



Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Carlsberg

A valuation of Carlsberg A/S

**Kandidatafhandling
December 2010**

**Cand. merc. FIR
Institut for finansiering**

Udarbejdet af: Morten Bjørn Jensen

**Vejleder: Carsten Kyhnauv
Institut for Regnskab
og Revision**

*Antal sider: 100
Antal anslag: 145.903*

Indholdfortegnelse

Executive Summary	3
1. Indledning	4
1.1 Problemstilling.....	5
1.2 Problemformulering.....	7
1.3 Model- og metodevalg.....	8
1.3.1 Strategisk analyse.....	9
1.3.2 Regnskabsanalyse	9
1.4 Kildekritik.....	10
1.5 Afgrænsning	11
2. Præsentation af empiri.....	12
2.1 Historisk udvikling	12
2.2 Markedsforhold og økonomisk udvikling	14
2.2.1 Nord- og Vesteuropa.....	17
2.2.2 Østeuropa	18
2.2.3 Asien	19
2.3 Produktportefølje	20
2.4 Ejerforhold.....	22
2.5 Ledelse og organisation	23
2.6 Erklærede strategier	23
2.7 Carlsberg på fondsbørsen	24
3. Strategisk analyse	26
3.1 PESTEL-analyse.....	26
3.1.1 Politiske forhold.....	26
3.1.2 Økonomiske forhold	28
3.1.3 Socialkulturelle forhold	33
3.1.4 Teknologiske forhold	34
3.1.5 Miljømæssige forhold	34
3.1.6 Lovgivning.....	35
3.2 Brancheanalyse	35
3.2.1 Indgangsbarrierer	36
3.2.2 Leverandørers forhandlingsstyrke	36
3.2.3 Kunders forhandlingsstyrke	37
3.2.4 Substituerende produkter	37
3.2.5 Konkurrenceintensitet i ølbranchen	38
3.3 Selskabsspecifikke forhold	39
3.4 Delkonklusion.....	40
4. Regnskabsanalyse.....	41
4.1 Anvendt regnskabspraksis	41
4.2 Egenkapitalopgørelse.....	42

4.3 Resultatopgørelse.....	43
4.4 Balance	43
4.5 Rentabilitetsanalyse	45
4.6 Delkonklusion.....	48
5. Budgettering	50
5.1 Budgetforudsætninger	50
5.2 Nettoomsætning.....	51
5.2.1 Nord- og Vesteuropa.....	51
5.2.2 Østeuropa	52
5.2.3 Asien	52
5.2.4 Ikke-fordelte.....	53
5.3 Produktionsomkostninger	53
5.4 Øvrige omkostninger	53
5.5 Delkonklusion.....	54
6. Værdiansættelse	55
6.1 DCF-modellen	56
6.1.1 De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)	57
6.1.2 Den langsigtede kapitalstruktur	58
6.1.3 Lånerenten.....	58
6.1.4 Marginal skattesats.....	59
6.1.5 Ejerafkastkravet	59
6.1.6 Beregning af WACC.....	60
6.1.7 Terminalperioden.....	61
6.2 Værdiansættelse af Carlsberg	62
6.3 Multipelanalyse	63
6.4 Følsomheds- og risikoanalyse	64
6.5 Delkonklusion.....	65
7. Konklusion	66
7.1 Perspektivering	69
Bilagsoversigt.....	72
Referenceliste	94
Figuroversigt.....	98
Tabeloversigt.....	99
CD-ROM.....	100

Executive Summary

Carlsberg A/S is the world's 4th largest brewery, measured in sales volume. The leading position is among others a result of a strong organic growth and a comprehensive acquisition strategy primarily during the recent years.

Carlsberg is a public listed company and a member of the NASDAQ OMXC20 with a share price of DKK 461.7 on the 1st of June 2010. The main purpose with this thesis is to estimate the fair market value of a Carlsberg B share as of the 1st of June 2010. The fundament for doing this is a strategic and financial analysis, which is required to prepare the forecasts of the value drivers. The valuation is based on the Discounted Cash Flow model (DCF), the Economic Value Added (EVA) model and on multiples within a peer group.

The brewery sector and the environment of Carlsberg were analyzed, followed by a financial analysis which gave an indication of a company with a strong financial and strategic position with minor future challenges. The brewery sector as a whole is in a consolidation phase, where the largest breweries are growing bigger and the total number of breweries is decreasing. The strategic analysis showed some risk elements that Carlsberg will not be able to affect by themselves, among others the currency rate of the Russian ruble that has become one of the most important foreign currencies, with respect to the turnover measured in DKK.

The growth rate of Carlsberg was estimated separately for the three regions, North- and Western Europe, Eastern Europe and Asia. The conclusion was that on the matured North- and Western Europe markets the growth rate was low, however still positive. On the growth markets of Eastern Europe and Asia the growth rate was slightly higher.

Based on the DCF and EVA valuation models the share price was determined to be **DKK 449.00**. This value deviates from the market price by 3 %, indicating that the share has been overbought at the time of the valuation. The multiples analysis resulted in a share price interval between DKK 286.7 and DKK 772.1. The result was tested in a sensitivity analysis, which showed that especially the estimated growth factor, in the terminal period, had a significant effect on the share price.

The conclusion is that the share price is slightly overvalued by the market, and based on this given a Hold recommendation for the private investor. But because of the growth potential in the longer term, Carlsberg is still an attractive investment for the private investor with a longer investment horizon.

1. Indledning

Emnerne regnskabsanalyse og værdiansættelse dækker en stor del af den teori, jeg har tilegnet mig på min uddannelse. Derfor finder jeg det interessant at afprøve disse teorier i praksis på en større dansk virksomhed.

Udgangspunktet for valg af Carlsberg som case er at det er en dynamisk virksomhed og en del af en branche, der i disse år befinder sig i en omfattende konsolideringsfase. For lidt over 10 år siden havde de 10 største bryggerier en global markedsandel på 34 %. I dag er denne andel steget til 59 %.¹

Carlsberg har selv en lang række opkøb og frasalg bag sig, og har de seneste to år brugt dette strategiske redskab til at opnå en position som det fjerde største bryggeri i verden, med en global markedsandel på 5,9 %² målt på salgsvolumen i 2009.

Carlsberg er samtidig et børsnoteret selskab, med aktiviteter i mere end 150 lande.³ Et børsnoteret selskab i den størrelsesorden giver mulighed for en omfattende analyse af virksomheden. Samtidig er al nødvendig information tilgængelig, hvilket må give det bedste udgangspunkt for en præcis og forsvarlig værdiansættelse.

Værdiansættelse er i praksis en større udfordring, da det aldrig vil være muligt at finde den definitive sandhed i forhold til selskabets "fair markedsværdi". Resultatet af en værdiansættelse er en subjektiv vurdering, og derfor er det også mere reglen end undtagelsen at analytikerne giver forskellige estimater på et selskabs aktiekurs i en given horisont.⁴

I oversigten over analytikernes kursmål fra juni 2010, som for de flestes vedkommende bygger på en 12 måneders horisont, ses afvigelser på over 30 %.

