omsætning i budgetperioden, som svarer til gennemsnittet over de seneste fem år. Det indikerer, at Carlsbergs lønudgifter vokser i takt med virksomhedens aktivitet, uden at effektiviteten forringes.

Carlsberg har en forventning om at markedsføringsomkostningerne vil udgøre 9% af omsætningen, mens de samlede salgs- og distributionsomkostninger samt administrationsomkostninger vil udgøre samme procent af omsætningen som hidtil. Dette gøres ved at mindske administrationsomkostningerne med tilsvarende stigning i salgsomkostningerne (Carlsberg Group, 2024b). På baggrund heraf er markedsføringsomkostningerne sat til 9% i 2026 og på samme niveau de kommende år. Det fremgår af SAIL'27-strategien og årsrapporten for 2025, hvor niveauet på 9% beskrives som et bevidst og strategisk investeringsniveau i brandstyrkelse og kommerciel vækst (Carlsberg, 2025, p. 18).

Carlsberg forsøger som sagt at holde administrationsomkostningerne på et stabilt niveau, grundet forventning om stigning i salgs- og distributionsomkostningerne, som følge af at Carlsberg fortsat vil have fokus på vækstmarkeder som Indien og Asien, som specificeres i SAIL'27-strategien.

Administrationsomkostningerne er derfor budgetteret til at udgøre omkring 6,8% af omsætningen, hvilket sammenholdt med de seneste fem år ligger på et nogenlunde stabilt og uændret niveau. Dette understøtter en mere effektiv omkostningsstruktur og bidrager til at fastholde marginerne på trods af øgede omkostninger i salg og markedsføring.

Det ses at andre driftsaktiviteter og andel af overskud fra associerede virksomhed varierer, men stabiliseres omkring 0,60-0,75% af omsætningen i budgetperioden, hvilket er baseret på et gennemsnit af de seneste fem regnskabsår og dermed har en begrænset betydning for den samlede drift.

EBITDA

SAIL-27-strategien indebærer, at den organiske vækst i driftsresultatet skal være højere end omsætningsvæksten (Carlsberg Group, 2024b). Det vil sige, at Carlsberg forventer at driftsresultatet, herunder EBITDA, har en større procentmæssig stigning end 4% stigningen i omsætningen frem til 2027. Den historiske vækst i EBITDA i procent har været meget varierende fra 12% i 2021, negativ i 2022 og 2023 og henholdsvis 3% i 2024 og 6% i 2025. EBITDA-væksten på 6% i 2025 indikerer ligeledes, at en EBITDA-vækst på 4% i 2026 og 2027 ikke er urealistisk. EBITDA-væksten fra 2028 til 2030 er ligeledes højere end omsætningsvæksten i de tre år. Nedenfor er budget over den årlige vækst i EBITDA i %, ud fra de givne forudsætninger fra Carlsberg samt ovenstående.

DKK million	R2021	R2022	R2023	R2024	R2025	B2026	B2027	B2028	B2029	B2030
Resultat før renter og afskrivninger (EBITDA)	13.939	13.222	13.069	13.502	14.335	14.918	15.563	15.908	16.352	16.844
i % af omsætning	23,19%	18,82%	17,76%	18,00%	16,09%	16,10%	16,15%	16,20%	16,35%	16,56%
EBITDA vækst, årlig i %	12,88%	-5,14%	-1,16%	3,31%	6,17%	4,07%	4,32%	2,22%	2,79%	3,01%

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

Afskrivninger

Afskrivningerne er fastsat til 3,5% af den samlede omsætning for hele budgetperioden, som svarer til gennemsnittet fra 2021-2025. Det forventes at afskrivningerne i en stabil og moden virksomhed som Carlsberg, udvikler sig i takt med omsætningen.

DKK million	R2021	R2022	R2023	R2024	R2025	B2026	B2027	B2028	B2029	B2030
Afskrivninger	2.749	2.536	2.411	2.571	2.901	3.243	3.373	3.437	3.500	3.560
i % af omsætning	4,57%	3,61%	3,28%	3,43%	3,26%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

Effektiv skattesats

I budgetperioden er den effektive skattesats fastsat til 20,02%, som udgør gennemsnittet af de seneste fem år, hvilket ligger en smule under det danske selskabsskatteniveau på 22%, men stadig vurderes at være et realistisk estimat for Carlsbergs fremadrettede skattebetalinger. En nogenlunde fast skattesats er desuden hensigtsmæssig, da Carlsberg opererer på et modent marked med relativt stabile rammer, hvilket begrænser sandsynligheden for markante fremtidige skatteudsving.

DKK million	R2021	R2022	R2023	R2024	R2025	B2026	B2027	B2028	B2029	B2030
Skat	2.154	1.778	1.859	1.982	2.072	1.836	1.929	1.966	2.022	2.089
Skattesats	20,62%	17,85%	18,91%	19,85%	22,90%	20,02%	20,02%	20,02%	20,02%	20,02%

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

Skattebetalingen stiger løbende gennem budgetperioden. Denne udvikling afspejler primært forventningen om stigende driftsresultater og dermed højere skattegrundlag, snarere end ændringer i skattesatsen. Kombinationen af en stabil skattesats og stigende indtjening understøtter et billede af en virksomhed med moderat, men robust vækst i de kommende år.

Arbejdskapital

Carlsberg vil øge de kommercielle investeringer i de kommende år, som bliver finansieret igennem stigende bruttomargin (Carlsberg Group, 2024b). Disse investeringer er anlægsaktiver til længerevarende brug i virksomheden, hvorfor de ikke påvirker arbejdskapitalen.

Arbejdskapitalen (WCR) har i gennemsnit været på -20.301 mio. kr. de seneste fem år jf. ovenstående regnskabsanalyse. Eftersom det er en aktiv strategi som Carlsberg udøver, forventes det ligeledes i budgetperioden 2026 til 2030, at der fortsat er en negativ WCR på samme niveau som tidligere. Med andre ord, forventes det ikke at debitorer, varelager og tilgodehavender overstiger kreditorer og kortfristede ikke-rentebærende forpligtelser i budgetperioden. Ændring i arbejdskapital (WCR) er opgjort på baggrund af gennemsnittet for de seneste fem år, hvor WCR gennemsnitligt udgjorde -28,1% af omsætningen.

Budget WCR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsætning	60.097	70.265	73.585	75.011	89.095	92.659	96.365	98.196	100.013	101.713
WCR	- 22.368	- 16.880	- 22.076	- 20.470	- 19.711	- 26.037	- 27.079	- 27.593	- 28.104	- 28.581
i % af omsætningen	-37,2%	-24,0%	-30,0%	-27,3%	-22,1%	-28,1%	-28,1%	-28,1%	-28,1%	-28,1%
Ændring i WCR	- 5.781	5.488	- 5.196	1.606	759	- 6.326	- 1.041	- 514	- 510	- 478

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

CAPEX

CAPEX er nettoinvesteringerne, som kræver kontanter. CAPEX udgjorde i gennemsnit 8,6% af omsætningen de seneste fem år, med forbehold for de væsentlige afvigelser i 2022 og 2025, som jf. tidligere beskrevet er grundet udtræden af Rusland i 2022 samt opkøb af Britvic i 2025. Medtages 2022 og 2025 er gennemsnittet dog 8,5%, hvorfor der alligevel ikke er den store afvigelse. Der er dog korrigeret for de to år, så der kun medtages ”almindelige” år, uden nogle ekstraordinære begivenheder. Budgetteringen af CAPEX fremgår af nedenstående billede.