Denne kendsgerning har i høj grad været en medvirkende faktor, for interessen i den proces det er at udarbejde en værdiansættelse.

¹ Euromonitor – Carlsberg in Beer – World, April 2010

² Euromonitor – Carlsberg in Beer – World, April 2010

³ <http://www.carlsberggroup.com>

⁴ Bilag 1 – Analytiker anbefalinger

1.1 Problemstilling

Investering i aktiemarkedet har altid været forbundet med en høj risiko, set i forhold til den private investors øvrige muligheder for investering. At forsøge at forudsige retningen på aktiemarkedet er svært. Det er heller ikke ligetil at forudsige kursudviklingen i et konkret selskab, især ikke for den private minoritets-investor. Den opgave har man, som investor professionelle aktieanalytikere til at løse. Analytikernes opgave heri består af en samlet vurdering af virksomhedens fremtidige indtjening, vækstpotentiale og en række andre faktorer.

Den stigende globalisering er blot en af mange grunde til at væksten i virksomhederne er svær at forudsige. For 100 år siden solgte virksomhederne sine produkter primært inden for landets grænser, i dag afsættes produkter i adskillige lande gennem datterselskaber, joint ventures og samarbejdspartnere.

Carlsberg er netop den type virksomhed, der har udviklet sig fra et begrænset marked for afsætning af øl, til at have en international tilstedeværelse. Siden 2005 har selskabet foretaget 27 større strukturelle tiltag⁵, herunder opkøb og frasalg af bryggerier, joint-venture partnerskaber samt udbygning af distributionssamarbejder.

Især opkøbet af Scottish & Newcastle har haft stor betydning for den strategiske udvikling i selskabet, hvilket har medført nogle væsentlige forandringer i regnskaberne. Den markante stigning i opkøb og frasalg af virksomheder har været af stor vigtighed for selskabets nuværende position i 1. halvår af 2010, samt for at kunne opfylde sine egne mål for året.

Den historiske udvikling i væksten via opkøb er dog ikke noget kreditmarkedet og øvrige kritikere har set positivt på. For vigtigst af alt er udviklingen i selskabets kerneforretning og driftsindtjening, og dermed den organiske forretningsvækst. I seneste årsrapport fremgår det, at hvis der ses bort fra akkvisitioner, er der negativ vækst i den organiske ølvolumen.⁶

Kendsgerningen er, at Carlsbergs bundlinje har været presset af en generel nedgang i efterspørgslen på øl, herunder særligt de dyre premiumøl, hvor indtjeningsmarginen er væsentligt højere, end resten af sortimentet.⁷ Stigende råvarepriser og devalueringer af vigtige østeuropæiske valutaer er andre faktorer der presser Carlsberg på indtjeningsvæksten.

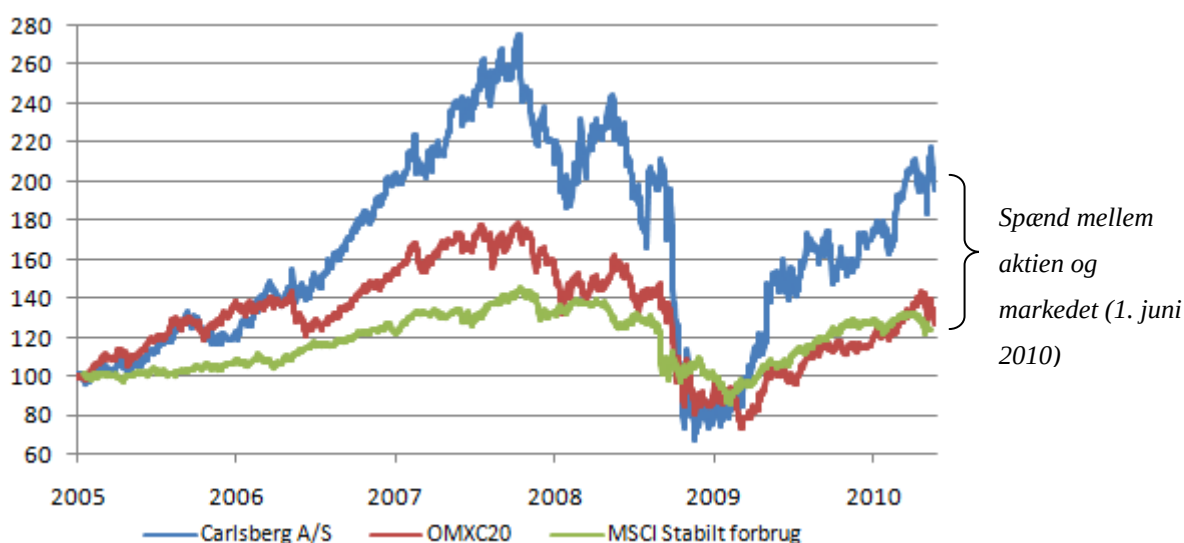
⁵ Bilag 2 – Carlsbergs opkøb og frasalg af virksomheder

⁶ Carlsberg årsrapport 2009, ledelsens beretning

⁷ Bilag - Interview med rådgiver Jesper Bamberger i Nordea Investment Strategy & Advice

Med hensyn til udviklingen i kerneforretningen, har Carlsberg hævet målene på mellemlang sigt for overskudsgraden i både Nord- og Vesteuropa og Asien, samt bibeholder den nuværende overskudsgrad i Østeuropa.⁸ Carlsberg har altså et optimistisk syn på fremtiden jf. ovenstående målsætninger.

Selskabet står dog overfor nogle udfordringer i forbindelse med omsætningsvækst, omkostningsstyring og samfundsforhold som selskabet ikke selv kan påvirke. Samtidig er det også afgørende for den fortsat positive udvikling i aktiekursen, at Carlsberg formår at udnytte synergierne, den goodwill og de nye distributionsnetværk som akkvisitionen i 2008 medførte.



Figur 1: Indekseret udvikling i Carlsberg aktien og OMXC20-indekset, kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

De seneste 5 år har aktiekursen bevæget betydeligt mere end resten af det danske C20-indeks, samt det verdensindeks der dækker over industrier indenfor stabilt forbrug.⁹ Af ovenstående graf fremgår det tydeligt at der siden starten af 2009 er opstået et betydeligt spænd mellem markedet og Carlsberg-aktien. Man kan derfor foranlediges til at tro at aktien er overkøbt på nuværende kursniveau.

Den intense konkurrence i branchen, de skiftende makroforhold i Carlsbergs omverden, samt konsekvenserne af et eventuelt økonomisk tilbageslag, kan gøre det svært for den private investor at vurdere selskabets fremtid og dermed den korrekte markedsværdi af Carlsberg. Det er hovedformålet med denne opgave at vurdere selskabets "fair markedsværdi", og hvorvidt aktien er overkøbt på det nuværende kursniveau.

⁸ Bilag 3 – Regionale mål for overskudsgrad

⁹ MSCI Stabilt forbrug er et vægtet indeks der måler udviklingen i industrier der producerer og sælger mad/drikkevarer, tobak, medicin og husholdningsprodukter.

1.2 Problemformulering

Jeg vil i opgaven afdække Carlsberg teoretiske markedsværdi ved hjælp af en analyse af relevante forhold for selskabets vækst og fremtidige indtjening, både på samfundsniveau, brancheniveau og selskabsniveau.

De nedenfor nævnte problemstillinger vil dække alle relevante hovedområder af værdiansættelsesprocessen, samt bidrage med den nødvendige grundlæggende information og forståelse af Carlsbergs forretning.

- *Hvilke samfundsmæssige forhold kan påvirke Carlsberg's fremtidige vækst og indtjening?*
- *Hvilke faktorer på brancheniveau og selskabsniveau kan påvirke Carlsberg's fremtidige vækst og strategiske positionering i branchen?*
- *Hvordan vurderes Carlsberg's fremtidige vækst med baggrund i en rentabilitetsanalyse?*
- *Hvordan forventes omsætningsvæksten i regionerne at udvikle sig for Carlsberg?*
- *Hvordan vurderes den samlede udvikling i regnskabsposterne?*
- *Hvad er den teoretiske pris på en Carlsberg aktie pr. 1. juni 2010?*

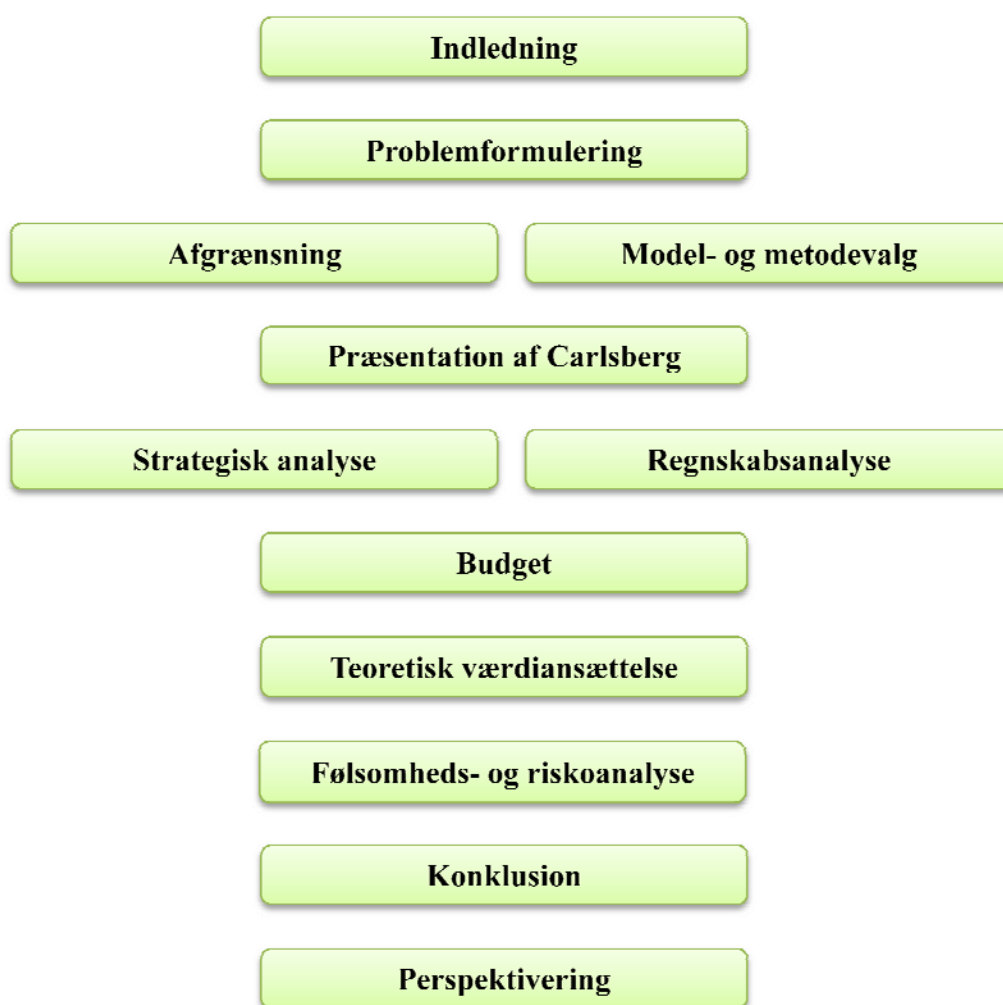
Når disse spørgsmål er besvaret vil det være muligt at drage en konklusion på opgavens overordnede formål:

"For den private investor, er den teoretiske værdi af en Carlsberg B aktie under- eller overvurderet i forhold til prisen på Københavns Fondsbørs pr. 1. juni 2010?"

1.3 Model- og metodevalg

En værdiansættelse kan udarbejdes ud fra to metoder, den tekniske analyse eller fundamentalanalysen. Den tekniske analyse arbejder med et koncept der består i, at selskabets fremtidige udvikling kan beregnes ved hjælp af en analyse af den historiske kursudvikling.

Fundamentalanalysen inkluderer derimod alle væsentlige aspekter i virksomhedens omgivelser, herunder strategiske, ledelsesmæssige og økonomiske forhold. Denne værdiansættelse bygger på fundamentalanalysen og opgaven følger nedenstående struktur.



Figur 2: Opgavens struktur, kilde: egen tilvirkning

Denne tilgang til opgaven skyldes at hvert enkelt afsnit i opgaven er bindeled til det efterfølgende, således at præsentationen af Carlsberg giver den nødvendige information til at kunne udarbejde den fundamentalanalyse der igen lægges til grund for selve budgetteringen.

De budgetterede regnskaber vil herefter blive anvendt til at estimere værdien af Carlsbergs egenkapital og dermed værdien af den enkelte aktie.

1.3.1 Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at afdække Carlsbergs fremtidige muligheder inden for vækst og indtjening i de 3 regioner. Den er sammensat ud fra en ”top-down” tankegang, herunder en analyse af henholdsvis samfundsforhold, brancheforhold og selskabsspecifikke forhold.

Carlsbergs omverden vil først blive analyseret med udgangspunkt i PESTEL modellen. Grunden til netop denne model findes relevant er at Carlsberg har sine forretningsaktiviteter spredt over 150 lande i 3 regioner med meget forskellige vilkår for afsætning, og derfor spiller makrofaktorer en væsentlig rolle.

Porters Five Forces vil herefter blive anvendt for at vurdere konkurrenceintensiteten på brancheniveau. Analysen vil afdække de muligheder som kan udnyttes, samt de trusler og risici Carlsberg bør være opmærksom på. Det vil for hvert punkt være generelle betragtninger og vil således, af hensyn til afsnittets omfang ikke blive opdelt i Carlsbergs 3 regioner.

Sidst vil eventuelle selskabsspecifikke forhold blive analyseret og afsnittet afsluttes med en samlet vurdering og delkonklusion funderet i en SWOT-analyse.

1.3.2 Regnskabsanalyse

Det er i en regnskabsanalyse, herunder analyse af udviklingen i nøgletal normalt at bruge 3 til 7 historiske regnskabsår.¹⁰ Perioden afhænger af tilgængeligheden af data, kontinuitet i virksomheden samt længden af en typisk konjunkturcyklus.