Budget CAPEX	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsætning	60.097	70.265	73.585	75.011	89.095	92.659	96.365	98.196	100.013	101.713
CAPEX	6.221	- 19.664	2.952	8.583	39.962	7.969	8.287	8.445	8.601	8.747
i % af omsætningen	10,4%	-28,0%	4,0%	11,4%	44,9%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

Delkonklusion

Omsætningsvæksten er fastsat til 4% i 2026 og 2027 som følge af Carlsbergs SAIL'27-strategi, hvorefter væksten falder til almindeligt inflationsniveau de sidste tre år i budgetperioden. Omsætningsvæksten er fordelt på de tre primære markeder som Carlsberg opererer på, herunder Vesteuropa, Celtral- og Østeuropa og Indien samt Asien.

Det Vesteuropæiske marked budgetteres ud fra, at markedet er forholdsvis modent og mættet, hvorfor omsætningsvæksten herpå er mere moderat. Jf. Carlsbergs SAIL'27-strategi er det største fokus Asien på nuværende tidspunkt, hvorfor der budgetteres med størst omsætningsvækst på dette marked i starten af budgettet. Carlsberg beskriver ligeledes, at der senere bliver udviklet en accelerationsplan i Indien når det giver mening, hvorfor denne er budgetteret med en større omsætningsvækst i de senere år i budgettet. Det forventes ligesom hidtil, at Vesteuropa vil udgøre over 50% af den samlede omsætning, Central- og Østeuropa og Indien vil fortsat udgøre 20% og Asien vil udgøre resten.

Vareforbrug og dækningsgraden er budgettet ud fra det gennemsnitlige niveau de seneste fem år. Driftsomkostningerne er budgetteret ud fra de forudsætninger Carlsberg har oplyst. Dette indebærer blandt andet, at de ønsker at opnå samme bruttomarginer som der var før COVID-19, primært igennem områderne i forsyningskæden. Derudover forventes det, at markedsføringsomkostningerne vil stige til 9% af omsætningen, men Carlsberg vil tilsvarende forsøge at mindske administrationsomkostningerne med samme andel. Både afskrivninger, den effektive skattesats, arbejdskapital og CAPEX er budgetteret ud fra det gennemsnit, som de hver har haft de seneste fem år.

Værdiansættelse

Ved en værdiansættelse med DCF-modellen, anvendes det frie cash flow (FCF) til at finde virksomhedens fremtidige pengestrømme, som herefter tilbagediskonteres til nutidsværdi. Dette giver et langsigtet perspektiv og gøres for at få en forståelse for, hvad pengene er værd i dag eller i dette tilfælde på balancedagen pr. 31. december 2025. Det giver et estimat på hvad virksomheden eller en aktie er værd i dag, ud fra fremtidige indtægtskilder.

DCF-modellen er valgt, fordi modellen er særligt velegnet til modne og stabile virksomheder, som Carlsberg, med relativt forudsigelige indtægter og bygges derudover direkte på de strategiske konklusioner om stabilitet, lav risiko og moderat vækst samt de historisk observerede rentabilitetsniveauer, hvilket gør det muligt at opstille realistiske forventninger til fremtidig vækst og indtjening.

Det Frie Cash Flow (FCF)

Det frie cash flow er et udtryk for, hvad der er tilbage fra driftens indtjening, efter der er foretaget de nødvendige investeringer og ændringer i arbejdskapital.

Det frie cash flow beregnes således: $CF = EBIT (1 - Tax) + A - \Delta WCR - CAPEX$, hvor $EBIT (1 - Tax)$ er $EBIT * 1$ minus skatteprocent, A er afskrivninger, ΔWCR er ændringen i arbejdskapitalen og CAPEX er nettoinvesteringer.

$EBIT (1 - Tax)$ er kernerdriftens indtjening efter skat (NOPAT), hvorefter afskrivningerne lægges til, da det blot er en værdiforringelse og ikke en kontant omkostning.

Herefter fratrækkes ΔWCR , som er den bundet kapital i driften samt der fratrækkes CAPEX, som er de kontante investeringer.

Det frie cash flow	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	11.190	10.686	10.658	10.931	11.434	11.675	12.190	12.471	12.852	13.284
Skattesats	20,62%	17,85%	18,91%	19,85%	22,90%	20,02%	20,02%	20,02%	20,02%	20,02%
EBIT*(1-tax) (NOPAT)	8.885	8.773	8.644	8.767	8.816	9.338	9.750	9.974	10.279	10.624
+afskrivninger	2.749	2.536	2.411	2.571	2.901	3.243	3.373	3.437	3.500	3.560
-ændring i arbejdskap. -	5.781	5.488	5.196	1.606	759	6.326	1.041	514	510	478
-netto investeringer	6.221	19.664	2.952	8.583	39.962	7.969	8.288	8.445	8.601	8.747
= Frie Cash Flow	11.194	25.485	13.299	1.149	29.004	10.938	5.876	5.481	5.688	5.915

Kilde: Egen tilskrivning + Carlsbergs seneste 5 årsrapporter.

Til opgørelse af det frie cash flow er ovenstående budgettering af effektive skattesats, afskrivninger, arbejdskapital og CAPEX anvendt.

På baggrund af ovenstående tabel fremstår det frie cash flow mere stabilt i den efterfølgende budgetperiode fra 2026 til 2030, hvilket afspejler en antagelse om en mere normaliseret drift med jævn vækst i EBIT samt et stabilt investerings- og arbejdskapitalniveau. Carlsberg har løbende frasolgt sine aktiviteter i Rusland samt i 2025 lavet en større investering i opkøbet af Britvic, hvilket viser et markant fald i det frie cash flow i blandt andet 2024 og 2025, som primært kan tilskrives høje investeringer og ændringer i arbejdskapitalen.

Samtidig vil de mere stabile cash flows i den sene del af budgetperioden have stor betydning for terminalværdien, som typisk udgør en væsentlig del af den samlede værdi i en DCF-model. Samlet set viser udviklingen, at værdien i høj grad drives af forventningen om stabil og positiv cash flow-generering på længere sigt.

Udviklingen i det frie cash flow afhænger i den grad også af balancen mellem indtjening, investeringer og kapitalbinding, hvilket understreger vigtigheden af realistiske budgetforudsætninger i værdiansættelsen.

Fastsættelse af WACC

WACC'en er virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger, som er et minimums-afkastkrav som virksomheden skal skabe for dens investorer. Den består af aktionærernes afkastkrav på egenkapitalen samt bankernes, realkreditinstitutternes og kreditorernes afkastkrav på fremmedkapitalen, som er vægtet ud fra kapitalstrukturen. WACC bruges i DCF-modellen til at diskontere det frie cash flow.