Da kriterierne for tilgængelighed af data og kontinuitet er opfyldt, samt det faktum at vi netop har gennemgået en konjunkturcyklus der kan beskrives fra økonomisk optur til økonomisk nedtur, har jeg valgt at fokusere på perioden fra 2005. Derved opnås et retvisende billede af Carlsbergs evne til at tilpasse sig i både op- og nedgangstider.

Carlsbergs regnskaber vil blive analyseret på årsbasis i perioden 2005 – 2009. I budgetfasen vil regnskabet fra 1. kvartal af 2010 blive inddraget som retningspil for helårsresultatet i indeværende år.

¹⁰ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 119

Metoden til værdiansættelse vil bygge på de kapitalværdibaserede modeller Discounted Cash Flow (DCF) og Economic Value Added (EVA), samt en multipelanalyse. DCF-modellen er blandt analytikere den mest anvendte model i dag, og vil være det primære fokus i opgaven.

For at kunne anvende denne model skal der udarbejdes et budget, der deles op i en eksplicit budgetperiode og en terminalperiode. Formålet er at estimere den fremtidige rentabilitet, vækst og risiko, som er et af kriterierne for overhovedet at kunne bruge de kapitalværdibaserede modeller.

EVA-modellen vil blive anvendt som kontrol af resultatet, da de to modeller, under samme forudsætninger, giver det samme resultat. Et andet resultat vil således kun fremkomme hvis forventningerne til fremtiden ændres.

Årsagen til at udarbejde en relativ værdiansættelse er, for at kunne sammenholde prisen med sammenlignelige selskaber (peer group). En multipelanalyse stiller i modsætning til de to øvrige modeller krav til virksomhedens regnskabspraksis, der skal være ens for de virksomheder der sammenlignes.

Det kræves også at virksomhederne har samme forventninger til indtjening og den samme risikoprofil.¹¹ I praksis er dette dog svært at finde virksomheder hvor disse kriterier overholdes. Resultatet i multipelanalysen skal derfor blot ses som en alternativ test af resultaterne i de kapitalværdibaserede modeller.

Afsnittet vil ligeledes blive afsluttet med en delkonklusion med udgangspunkt i en SWOT-analyse.

1.4 Kildekritik

En korrekt værdiansættelse bygger på et nuanceret og troværdigt informationsgrundlag. Data- og informationsindsamling er indsamlet med udgangspunkt i den valgte problemformulering. Det vil sige at opgaven er funderet i den teoretiske litteratur omkring værdiansættelse i pensum fra studiet cand. merc. finansiering og regnskab.

Data- og informationsindsamling består dels af offentligt tilgængeligt materiale, dels af ikke-offentligt tilgængelige analyser fra forskellige finanshuse, samt et interview. Det vil sige at,

¹¹ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 27

der er både brugt primær og sekundær dataindsamling.¹² I forbindelse med sekundære data som årsrapporter og andre meddelelser fra virksomheden er det naturligt at forholde sig kritisk til en eventuel manglende objektivitet. Generelt bærer især årsrapporterne dog umiddelbart præg af en høj kvalitet og troværdighed. Rapporternes kvantitative data bekræftes da også af revisionsfirmaet KPMG uden forbehold.

Der er også brugt artikler fra diverse aviser og fagblade, hvor det ligeledes er nødvendigt at forholde sig kritisk til forfatterens synspunkter. Derudover er der anvendt data fra uafhængige data- og analyseproducenter, herunder Bloomberg, Euromonitor International, samt Standard and Poors, hvilke formodes at være af en høj kvalitet.

1.5 Afgrænsning

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i den private minoritetsinvestor, og det forudsættes at Carlsberg er en "Going Concern", dvs. med fortsat drift for øje¹³.

Som tidligere nævnt har jeg valgt at afgrænse mig til data efter 2005, da information fra før 2005 må formodes ikke at have indflydelse på en værdiansættelse i dag. Samtidig formodes det at de seneste 5 års regnskabstal er tilstrækkelig information til udarbejdelse af en regnskabsanalyse, der lægges til grund for Carlsbergs budget.

I 2005 gik Carlsberg fra at udarbejde deres regnskaber i overensstemmelse med Årsregnskabsloven, til den internationale standard IFRS¹⁴, hvilket gør at hele periodens regnskabstal er sammenlignelige. Der er valgt at se bort fra en detaljeret gennemgang af regnskabspraksis, udover visse områder i reformuleringen af regnskaberne, eller hvor det findes nødvendigt for analysen.

Skæringsdatoen for dataindsamling er sat til d. 1. juni 2010. Det er på denne dato jeg vil sammenligne den teoretiske værdi af en aktie med den aktuelle kurs på børsen. Information efter skæringsdatoen vil kun blive nævnt i opgaven såfremt det vurderes at have en relevans for analysen. Det vil dog ikke få fremtrædende indflydelse på opgavens konklusion. Større begivenheder efter skæringsdatoen vil derfor blive fremhævet i perspektiveringen.

¹² Den skinbarlige virkelighed, Ib Andersen, side 194-195

¹³ ÅRL, § 13, pkt. 4

¹⁴ International Financial Reporting Standards

Carlsberg er involveret i forskellige aktiviteter på over 150 markeder¹⁵. I analysen vil jeg udelukkende arbejde med Carlsbergs primære forretningsområde, ølproduktion og afsætning. De 150 lande vil naturligvis ikke hver især blive analyseret, men vil være opdelt i de 3 regioner, der tilsammen udgør Carlsbergs kerneforretning.

Carlsbergs øvrige engagementer vil ikke have indflydelse på værdiansættelsen og vil kun berøres sporadisk.

Da værdiansættelsen bygger på DCF modellen, vil jeg udelade en detaljeret analyse af anvendt regnskabspraksis, da denne ikke har indflydelse på de forventede fremtidige pengestrømme. Den vil dog blive fremhævet relevante steder i forbindelse med reformulering af regnskaberne.

2. Præsentation af empiri

Afsnittet vil indeholde grundlæggende information om de vigtigste begivenheder i Carlsbergs historie, markedsforhold, ledelse- og ejerforhold samt den økonomiske udvikling og Carlsberg tid på fondsbørsen. Denne del vil danne grundlag for den dybdegående analyse i opgaven

2.1 Historisk udvikling

Den allerførste øltype brygget i Danmark kendes som Lager. Det er en mørk undergæret øl der stammer fra Bayern. Det var først i 1880 at den noget lysere pilsnerøl blev lanceret i Danmark.

Kaptajn Jacob Christian Jacobsen arvede et lille dansk bryggeri af sin far i 1835. J. C. Jacobsen havde en stor interesse for bryggerilitteratur og af flere omgange rejst udenlands for at studere brygning af undergæret øl. I 1847 grundlagde han Carlsberg bryggeriet i Valby, navngivet efter sin søn Carl Jacobsen. I 1865 var den første prøve-eksport af Carlsberg øl en realitet. J. C. Jacobsen vælger i 1871 at give sin søn sit eget bryggeri. Under ledelse af Carl Jacobsen får det navnet Ny Carlsberg.

¹⁵ <http://www.carlsberggroup.com>

I 1876 opretter J. C. Jacobsen Carlsbergfondet, der i dag er storaktionær og primær ejer af Carlsberg. Fonden er kendt for flere udsmykninger og gaver til København, herunder Den Lille Havfrue og Storkespringvandet.¹⁶ Fondene har siden 1876 støttet kultur, kunst og videnskab i Danmark, og brugte i 230 mio. kr. til diverse formål i 2008.

En stor begivenhed i de to Carlsberg-bryggeriers historie finder sted i 1903, hvor et tæt samarbejde med det andet store danske bryggeri Tuborg bliver en realitet. Virksomhederne bevares selvstændigt, men deles om større investeringer og overskud. Man talte allerede dengang om en mulig fusion. I 1906 bliver Gl. Carlsberg og Ny Carlsberg endegyldigt slået sammen og kaldes for Carlsberg Bryggerierne.

Under 2. verdenskrig begyndte både Carlsberg og Tuborg at markedsføre deres produkter i udlandet, og i perioden 1958 til 1972 formåede de at tredoble deres eksport og opføre bryggerier i Europa og Asien.

I 1970 fusionerer Carlsberg og Tuborg, og skifter navn til De Forenede Bryggerier A/S. 17 år efter bliver navnet til Carlsberg A/S, som siden da har været moderselskab for hele koncernen Carlsberg Gruppen. Som et led i Carlsbergs målsætning om at være blandt verdens 5 største bryggerier valgte man i 2000 at fusionere selskabets bryggeri- og læskedrikaktiviteter med norske Orkla ASA i et nystiftet selskab under navnet Carlsberg Bryggerierne. Orklas aktiepost bliver i 2004 tilbagekøbt til en pris på 14,8 mia. kr.

I 2008 flyttes hele produktionsanlægget fra Valby til Fredericia. I april samme år foretager Carlsberg et af Danmarkshistoriens største virksomhedsopkøb. Sammen med Heineken overtager de det 6. største bryggeri i verden, Scottish & Newcastle. Den samlede pris for Carlsberg blev 57 mia. kroner og blev delvist finansieret af en aktieemission i foråret/sommeren 2008, samt en midlertidig finansiering.¹⁷ Dette emne vil blive uddybet i regnskabsanalysen.

Carlsberg overtog ifølge prospektet¹⁸ *de resterende 50 % af BBH*, som Carlsberg ikke allerede ejede, *S&N's franske virksomheder*, der omfatter Brasseries Kronenbourg, som er det førende bryggeri i Frankrig, og *de globale rettigheder til varemærket Kronenbourg*, *de globale rettigheder til varemærket Grimbergen*, det næststørste bryggeri i Grækenland, Mythos, en

¹⁶ <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/IJacobsensfodspor/Kobenhavn/Pages/default.aspx>

¹⁷ Carlsberg årsrapport 2008

¹⁸ Carlsberg prospekt – 15. maj 2008

ejerandel på 17,5 % i Chongqing Brewery Co. Ltd., der er et af de 7 største bryggerier i Kina og et nystartet joint venture i Vietnam.

Det fulde ejerskab af Baltic Beverages Holding (BBH) gav en markant bedre eksponering mod vækstmarkederne, herunder særligt Østeuropa. De franske og græske aktiviteter var med til at styrke positionen i Vesteuropa, hvor Carlsberg med et' blev det 2. største bryggeri. Tilstedeværelsen i Asien blev også væsentligt forbedret idet man fik kontrol med S&N's aktiviteter i Kina og Vietnam.

Udover de forbedrede positioner i de 3 regioner gav det en række synergieffekter, som Carlsberg selv vurderer til en værdi på ca. DKK 1,3 mia.¹⁹

2. 2 Markedsforhold og økonomisk udvikling

Det globale marked for afsætning af øl vokser år for år. Vækstraten har siden 2007 ligget nogenlunde konstant mellem 1,5 % og 2,0 %. I 2010 er det forventede salg på ca. USD 522 mia. Også mængden af øl er stigende med en vækstrate på 2 % til 3 % om året. I 2010 forventes der at blive produceret 1.715 mio. hektoliter øl på verdensplan.

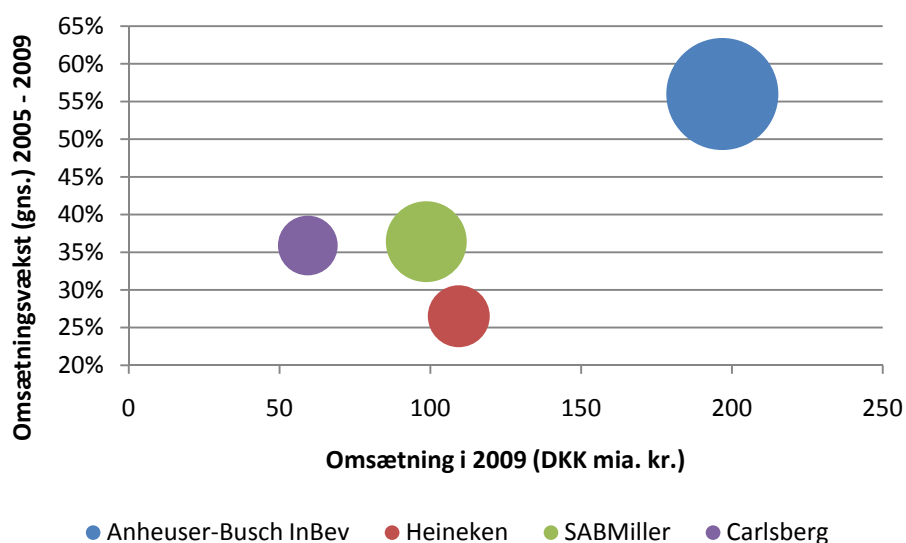
Global ølmarked på værdi og volumen	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Markedets størrelse (USD mia.)	498	507	514	522	531	540
Vækstrate	-	1,80%	1,40%	1,60%	1,70%	1,80%
Markedets størrelse (mio. hl.)	1.590	1.642	1.677	1.715	1.753	1.791
Vækstrate	-	3,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

Tabel 1: Kilde: Global Insights - Top 10 Beer Companies 2009, egen tilvirkning

Figuren på næste side giver et overblik over Carlsberg og de 3 største bryggerier i verden, og dermed Carlsbergs konkurrerende selskaber. Størrelsen på cirklerne illustrerer den samlede afsatte volumen i 2009 for hvert selskab²⁰.