WACC beregnes således: $WACC = (EAK * \frac{E}{E+G}) + (GR * (1 - ES) * \frac{G}{E+G})$, hvor EAK er ejernes afkastkrav, E er egenkapitalen, G er gælden, GR er gældsrenten og ES er den effektive skatteprocent. Skatten trækkes fra ved beregning af lånerenten, da renterne på omkostningerne ved gælden er fradragsberettiget. Der fratrækkes ikke skat på egenkapitalomkostningerne, da udbytte og afkast ikke er fradragsberettiget og aktionærene får deres andel efter skattebetaling.

WACC'en har en afgørende betydning for værdiansættelsen, da den anvendes til at tilbagediskontere de fremtidige frie cash flows.

Carlsberg opererer i en stabil og moden branche, hvilket typisk giver en relativt lav WACC, da risikoen vurderes som lavere end i mere risikofyldte virksomheder. Dette skyldes stabile cash flows og en stærk markedsposition. Samtidig er det vigtigt at nævne, at faktorer som valutaudsving og eksponering mod internationale markeder kan øge risikoen og dermed WACC'en. Dette er noget, som Carlsberg skal have særligt fokus på.

Beta

Beta er et udtryk for hvor meget volatilitet, dvs. udsving og risiko en aktie har i forhold til markedet. En høj volatilitet betyder store udsving og stor risiko, hvor modsat betyder en lav volatilitet mindre udsving og mere stabilitet. En Beta under 1,0 betyder at aktien har lav volatilitet og en Beta over 1,0 betyder at aktien har høj volatilitet. Er Beta lig med 1,0 vil det derfor betyde, at der er præcis samme risiko som markedet og en Beta på 0,0 vil være en risikofri investering.

Carlsberg har en Beta på 0,65, hvilket betyder lav volatilitet og risiko og aktien er derfor mindre konjunkturfølsom end resten af markedet (Yahoo Finance, 2026). Carlsbergs beta på 0,65 er forventeligt i denne branche, hvor der er stabil efterspørgsel på produkter, det er et stærkt globalt brand og der er stabile cash flows. Dette stemmer derfor overens med konklusionerne fra de interne og eksterne analyser, som påpeger Carlsbergs tilpasningsevne og handlekraft overfor negative påvirkninger. Der er anvendt en levered beta, da Carlsberg både har egenkapital og gæld. Hvis Carlsberg havde været 100% egenkapitalfinansieret, ville en unlevered beta anvendes, som kun tager højde for driftsrisikoen uden gæld. Levered beta måler tilsvarende både driftsrisikoen og den finansielle risiko ved gælden, hvilket er den korrekte måde at anvende i dette tilfælde.

Beta indgår direkte i beregningen af egenkapitalomkostningerne i WACC. En lavere beta, som er tilfældet for Carlsberg, reducerer investorernes krævede afkast, hvilket medfører en lavere WACC. Det betyder, at fremtidige frie cash flows diskonteres med en lavere rente, hvilket øger Carlsbergs nutidsværdi i værdiansættelsen efter DCF-modellen.

Risikofri rente

Den risikofri rente er et udtryk for det teoretiske afkast en investor kan opnå, uden at have nogen risiko ved investeringen. Den risikofri rente fastsættes til 2,25%, som svarer til en 10-årig dansk statsobligation som åbnede i 2025 (Danmarks Nationalbank, 2025). Den danske statsobligation er desuden valgt, da den er anvist i samme valuta som ovenstående analyser og beregninger og kan anvendes til CAPM og WACC.

Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er forskellen mellem den risikofri rente og det gennemsnitlige forventede afkast på aktier, som er en form for kompensation for mere risikofyldte investeringer. Markedsrisikopræmien fastsættes som udgangspunkt derfor til forskellen mellem en 10-årig statsobligation og et aktieafkast. Økonom Pablo Fernandez har lavet en undersøgelse i 2025, som konkluderer en gennemsnitlig markedsrisikopræmie i USA på 5,5% (BVR, 2025). Danmark og USA er sammenlignelige, da begge lande er et modent marked og der ikke tillægges country risk, da de to lande ikke er eksponeret for politisk ustabilitet, krig mv.

Dog anbefaler Skattestyrelsen i Danmark jf. den juridiske vejledning, at markedsrisikopræmien fastsættes til 6,0% for årene 2024 til 2026 (Skat.dk, 2026). På baggrund heraf, fastsættes markedsrisikopræmien derfor til 6,0%, da vurderingen fra Skattestyrelsen i Danmark vurderes for værende mere retvisende end markedsrisikopræmien i USA.

Egenkapitalomkostningerne (ejernes afkastkrav) beregnes ved hjælp af CAPM således: Ejernes afkastkrav = $RR + (B * MRP)$, hvor RR er den risikofri rente, B er beta og MRP er markedsrisikopræmien. På baggrund heraf kan CAPM udledes som:

$$\text{Ejernes afkastkrav} = 2,25\% + (0,65 * 6\%) = 6,15\%$$

Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen beskriver fordelingen mellem egenkapital og gæld i en virksomhed, som bruges til finansiering af vækst og aktiviteter. Sammensætningen mellem disse har betydning for både risiko og kapitalomkostninger og dermed for virksomhedens WACC og værdiansættelse. Carlsbergs nuværende kapitalstruktur i 2025 er 20% egenkapital og 80% gæld og gennemsnittet de seneste fem år er afrundet til 30% egenkapital og 70% gæld. Jf. Ole Sørensen er en virksomheds langsigtede kapitalstruktur ikke nødvendigvis lig med den nuværende kapitalstruktur, men et skøn over kapitalstrukturen, som virksomheden ønsker at ramme gennem rebalancering (Sørensen, 2012, p. 47). Til sammenligning er Royal Unibrews kapitalstruktur de seneste fem år gennemsnitligt på 34% egenkapital og 66% gæld og AB InBev har et gennemsnit på 41% egenkapital og 59% gæld.

DKK million	R2021	R2022	R2023	R2024	R2025	B2026	B2027	B2028	B2029	B2030
Carlsberg										
Gæld	77.627	80.619	86.082	83.380	123.279					
Egenkapital	48.756	34.722	25.749	30.612	30.676					
Samlet egenkapital og gæld	126.383	115.341	111.831	113.992	153.955					
Andel egenkapital	39%	30%	23%	27%	20%	Gennemsnit seneste fem år = 28%				
Andel gæld	61%	70%	77%	73%	80%	Gennemsnit seneste fem år = 72%				
Royal Unibrew										
Gæld	7.572	9.316	12.030	11.478	11.556					
Egenkapital	3.342	5.158	5.748	6.408	6.713					
Samlet egenkapital og gæld	10.914	14.474	17.778	17.886	18.269					
Andel egenkapital	31%	36%	32%	36%	37%	Gennemsnit seneste fem år = 34%				
Andel gæld	69%	64%	68%	64%	63%	Gennemsnit seneste fem år = 66%				
Ab Inbev										
Gæld i USD	138.287	128.665	126.664	117.937	121.072					
Egenkapital i USD	79.340	84.278	92.676	88.700	97.736					
Samlet egenkapital og gæld i USD	217.627	212.943	219.340	206.637	218.808					
Andel egenkapital	36%	40%	42%	43%	45%	Gennemsnit seneste fem år = 41%				
Andel gæld	64%	60%	58%	57%	55%	Gennemsnit seneste fem år = 59%				

Kilde: Egen tilvirkning + seneste fem årsrapporter for Carlsberg, Royal Unibrew og Ab InBev

Ud fra ovenstående er der derfor valgt en langsigtet ”target” kapitalstruktur på 40% egenkapital og 60% gæld. Det vil sige en højere egenkapitalfinansiering end Carlsberg har haft historisk, men fordelingen anses ikke for urealistisk ud fra konkurrenternes kapitalstruktur.

Lånerenten efter skat

Lånerenten er den rente som Carlsberg betaler for sine rentebærende gældsforpligtelser og den kan beregnes således: Lånerente = (risikofri rente + risikotillæg) * (1 – ES). Den effektive skatteprocent (ES) er tidligere opgjort til 20,02% og den risikofri rente er estimeret til 2,25%, hvorfor blot risikotillægget mangler. Den teoretiske korrekte løsning ville være at finde lånerenten i Carlsbergs årsrapport, men den fremgår ikke heraf.

Derfor er der valgt to måder til at finde lånerenten, hvor den ene er ud fra offentliggjorte kreditvurdering og dertilhørende risikotillæg og den anden metode er at beregne det ud fra årsrapportens rentebærende gæld og renteomkostninger.

Ud fra kreditvurderingen har Carlsberg jf. Fitch fået en kreditvurdering på BBB+ som er i kategorien ”Investment grade”, hvilket betyder økonomisk sundhed og god kreditkvalitet (Fitch Ratings, 2026). Ud fra denne kreditvurdering, er et risikotillæg på 2,25% passende jf. New York University (New York University, 2026)

Lånerenten efter skat kan derfor udregnes således:

$$\text{Lånerente} = (2,25 + 2,25) * (1 - 20,02\%) = 3,60\%$$

Herefter vil WACC ud fra den første løsning, se således ud:

$$\text{WACC} = (0,40 * 6,15\%) + (0,60 * 3,60\%) = 4,62\%$$

Den anden metode til at finde lånerenten, er ved at dividere de finansielle omkostninger med den gennemsnitlige rentebærende gæld. Den gennemsnitlige gæld anvendes for at afspejle hele årets gæld og ikke kun pr. balancedagen, da renteomkostningerne ligeledes vedrører hele året. Jf. årsrapporten for 2025 har Carlsberg renteomkostninger for 3.520 mio. kr. og rentebærende gæld for 70.623 mio. kr. ultimo 2025 og 38.140 mio. kr. primo 2025. Den gennemsnitlige gæld hele året er derfor:

$$\text{Gennemsnitlig gæld} = \frac{(70.623 + 38.140)}{2} = 54.382 \text{ mio. kr.}$$

Ud fra dette kan lånerenten efter skat beregnes således:

$$\text{Lånerente} = \frac{3.520}{54.382} * (1 - 20,02\%) = 5,18\%$$

Herefter vil WACC ud fra denne løsning, se således ud:

$$\text{WACC} = (0,40 * 6,15\%) + (0,60 * 5,18\%) = 5,57\%$$

Ved ovenstående beregning er de finansielle omkostninger, inklusiv alle finansielle omkostninger i årsrapporten og dette er ikke teoretisk korrekt, da det kun skal være de rentebærende omkostninger. Korrigeres der for disse, er der kun rentebærende omkostninger for 2.929 mio. kr. hvilket betyder, at lånerenten blot er 4,31% efter skat og WACC ender på 5,04%.

Ejernes afkastkrav på 6,15% er tilsvarende højere end lånerenten. Det må forventes at ejernes afkastkrav er højere end lånerenten, da risikoen er højere end blot at låne pengene et andet sted. Ud fra ovenstående er der valgt en WACC på 5% til værdiansættelsen i DCF-modellen, som er et fornuftigt niveau af hensyn til risikotillæg og ejernes afkastkrav.

Terminalvækst

Fastsættelse af terminalvæksten i terminalåret er det sidste element der mangler, før der kan beregnes og udarbejdes en teoretisk aktieværdi. Terminalperioden er en ”steady state”, som er den periode, hvor der ikke kan laves mere konkrete budgetter, hvorfor den fremtidige vækst forventes at være konstant. Jf. Ole Sørensen begynder terminalperioden, når fire følgende betingelser er opfyldt (Sørensen, 2012, p. 250):

1) *Væksten i salget er en konstant langsigtet vækstrate.* Hertil er væksten i terminalperioden fastsat til 1,75% svarende til inflationsniveauet, som jf. Nationalbanken er lidt under 2% de kommende år (Danmarks Nationalbank, 2025).

2) *Overskudsgraden (EBIT%) forbliver konstant, som sikrer at driftsomkostningerne vokser med samme vækstrate som salget.* Hertil er overskudsgraden (EBIT%) fastsat til 13,20%, som er et fornuftigt niveau henset til budgetperiodens udvikling samt gennemsnittet over de seneste fem regnskabsår, som er gennemgået i ovenstående regnskabsanalyse og budgettering.

3) Omsætningshastigheden forbliver konstant, som sikrer at netto driftsaktiver vokser med samme vækstrate som salget. Hertil er væksten i CAPEX og WCR jf. ovenstående budgettering, fastsat til henholdsvis 8,6% og -28,10%, svarende til gennemsnittet for de seneste fem år.

4) Den finansielle gearing (FGEAR) forbliver konstant, som sikrer sammen med (1) og (3), at netto finansielle forpligtelser vokser med samme vækstrate som salget. Det vil sige, at gældsfinansieringen skal udgøre samme andel som hidtil, hvilket jf. ovenstående er fastsat til 40% egenkapitalfinansiering og 60% gældsfinansiering.

De fire ovenstående betingelser er derfor opfyldt og der er belæg for at påbegynde terminalperioden. Ovenstående fire forudsætninger anvendes efterfølgende i nedenstående DCF-beregning.

DCF-modellen

Ud fra de ovenstående beregnede cash flows i budgetperioden 2026 til 2030 samt efterfølgende terminalår, er der foretaget en beregning af den teoretiske aktieværdi. Dette er gjort ved at tilbagediskontere cash flows fra 2026 til 2030 til nutidsværdi, med WACC som diskonteringsfaktor. Nutidsværdien af budgetperioden udgør 29.796 mio. kr. Herefter er der beregnet en nutidsværdi af terminalværdien i ultimo 2030 svarende til primo 2031 og alle fremtidige forecasts.

Terminalværdien ultimo 2030 beregnes således: $TV_{2030} = \frac{FCF_{2031}}{WACC-g}$ og bliver derfor til

$TV_{2030} = \frac{6.148}{5\% - 1,75\%} = 189.174$. Herefter beregnes nutidsværdien af terminalværdien således:

$NV \text{ terminalværdi} = TV_{2030} * (1 + WACC)^{-5}$ og bliver derfor til:

$NV \text{ terminalværdi} = 189.174 * (1 + 5\%)^{-5} = 148.223$

Sammenlagt bliver den samlede markedsværdi (EV) derfor 178.019 mio. kr. (29.796 + 148.223). Herefter tillægges der likvider, som er ikke-driftsmæssige aktiver og fratrækkes rentebærende gæld, jf. Carlsbergs 2025 regnskab. Samlet set giver dette en beregnet egenkapital på 116.981 mio. kr.