¹⁹ Bilag til indkaldelse til generalforsamling i Carlsberg A/S – 10. marts 2008

²⁰ Omregning til danske kroner er gjort med eurokursen og dollarkursen pr. 12/8-2010



Figur 3: Kilde: Selskabernes årsrapporter, egen tilvirkning

Anheuser Busch InBev, der overlegent dominerer det globale ølmarked, er et resultat af den stigende konsolideringsfase i branchen. Det belgiske bryggeri InBev opkøbte i november 2008 Anheuser Busch for en samlet pris på USD 52 mia., og blev med et verdens største bryggeri. Selskabets største marked er Nordamerika med 33 % af den samlede volumen, hvor Europa og Asien bidrager med henholdsvis 18 % og 12,8 %

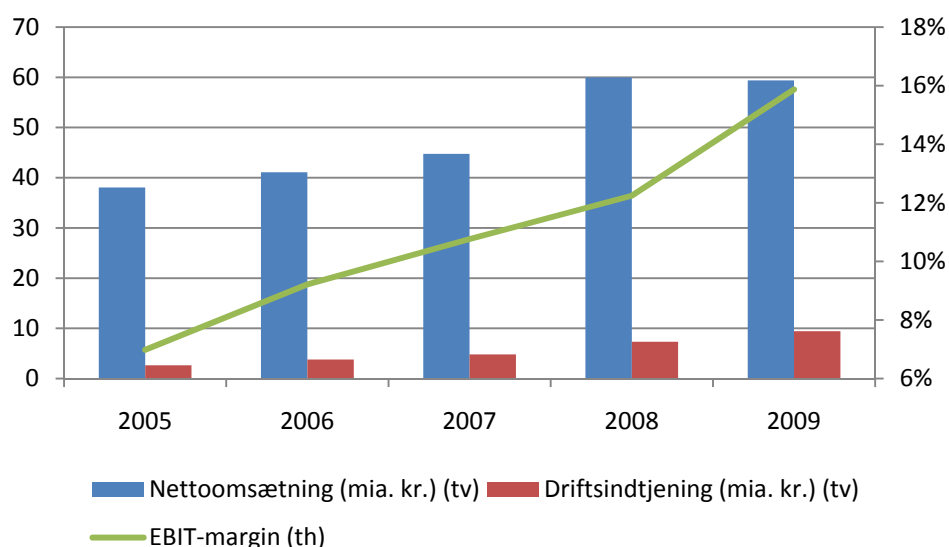
Heineken er, målt på omsætning det 2. største bryggeriselskab i verden. Heineken råder over en produktportefølje på over 200 forskellige mærker, og har efter købet af Scottish & Newcastle fået en markant bedre eksponering mod det vesteuropæiske marked.

SABMiller er verdens tredje største bryggeri, og har en salgsvolumen der er næsten dobbelt så stor som Carlsberg. Selskabet afsætter 21 % af den samlede volumen til både Europa og Asien, der er SABMiller's vigtigste markeder.

De 3 bryggerier vil blive brugt som peer group til Carlsberg i den strategiske analyse.

Kigger vi på Carlsbergs udvikling i nettoomsætning, driftsindtjening og EBIT-margin fra 2005 – 2009 ser det overordnet positivt ud. Der er således sket en stigning i nettoomsætningen på 56 % i perioden. Det er primært fra regnskabsåret 2008 at der sker et spring i

omsætningsvæksten. Denne stigning hænger selvfølgelig sammen med akkvisitionen i januar 2008. Driftsindtjening og EBIT-margin er steget henholdsvis 255 % og 155 % i perioden.



Figur 4: Kilde: Bloomberg, Carlsbergs årsrapporter, egen tilvirkning

I regnskabsåret 2009 var de i begyndelsen af året fastsatte forventninger til både driftsresultat og pengestrøm høje. Alligevel formåede man at præstere bedre resultater end det forventede. Driftsresultatet steg 18 % i forhold til året før. Dykker man ned i de underliggende vækstfaktorer fremgår det, at den organiske vækst i driftsresultatet var på 21 %.

Det var især den russiske lageropbygning i 4. kvartal, forud for afgiftsforhøjelserne, der var med til at trække væksten op. Den negative kursudvikling i de østeuropæiske valutaer, herunder særligt i den russiske valuta rublen, gjorde at valutaeffekten var negativ med 13 %, mens diverse akkvisitioner bidrog positivt med 10 %.

Pengestrøm fra driften var ligeledes forbedret med en stigning på 74 % og den stramme styring af især driftskapitalen er en primær årsag til den store stigning i forhold til året før.

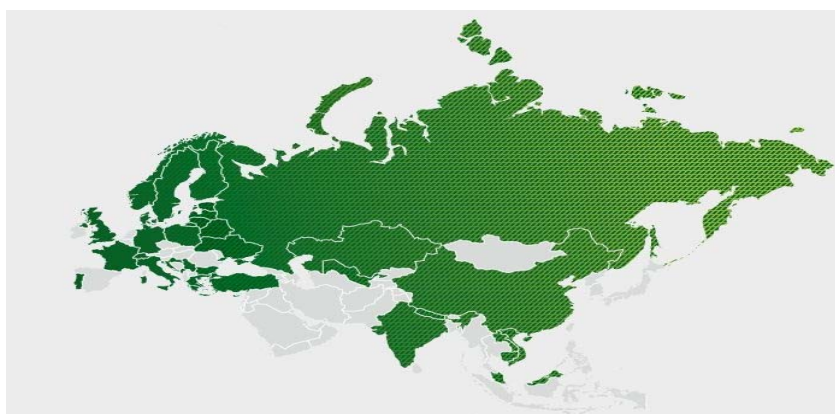
Opkøbet af Scottish & Newcastle blev som tidligere nævnt finansieret både ved en aktieemission samt af en mellemfinansiering. I løbet af 2009 har nedbringelse af den DKK 50 mia. store rentebærende gældspost været et særligt fokusområde. Da den frie pengestrøm steg betydeligt i 2009, er det lykkedes at reducere gælden markant i forhold til året før.

Pr. 31. december 2009 var den nettorentebærende gæld faldet til DKK 39,4 mia. 92 % af den samlede gældspost er langfristet og udgøres primært i Euro.

Det er lykkedes Carlsberg at refinansiere større gældsposter til en lav rente, heriblandt udstedt virksomhedsobligationer med en tilsvarende lav rente, hvilket viser at det finansielle marked ikke frygter Carlsbergs evne til tilbagebetaling.²¹

Indtjeningsforventningerne til 2010 er i forhold til driftsresultat på samme niveau som 2009, hvilket reelt er et pænt vækstmål, da driftsresultatet for 2009 var påvirket af en større lageropbygning i Rusland. Det betyder også, at 1. kvartal i 2010 vil være negativt påvirket med ca. DKK 300 mio. Der vil fortsat være fokus på driftskapitalen, således at en væsentlig gældsnedbringelse fortsat kan finde sted.

Carlsbergs forretningsportefølje kan opdeles i 3 regioner, Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien.



Figur 5: Kilde: Carlsberg årsrapport 2009

Markedsforholdene i de 3 regioner er meget varierende. Dels er landene i de 3 regioner på vidt forskellige stadier med hensyn til udvikling og vækst. Dels er der markante forskelle i kulturelle forhold, forbrug pr. indbygger, hvilke typer øl der drikkes, og om øl drikkes hjemme eller på restauranter og cafeer. Det giver 3 forskellige strategiske udfordringer og målsætninger.