Carlsberg har jf. 2025 årsrapporten oplyst, at der i alt er 132,66 mio. aktier, bestående af 33,70 mio. A-aktier og 98,96 mio. B-aktier. Den beregnede egenkapital divideret med samlede antal aktier giver derfor følgende: $Aktieværdi = \frac{116.981 \text{ mio.kr.}}{132,66 \text{ mio.aktier}} = 882 \text{ kr.}$

Den teoretiske aktieværdi på 882 kr. er derfor 47 kr. højere end den faktiske aktieværdi på 835 kr. pr. 31. december 2025, hvilket svarer til en afvigelse på 5,61%. Aktieværdien anses derfor for at være en smule undervurderet, med forbehold for eventuelle ændringer i kapitalomkostninger og terminalvækst.

Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen anvendes til at vurdere, hvor følsom værdiansættelsen er overfor ændringer i centrale forudsætninger herunder WACC og terminalvækst. Værdiansættelsen hviler i høj grad på antagelser og vurderinger, hvilket medfører usikkerhed.

Selv små ændringer i WACC kan have stor indflydelse på nutidsværdien af de fremtidige cash flows, da en højere WACC reducerer værdien, mens en lavere WACC øger den. Følsomhedsanalysen bidrager derfor til at vurdere usikkerheden og robustheden i den beregnede værdiansættelse af Carlsberg.

Som det tydeliggøres i nedenstående, bliver aktieværdien større ved en lavere WACC og en højere terminalvækst. Tilsvarende bliver aktieværdien ligeledes mindre ved en højere WACC og en mindre terminalvækst. Der er valgt en WACC i midten på 5,0% og en terminalvækst på 1,75%, svarende til de anvendte værdier til den ovenstående teoretiske aktieværdi. De er begge henholdsvis repræsenteret med ændringer på 0,25 procentpoint, for at se den betydelige virkning af små rettelser.

For eksempel ville en terminalvækst på 2,0% og en fastholdelse på den samme WACC på 5,0%, betyde en aktieværdi på 992 kr., som er 157 kr. højere end den faktiske aktieværdi. Dette viser tydeligt, hvor følsom aktieværdien er overfor de mindste ændringer.

		Terminalvækst (g)						
		1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
WACC	4,25%	879	989	1.118	1.274	1.465	1.703	2.009
	4,50%	786	880	990	1.120	1.276	1.466	1.704
	4,75%	705	787	881	991	1.121	1.277	1.467
	5,00%	635	706	788	882	992	1.122	1.278
	5,25%	572	635	707	788	883	992	1.122
	5,50%	517	573	636	707	789	883	993
	5,75%	467	518	574	637	708	789	884

Kilde: Egen tilvirkning

Multipel analyse

For at foretage et "Sanity check" af den beregnede aktieværdi ovenfor, udarbejdes der en multipel analyse. Modsat DCF-modellen, kræver denne form for analyse ingen budgettering og der er minimal informationsindsamling. Multipel-analysen er baseret på regnskabstal og beregninger for de to samme virksomheder som tidligere: Royal Unibrew og AB InBev. I beregningerne er Carlsbergs multipler undladt, da de ellers ville påvirke resultatet cirkulært og Carlsbergs egne resultater vil indgå i værdiansættelsen.

Der er nedenfor foretaget en multipel analyse ud fra pris-over-salg (P/S), pris-over-nettooverskud (P/E), pris-over-bogført værdi (P/B) samt EV/EBITDA.

Aktiekursen på virksomhederne er anført, jf. Nordnets aktiekurser pr. 31. december 2025 (Nordnet, 2026) og antal aktier, omsætning, bogført værdi, nettooverskud og nettogæld er jf. virksomhedernes årsregnskaber for 2025 (Ab Inbev, 2025) (Royal Unibrew, 2025).

	Aktiekurs 31/12-25	Antal stk aktier mio.	Omsætning (S)	Markedsværdi (P)	Bogført værdi (B)	Nettooverskud (E)	P/S	P/E	P/B
Carlsberg	835,00	132,66	89.095	110.771	30.676	6.978	x	x	x
Royal Unibrew	574,50	49,65	15.723	28.524	6.713	1.560	1,81	18,28	4,25
Ab Inbev	409,45	2.019,24	376.842	826.769	620.887	53.852	2,19	15,35	1,33
Gennemsnit							2,00	16,82	2,79

Kilde: Egen tilvirkning "Prismultiple ved sammenligning med Royal Unibrew og AB InBev"

	Aktiekurs 31/12-25	Antal stk aktier mio.	Markedsværdi (P)	Nettogæld	EBITDA	EV/EBITDA
Carlsberg	835,00	132,66	110.771	61.038	14.335	x
Royal Unibrew	574,50	49,65	28.524	5.730	2.931	11,69
Ab Inbev	409,45	2.019,24	826.769	389.986	133.769	9,10
Gennemsnit						10,39

Kilde: Egen tilvirkning "Prismultiple ved sammenligning med Royal Unibrew og AB InBev"

Ud fra ovenstående er der en gennemsnitlig P/S på 2,0, P/E på 16,82, P/B på 2,79 og EV/EBITDA på 10,39. De udregnede gennemsnit af de ovenstående multipler er anvendt til beregningen af Carlsbergs værdi således:

	Gennemsnit	Carlsberg værdi	Carlsberg EV	Nettogæld	Carlsberg EK	Antal aktier	Værdi pr aktie
Nettoomsætning P/S	2,00	89.095	178.551	61.038	117.513	132,66	886
Nettooverskud P/E	16,82	6.978	117.360		117.360	132,66	885
Bogført værdi P/B	2,79	30.676	85.596		85.596	132,66	645
EV/EBITDA	10,39	14.335	148.960	61.038	87.922	132,66	663
Gennemsnit			132.617		102.098		770

Kilde: Egen tilvirkning "Prismultiple ved sammenligning med Royal Unibrew og AB InBev"

Nogle multipler, herunder P/S og EV/EBITDA kræver tilpasninger for at være sammenlignelige, da de påvirkes af virksomhedens gæld i forhold til egenkapital (Sørensen, 2012, p. 32). Derfor bliver rentebærende gæld fratrukket rentebærende likvider (nettogæld), som vises jf. ovenstående, tillagt markedsværdien (Carlsberg EV).

Ifølge ovenstående tabel viser P/S, P/E, P/B og EV/EBITDA en samlet egenkapitalværdi på 102.098 mio. kr. Divideret med Carlsbergs 132,66 mio. aktier, bliver der en gennemsnitlig aktieværdi på 770 kr. pr. 31. december 2025. Dette svarer til en forskel på 112 kr. pr. aktie jf. ovenstående beregning ud fra DCF-modellen. Aktieværdien ud fra P/S og P/E er dog nærmest identisk med aktieværdien ud fra DCF-modellen. Dette gør sig gældende, da DCF er beregnet ud fra de fremtidige pengestrømme, herunder stabil vækst og omsætning, hvor P/S og P/E reelt set måler værdien ud fra samme stabile indtjening.