2.2.1 Nord- og Vesteuropa

Denne region er Carlsbergs vigtigste og største marked for afsætning, hvilket skyldes en veletableret detailstruktur i landene, samt nogle stærke traditioner for at drikke øl. Regionen

²¹ Bilag - Interview med rådgiver Jesper Bamberger i Nordea Investment Strategy & Advice

har det primære kortsigtede mål at skabe frie pengestrømme til Carlsberg med henblik på gældsnedbringelse, samt værdiskabelse på lang sigt gennem stærk forbrugerloyalitet.²² De vestlige områder er karakteriseret som modne markeder, hvor de i den østlige del er mindre modnede. På de modne markeder med en lav markedsvækst er det effektivitetsforbedringer og omkostningsminimering der er i fokus.

Konkurrenceintensiteten er meget forskellig fra land til land. Hvor Carlsberg konkurrerer mod store internationale bryggerier i f. eks. Storbritannien og Frankrig, ser det anderledes ud i Norden. Her er det de lokale ølmærker der giver Carlsberg størst konkurrence. Carlsberg er det næststørste bryggeri i regionen.

Carlsbergs markedsudvikling siden 2005 er illustreret i nedenstående figur.

Nord- og Vesteuropa	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
Nettoomsætning (mia. kr.)	26,2	27,2	27,4	37,1	36,5
Driftsresultat (mia. kr.)	2	2,4	2,7	4	4,2
Overskudsgrad	7,6 %	8,8 %	9,9 %	10,8 %	11,5 %

Tabel 2: Kilde: Bloomberg, egen tilvirkning (tallene er ikke korrigeret)

Den økonomiske recession har dæmpet efterspørgslen i flere lande, særligt i de baltiske lande og Balkan-landene. Det samlede ølmarked faldt ca. 6 % i 2009. Carlsberg har en markedsandel på 43 % af den samlede ølvolumen.²³ Stigende råvarepriser i 2009 påvirkede indtjeningen negativt, men effektivitetsforbedringer i produktionen i 2. halvdel af 2009 opvejede de høje råvarepriser, og overskudsgraden voksede fra 10,8 % til 11,5 %. Nettoomsætningen i Nord- og Vesteuropa udgjorde i 2009 knap 62 % af den samlede nettoomsætning.

2.2.2 Østeuropa

Denne del af Europa er kendetegnet som en region i stærk fremgang, og fungerer som vækstmotor i forretningsporteføljen. Væksten er større end i både Europa og USA, og det fremgik af Carlsbergs kvartalsregnskab for 2. kvartal 2010, at usikkerheden omkring det russiske marked er mindre end man i første omgang frygtede.²⁴ Regionen består af Rusland, Ukraine og andre nye ølmarkeder. Carlsberg fokuserer på en balance mellem værditilvækst,

²² Carlsberg årsrapport 2008

²³ Carlsberg årsrapport 2009

²⁴ Bilag - Interview med rådgiver Jesper Bamberger i Nordea Investment Strategy & Advice

det vil sige styrkelse af varemærkeloyalitet, samt volumenudvikling; udbuddet af konkurrencedygtige produkter der kan vinde omsætning fra spiritusprodukter.

De østeuropæiske forbrugere har en voksende interesse for varemærker, i og med at middelklassen i de fleste af landene er blevet større. Denne udvikling har haft en positiv virkning på premium- og mainstream-segmentet af Carlsbergs ølportefølje.

Et andet kendetegn der understøtter fortsat vækst, er et voksende distributionsnetværk der er under kraftig udvikling. Carlsberg er det største bryggeri i regionen, og er markedsleder i alle landene på nær Ukraine og Belarus(Hviderusland).

Østeuropa	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning (mia. kr.)	9,9	11,4	14,6	19,1	18,5
Driftsresultat (mia. kr.)	1,6	1,9	2,8	4,1	5,3
Overskudsgrad	16,2 %	16,7 %	19,2 %	21,5 %	28,6 %

Tabel 3: Kilde: Bloomberg, egen tilvirkning (tallene er ikke korregeret)

På trods af den økonomiske recession i Østeuropa har Carlsberg i dag en markedsandel på 44 % af den samlede ølvolumen.²⁵ Selvom efterspørgslen er faldet formåede Carlsberg alligevel at vinde markedsandele i alle lande i 2009 på nær Kasakhstan. BBH havde før Carlsberg overtog selskabet, en markedsandel i Rusland på 37,6 %, som Carlsberg har formået at hæve til 38,1 % efter første halvår af 2010.²⁶

Sidste kvartal af året viste en fremgang i den organiske ølvolumen på 2 %, hvilket dog udelukkende kan relateres til lageropbygningen i de russiske distributionssystemer, som skyldes afgiftsforhøjelsen på 200 % som er gældende fra. 1. januar 2010. Modsat den Nord- og Vesteuropæiske region fik Carlsberg i 2009 fordelene af lavere råvarepriser, men havde til gengæld en negativ valutaeffekt som følge af svækkelsen af flere østeuropæiske valutaer. Nettoomsætningen i Østeuropa udgjorde i 2009 ca. 31 % af den samlede nettoomsætning.

2.2.3 Asien

Carlsbergs engagementer i Asien omfatter til dels modne markeder, men også nye vækstmarkeder som Kina, Indokina og Indien. De nye vækstmarkeder oplever i disse år en voksende økonomi, stigende indkomster og en kraftig udvikling af infrastrukturen.

²⁵ Carlsberg årsrapport 2009

²⁶ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/137517/carlsberg_styrer_mod_total_russisk_dominans.html

Ølforbruget er lavt, men det forventes at stige markant på sigt. Den overordnede målsætning med denne region er at supplere Østeuropa som vækstmotor. Konkurrenceintensiteten er relativt høj, i det de store internationale bryggerier har nogle veletablerede partnerskaber med de lokale bryggerier.

Asien	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning (mia. kr.)	1,6	2,3	2,5	3,6	4,2
Driftsresultat (mia. kr.)	0,4	0,3	0,3	0,5	0,7
Overskudsgrad	25,0 %	13,0 %	12,0 %	13,9 %	16,7 %

Tabel 4: Kilde: Bloomberg, egen tilvirkning (tallene er ikke korrigeret)

Carlsberg har en markedsandel på 13 % af den samlede ølvolumen.²⁷ Markedet i Asien har ikke oplevet samme tilbagegang som de to øvrige, og Carlsbergs ølvolumen steg pænt i løbet af 2009. Men også i Asien steg råvarepriserne i 2009, hvilket betød højere produktionsomkostninger.

En organisk vækst på 8 %, og en samlet vækst på 26 % inklusiv akkvisitioner og konsolideringsændringer gav en stigning i markedsandelen fra 10 % til 13 % i dag. I 2009 begyndte Carlsberg at bygge to nye bryggerier, et i Indien og et i Vietnam. Derudover har Carlsberg søgt om godkendelse til at købe yderligere 12,5 % af det kinesiske bryggeri Chongqing Brewery. Nettoomsætningen i Asien udgjorde i 2009 lidt over 7 % af den samlede nettoomsætning.