P/B og EV/EBITDA er væsentligt lavere, da P/B blot er ud fra historiske bogførte tal og ikke tager højde for f.eks. brandet, som påvirker markedsværdien højere end den bogførte værdi. Derudover er EV/EBITDA lav, da den ikke tager højde for CAPEX og ændring i arbejdskapital. DCF-modellen er udarbejdet på baggrund af budgetteret tal, skøn og strategiske forventninger, hvor værdiansættelsen ud fra multipler afspejler den aktuelle markedsprissætning, udarbejdet på baggrund af regnskabsmæssige tal fra virksomhedernes årsrapporter for 2025.

Resultaterne fra multipel-analysen styrker validiteten, da resultatet ligger tæt på samme værdi som ved DCF-beregningen, hvilket viser at det er et realistisk beregnet estimat.

Konklusion

Formålet med denne afhandling har været at vurdere, om Carlsbergs aktiekurs var over- eller undervurderet pr. 31. december 2025, da virksomhedens årsrapport for 2025 blev offentliggjort. Dette er undersøgt gennem en strategisk analyse, regnskabsanalyse, budgettering samt en afsluttende værdiansættelse baseret på DCF-modellen.

Aktiekursen har været meget svigende de seneste år, og har været negativt påvirket af blandt andet COVID-19 og krig mellem Ukraine og Rusland. Carlsberg skal i den forbindelse forsøge at navigere og konkurrere på markedet, for at opretholde sin markedsposition. Carlsberg har en stor kendskabsgrad verden over, og har en stærk position i den globale bryggeribranche, understøttet af en effektiv og integreret værdikæde, globale produktionsenheder samt betydelige stordriftsfordele. Carlsberg fokuserer både på bæredygtighed, produkter og produktudvikling, hvilket i sidste ende bidrager positivt til kundetilfredsheden. SAIL'27-strategien bidrager til virksomhedens langsigtede vækstmuligheder gennem fokus på organisk vækst, samt ekspansion på vækstmarkeder som Asien og Indien. Carlsberg opererer dog i et marked præget af hård konkurrence, ændrede forbrugerpræferencer, stigende ESG-krav samt geopolitisk og økonomisk usikkerhed, herunder konsekvenserne af krigen mellem Rusland og Ukraine. Carlsbergs tilpasningsevne til udviklingen på markedet, er altafgørende for den fremtidige konkurrenceevne og vækst.

I perioden 2021-2025 har Carlsberg formået at opretholde stabile driftsresultater trods ekstraordinære påvirkninger fra Rusland. Omsætningen har været stigende, mens EBIT-marginen har ligget stabilt, hvilket understøtter virksomhedens effektive og robuste drift. Egenkapitalforrentningen er særligt påvirket negativt af resultatet fra ophørte aktiviteter i Rusland i 2022 og 2023, men er efterfølgende stabiliseret. Afkastningsgraden ligger i alle årene på et acceptabelt niveau sammenholdt med markedsrenten. Soliditetsgraden har været lidt under tilfredsstillende niveau alle årene, hvor den ender på 18% i 2025, hvilket skyldes at finansieringen af opkøbet af Britvic, blev finansieret med fremmedkapital. Sammenlignet med konkurrenter som Royal Unibrew og AB InBev vurderes Carlsberg fortsat at befinde sig på et konkurrencedygtigt niveau både operationelt og finansielt.

Budgetteringen for perioden 2026-2030 bygger på forventninger om moderat, men stabil vækst i omsætning, EBITDA og frie cash flows. Væksten er fastsat ud fra Carlsbergs SAIL'27-strategi samt afhandlingens øvrige konklusioner. Driftsomkostninger, afskrivninger, den effektive skattesats og nettoinvesteringer, er primært budgetteret ud fra det gennemsnitlige niveau de seneste fem år, samt ud fra de forudsætninger som Carlsberg selv oplyser. De frie cash flows forventes at blive mere stabile i budgetperioden, som følge af en stabil ændring i arbejdskapital og nettoinvesteringer. De stabile pengestrømme i den sene del af budgetperioden har stor betydning for terminalværdien, som udgør en væsentlig del af den samlede værdi i DCF-modellen.

Værdiansættelsen resulterer i en teoretisk aktiekurs på 882 kr. pr. aktie sammenholdt med den faktiske børskurs pr. 31. december 2025 på 835 kr. pr. aktie. Aktien vurderes derfor at være svagt undervurderet med en afvigelse på ca. 5,61%. Beregningen bygger på en WACC på 5% og en terminalvækst på 1,75%. Følsomhedsanalysen understreger dog, at værdiansættelsen er meget følsom overfor ændringer i særligt WACC og terminalvækst. Den beregnede teoretiske aktieværdi ved DCF-beregningen er understøttet af en multipel analyse, som er tæt på samme resultat, hvilket tyder på et realistisk beregnet estimat.

Bibliografi

Ab Inbev, 2025. *Ab Inbev: Annual Report 2025*. [Online]

Available at:

<https://cdn.builder.io/o/assets%2F2e5c7fb020194c1a8ee80f743d0b923e%2F0ed8e38b7bd34eeba062373131825813?alt=media&token=a86af53e-f6bb-468d-8097-596dfe6031a4&apiKey=2e5c7fb020194c1a8ee80f743d0b923e>

[Senest hentet eller vist den 13 april 2026].

BVR, 2025. *Global: Fernandez's survey of 2025 risk premiums and risk-free rates*.

[Online]

Available at: <https://www.bvresources.com/articles/bvwire/global-fernandezs-survey-of-2025-risk-premiums-and-risk-free-rates>

[Senest hentet eller vist den 29 april 2026].

Børsen, 2026. *Carlsberg B A/S*. [Online]

Available at: <https://borsen.dk/investor/aktie/S1153/carlsberg-b-as>

[Senest hentet eller vist den 28 februar 2026].

Carlsberg Danmark, 2022. *Carlsberg Danmark*. [Online]

Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/baeredygtighed/casehistorier/fremtidens-emballage-skal-indeholde-hele-pakken/>

[Senest hentet eller vist den 5 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2023. *Salget af alkoholfri øl er steget med 40 pct. i Carlsbergs On-Trade forretning*. [Online]

Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/newsroom/salget-af-alkoholfri-oel-er-steget-med-40-pct-i-carlsbergs-on-trade-forretning/>

[Senest hentet eller vist den 19 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2025. [Online]

Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/newsroom/saa-er-det-heller-ikke-sjovere-at-drikke-sig-i-hegnet-nu-vil-tuborg-inspirere-unge-til-en-bedre-alkoholkultur/>

[Senest hentet eller vist den 8 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2025. *Carlsberg er klar med sin første danske regenerative øl*.

[Online]

Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/newsroom/carlsberg-er-klar-med-sin-foerste-danske-regenerative-oel/>

[Senest hentet eller vist den 12 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026a. *Mød os: Carlsberg Danmark*. [Online]

Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/organisation/>

[Senest hentet eller vist den 5 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026b. *Regler og konkurrenceforhold: Carlsberg Danmark*. [Online]
Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/regler-og-konkurrenceforhold/>
[Senest hentet eller vist den 5 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026c. *Shop: Carlsberg Danmark*. [Online]
Available at: <https://shop.carlsbergdanmark.dk/Fadolsforsyningen>
[Senest hentet eller vist den 8 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026d. *Kontaktinformation: Carlsberg Danmark*. [Online]
Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/kontakt/kontaktinformation/>
[Senest hentet eller vist den 12 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026e. *Careers: Carlsberg Danmark*. [Online]
Available at: <https://careers.carlsberg.com/CarlsbergDK/content/Culture-Our-behaviours/#:~:text=The%20way%20we%20work%20throughout%20the%20Carlsberg,winning%20culture%20with%20clear%20roles%20and%20accountability.>
[Senest hentet eller vist den 12 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026f. *Careers: Carlsberg Danmark*. [Online]
Available at: https://careers.carlsberg.com/CarlsbergDK/content/Early-Careers-Interns-and-students/?locale=en_GB
[Senest hentet eller vist den 12 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026g. *Mød os: Carlsberg Danmark*. [Online]
Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/organisation/ledergruppen/>
[Senest hentet eller vist den marts 12 2026].

Carlsberg Danmark, 2026h. *Produkter: Carlsberg Danmark*. [Online]
Available at: <https://www.carlsbergdanmark.dk/produkter/>
[Senest hentet eller vist den 13 marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026i. *Kontakt >> Kunde hos Carlsberg*. [Online]
Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/kontakt/kunde-hos-carlsberg/>
[Senest hentet eller vist den 12 Marts 2026].

Carlsberg Danmark, 2026k. *Mød os*. [Online]
Available at: <https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/>
[Senest hentet eller vist den 1 Marts 2026].

Carlsberg Fondet, 2024. *Ejerskab af Carlsberg A/S*. [Online]
Available at: <https://www.carlsbergfondet.dk/om-fondet/governance/ejerskab-af-carlsberg-as/>
[Senest hentet eller vist den 8 marts 2026].

Carlsberg Group, 2022. *Carlsberg Group*. [Online]
Available at: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/carlsberg-launches-new->

[global-campaign-with-mads-mikkelsen/](#)
[Senest hentet eller vist den 8 marts 2026].

Carlsberg Group, 2024a. *Carlsberg Group*. [Online]
Available at: https://www.carlsberggroup.com/media/ejfphebu/06_07022024_financial-statement-as-at-31-december-2023.pdf
[Senest hentet eller vist den 28 februar 2026].

Carlsberg Group, 2024b. *Newsroom: Carlsberg Group*. [Online]
Available at: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/accelerate-sail-sets-higher-long-term-growth-ambitions/>
[Senest hentet eller vist den 13 marts 2026].

Carlsberg Group, 2025a. *Carlsberg Group Launches its First Ever IT Global Capability Centre in Gurugram*. [Online]
Available at: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/carlsberg-group-launches-its-first-ever-it-global-capability-centre-in-gurugram/>
[Senest hentet eller vist den 8 Marts 2026].

Carlsberg Group, 2025. *Annual Report 2025*. [Online]
Available at: https://www.carlsberggroup.com/media/1tgf0wsy/carlsberg-group_2025-annual-report.pdf
[Senest hentet eller vist den 8 Marts 2026].

Carlsberg Group, 2025. *Carlsberg Group*. [Online]
Available at: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/h1-2025-financial-statement/>
[Senest hentet eller vist den 28 februar 2026].

Carlsberg Group, 2026a. *Hvem vi er: Carlsberg Group*. [Online]
Available at: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/integrated-supply-chain/>
[Senest hentet eller vist den 5 marts 2026].

Carlsberg Group, 2026b. *Hvem vi er: Carlsberg Group*. [Online]
Available at: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/global-presence/>
[Senest hentet eller vist den 5 marts 2026].

Carlsberg Group, 2026c. *Hvem vi er: Carlsberg Group*. [Online]
Available at: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/carlsberg-shared-services/>
[Senest hentet eller vist den 8 marts 2026].

Carlsberg Group, 2026d. *Hvem vi er: Carlsberg Group*. [Online]
Available at: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg->

[group/integrated-supply-chain/carlsberg-kiosk/](#)

[Senest hentet eller vist den 5 marts 2026].

Carlsberg Group, 2026e. *Hvem vi er: Carlsberg Group*. [Online]

Available at: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/executive-committee/>

[Senest hentet eller vist den 12 marts 2026].

Carlsberg Group, 2026f. *Hvem vi er: Carlsberg Group*. [Online]

Available at: <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/supervisory-board/>

[Senest hentet eller vist den 12 marts 2026].

Carlsberg Group, 2026g. *Products: Carlsberg Group*. [Online]

Available at: <https://www.carlsberggroup.com/products/>

[Senest hentet eller vist den 13 marts 2026].

Carlsberg Group, 2026h. *Carlsberg Denmark Debuts New Product Platform That Cuts Alcohol in Half as Moderation Becomes a Growth Engine*. [Online]

Available at: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/carlsberg-denmark-debuts-new-product-platform-that-cuts-alcohol-in-half-as-moderation-becomes-a-growth-engine/>

[Senest hentet eller vist den 8 Marts 2026].

Carlsberg Group, 2026i. *Carlsberg Group delivers significant ESG progress in 2025*.

[Online]

Available at: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/carlsberg-group-delivers-significant-esg-progress-in-2025/>

[Senest hentet eller vist den 15 Marts 2026].

Carlsberg Group, 2026j. *FY 2025 Financial Statement*. [Online]

Available at: <https://www.carlsberggroup.com/newsroom/fy-2025-financial-statement/>

[Senest hentet eller vist den 31 Marts 2026].

Carlsberg, 2025. *Annual Report*. [Online]

Available at: https://carlsberggroup.com/media/1tgf0wsy/carlsberg-group_2025-annual-report.pdf

[Senest hentet eller vist den 12 Marts 2026].

Danmarks Nationalbank, 2025. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2025/udsigt-til-lavere-loenstigninger-og-stabil-inflation-trods-usikre-tider>

[Senest hentet eller vist den 28 april 2026].

Danmarks Nationalbank, 2025. *Åbning af ny 10-årig benchmark statsobligation den 5. februar 2025*. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/presse/markedsmeddelelser/2025/aabning-af-ny-10-aarig-benchmark-statsobligation-den-5-februar-2025>

[Senest hentet eller vist den 29 april 2026].

Danmarks Nationalbank, 2026. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/presse/arkiv/2026/udsigterne-for-dansk-oekonomi-er-praeget-af-vedvarende-usikkerhed-26-03-2026>

[Senest hentet eller vist den 28 april 2026].

Danmarks Nationalbank, 2026. *Danmarks Nationalbank: Valutakurser*. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser- pengepolitik-og-dansk-oekonomi/valutakurser>

[Senest hentet eller vist den 13 april 2026].

Finans.dk, 2026. *Carlsberg skruer op for offensiv: Flere råvarer skal komme fra bæredygtigt landbrug*. [Online]

Available at: <https://finans.dk/erhverv/ECE19080792/carlsberg-skrue-op-for-offensiv-flere-raavarer-skal-komme-fra-baeredygtigt-landbrug/>

[Senest hentet eller vist den 8 Marts 2026].

Fitch Ratings, 2026. *Fitch Ratings: Carlsberg Bryggerier A/S*. [Online]

Available at: <https://www.fitchratings.com/entity/carlsberg-breweries-a-s-80714628>

[Senest hentet eller vist den 1 maj 2026].

Frandsen, A. H., 2020. *Fødevarewatch*. [Online]

Available at: <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article12198661.ece>

[Senest hentet eller vist den 13 marts 2026].

Home of Carlsberg, 2026. *Home of Carlsberg*. [Online]

Available at: <https://homeofcarlsberg.com/da/stories/ny-teknologi-indenfor-byg-er-som-at-lege-med-legoklodser/>

[Senest hentet eller vist den 5 marts 2026].

Indenrigs- og Sundhedsministeriet, 2026. *Alkohol- og stofmisbrug*. [Online]

Available at: <https://www.ism.dk/sundhed/forebyggelse/alkohol-og-stofmisbrug>

[Senest hentet eller vist den 5 Marts 2026].

Johansen, K., 2024. *Verdensproduktion og forbrug af øl*. [Online]

Available at:

[https://lex.dk/verdensproduktion og forbrug af %C3%B8l#:~:text=Verdens%20st%C3%B8rste%20bryggerigruppe%20er%20ABInbev,Royal%20Unibrew%20ligger%20p%C3%A5%2035.](https://lex.dk/verdensproduktion%20og%20forbrug%20af%20%C3%B8l#:~:text=Verdens%20st%C3%B8rste%20bryggerigruppe%20er%20ABInbev,Royal%20Unibrew%20ligger%20p%C3%A5%2035.)

[Senest hentet eller vist den 13 Marts 2026].

Lasso, 2026. *Hvad er afkastningsgrad?*. [Online]

Available at:

[https://lassox.com/ordbog/afkastningsgrad#:~:text=Som%20tommelfingerregel%20vil%20en%20afkastningsgrad%20p%C3%A5%20over,i%20aktier%20p%C3%A5%20global%20basis%20\(historisk%20set\).](https://lassox.com/ordbog/afkastningsgrad#:~:text=Som%20tommelfingerregel%20vil%20en%20afkastningsgrad%20p%C3%A5%20over,i%20aktier%20p%C3%A5%20global%20basis%20(historisk%20set).)

[Senest hentet eller vist den 12 April 2026].

Legal Desk, 2022. *Legal Desk: Soliditetsgrad*. [Online]

Available at: <https://www.legaldesk.dk/erhverv/selskabsstiftelse/soliditetsgrad>

[Senest hentet eller vist den 12 april 2026].

McKinsey & Company, 2025. *How Carlsberg thrives with resilience*. [Online]

Available at: <https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/how-carlsberg-thrives-with-resilience>

[Senest hentet eller vist den 8 Marts 2026].

Mikro Bryggerier, 2026. *Liste over bryggerier i Danmark*. [Online]

Available at: <https://mikrobryggerier.dk/bryggerier/>

[Senest hentet eller vist den 12 Marts 2026].

Nationalbanken , 2026. *Valuta og likviditet samt månedsbalance, februar 2026*. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/presse/arkiv/2026/valuta-og-likviditet-samt-maanedsbalance-februar-2026-03-03-2026>

[Senest hentet eller vist den 12 Marts 2026].

Nationalbanken, 2025. *Inflation*. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/temaer/inflation>

[Senest hentet eller vist den 12 Marts 2026].

New York University, 2026. [Online]

Available at:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.htm

[Senest hentet eller vist den 5 maj 2026].

Nordnet, 2026. [Online]

Available at: https://www.nordnet.dk/aktier/kurser/royal-unibrew-rbrew-xcse?gad_source=1&gad_campaignid=23035077833&gbraid=0AAAAAD3McoltwLgYw9w34VFQLbM6MBb7_&gclid=CjwKCAjwvttvPBhBuEiwAPMijrxe_sfb8-cxcHXO6f113KqwVoxJQaOzc39AJ0EX5HFNMKUoPtmhKNhoCgMAQAvD_BwE

[Senest hentet eller vist den 6 maj 2026].

Reuters, 2022. *euronews.com*. [Online]

Available at: <https://www.euronews.com/next/2022/03/05/ukraine-crisis-carlsberg->

russia

[Senest hentet eller vist den 28 februar 2026].

Royal Unibrew, 2025. *Royal Unibrew: Annual Report 2025*. [Online]

Available at: <https://cms.unibrew.com/media/z3mdvo0x/royal-unibrew-annual-report-2025.pdf>

[Senest hentet eller vist den 13 april 2026].

Skat.dk, 2026. *Skat.dk: C.J.3.1.2.2 Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav*. [Online]

Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882>

[Senest hentet eller vist den 2 maj 2026].

Sørensen, O., 2012. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse: En praktisk tilgang*. 4. red. s.l.:Gjellerup/Gads Forlag.

Terney, S. I., 2025. *Mediet Markedsføring*. [Online]

Available at: <https://markedsforing.dk/artikler/nyheder/carlsberg-soesaetter-gigantisk-relancering-paa-det-danske-marked/>

[Senest hentet eller vist den 8 marts 2026].

The Moscow Times, 2024. *The Moscow Times*. [Online]

Available at: <https://www.themoscowtimes.com/2024/12/03/danish-brewer-carlsberg-sells-russian-business-a87213>

[Senest hentet eller vist den 28 februar 2026].

Tækker, C., 2022. *DTU: Virksomheder vil stoppe vandspild*. [Online]

Available at: <https://www.dtu.dk/newsarchive/2022/09/virksomheder-vil-stoppe-vandspild>

[Senest hentet eller vist den 12 marts 2026].

Virksomhedsguiden, 2026. *3 vigtige nøgletal for din virksomheds evne til at tjene penge*.

[Online]

Available at: <https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/3-vigtige-noegletal-for-din-virksomheds-evne-til-at-tjene-penge/f4951a85-606f-450b-8772-86a05477696a/>

[Senest hentet eller vist den 11 April 2026].

Yahoo Finance, 2026. *Yahoo Finance: Carlsberg A/S*. [Online]

Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/CARL->

[B.CO/?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2x1LmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAADscWFZT-](https://finance.yahoo.com/quote/CARL-B.CO/?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2x1LmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAADscWFZT-)

[eVOJR5WMv5QDdluwbcWWAf0rjs49F4L0FeJXJf91X4M13ja6yC1pBD3aYhjEUy2OGqzZ9y5QNq82oofZFxSu_LNHNB3nssYrSuK8KL56ArgiJQmJh3rdgQGSH](https://finance.yahoo.com/quote/CARL-B.CO/?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2x1LmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAADscWFZT-eVOJR5WMv5QDdluwbcWWAf0rjs49F4L0FeJXJf91X4M13ja6yC1pBD3aYhjEUy2OGqzZ9y5QNq82oofZFxSu_LNHNB3nssYrSuK8KL56ArgiJQmJh3rdgQGSH)

[Senest hentet eller vist den 29 april 2026].