2.3 Produktportefølje

Carlsberg har et omfattende produktsortiment med 294 forskellige mærker²⁸, en kombination af internationale, regionale og lokale ølmærker. Alle mærker varierer i forhold til pris, målgruppe og volumen, og prissættes i 4 segmenter, discount, mainstream, premium og superpremium. Størrelsen af hver gruppe er meget forskelligt fra marked til marked.

Eksempelvis er premium og superpremium mærkerne meget udbredt i Norge og Frankrig, hvor det forholder sig anderledes i Tyskland. Her er discountmærkerne mere udbredt. De 4 største mærker målt på volumen er Baltika, Carlsberg Pilsner, Tuborg Pilsner og 1664.²⁹

²⁷ Carlsberg årsrapport 2009

²⁸ <http://www.carlsberggroup.com/brands>

²⁹ Carlsberg årsrapport 2008 og 2009, <http://www.carlsberggroup.com/brands>



Baltika er den mest solgte øl i Rusland. De forskellige varianter af denne øl er illustreret med hver deres nummer på etiketten. Den blev lanceret i 1992 og har altid været opfattet som en øl af høj europæisk kvalitet brygget på de klassiske metoder. Baltika er mere end dobbelt så stor som sin nærmeste konkurrent på det østeuropæiske marked.³⁰ Øllen der hører til i forskellige segmenter alt efter nummer, blev i 2008 produceret i en volumen på ca. 19 mio. hl.



Carlsberg Pilsner er flagskibet i porteføljen og markedsføres i en række varianter i forskellige lande for at øge kendskabet og udbredelsen af pilsneren. Den blev lanceret i 1904 og tilhører premium-segmentet. Pilsneren er kendt som fodboldens øl og har i flere år sponsoreret både klubber og turneringer. Den er tilgængelig i 140 lande og blev i 2008 produceret i 12,5 mio. hl.



Tuborg Pilsner er primært målgruppen den yngre del af befolkningen, og bliver markedsført som en øl til festlige lejligheder. Den bliver eksempelvis forbundet med Tivolis fredagskoncerter, Roskilde Festival og Grøn Koncert. Pilsneren blev produceret første gang i 1880 og er således Danmarks første pilsnerøl. Den er med tiden blevet en international øl, der sælges i 70 lande. Der blev i 2008 produceret 10 mio. hl. af den ungdommelige øl.



Kronenbourg 1964 er et superpremium mærke og blev en del af Carlsbergs ølportefølje i forbindelse med opkøbet af Scottish & Newcastle. S&N havde det fulde ejerskab over det førende franske bryggeri Brasseries Kronenbourg som producerede den populære franske øl. Hver femte øl der bliver drukket i Frankrig er en 1664, og i 2008 blev der produceret 2,6 mio. hl.

Carlsberg har en effektiv porteføljestrategi, der planlægges på centralt koncernniveau. De lokale mærker er dog som hovedregel decentraliseret, men alle varemærker bliver styret i et centralt netværk, der giver mulighed for udveksling af ideer, koncepter og erfaringer der efterfølgende implementeres på forskellige markeder.

Porteføljen bliver konstant overvåget og justeret, således at markedsandele kan øges og fastholdes, men også for at kunne tilpasse sig samfundsforholdene, eksempelvis i nedgangstider hvor der fokuseres mere på discountsegmentet.

³⁰ Carlsberg årsrapport 2008, side 34

2.4 Ejerforhold

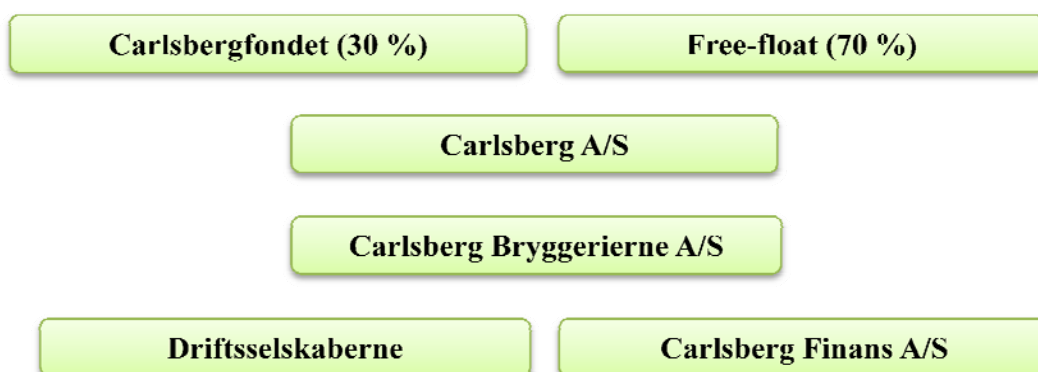
Carlsberg A/S's største aktionær er som tidligere nævnt Carlsbergfondet. Fonden skal ifølge vedtægterne (fondens fundats), eje minimum 25 % af aktiekapitalen og 51 % af stemmerne.³¹

Carlsberg har i henholdsvis marts 2004 og maj 2008 foretaget kapitaludvidelser, sidstnævnte i forbindelse med finansiering af overtagelsen af Scottish & Newcastle.

Disse emissioner har mindsket Carlsbergfondets ejerandel, og derfor fik Carlsberg i 2007 gennemført en vedtægtsændring, således at kapitalkravet nu kun skal udgøre de nuværende 25 %. Ultimo 2009 var fondens andel af aktiekapitalen 30 %, med råderet over 70 % af stemmerne.³²

I 2004 købte Carlsberg A/S norske Orklas aktiepost på 40 % af Carlsberg Bryggerierne, og blev herefter eneejer. Al aktivitet i Danmark forgår under det dertil oprettede selskab Carlsberg Danmark A/S.

Den eneste anden storaktionær, defineret med ejerskab over 5 % af aktiekapitalen i B-aktien, er Franklin Resources Inc.³³ Udover Franklin Resources er det en række andre større investeringsbanker og kapitalfonde der sidder på majoriteten af de udestående aktier. Carlsberg har 60.000 navnenoterede aktionærer, som ultimo 2009 besidder 84 % af aktiekapitalen.



Figur 6: Kilde: www.carlsberggroup.com, egen tilvirkning

³¹ Carlsberg årsrapport 2009

³² Den høje andel af stemmerne skyldes Fondens andel af A-aktier, som har 20 stemmer, hvor B-aktierne har 2 stemmer.

³³ Bilag 4 - Aktionæroversigt

2.5 Ledelse og organisation

Bestyrelsen, med Poul Krogsgaard-Larsen i spidsen, består af 12 medlemmer, hvoraf de 5 er tilknyttet Carlsbergfondet. Den administrerende direktør siden 2007, Jørgen Buhl Rasmussen, står i spidsen for Carlsbergs ledergruppe, hvis ansvar er den strategiske udvikling i Carlsberg, samt at sikre entydige mål i alle koncernens afdelinger.

2.6 Erklærede strategier

De overordnede strategiske mål for Carlsberg A/S er ens. Ambitionen er at skabe værdi for aktionærer og alle de øvrige interessenter. For at opnå det er målsætningen defineret som

”at opbygge den hurtigst voksende globale bryggerivirksomhed”

”at være en betydelig spiller på de markeder hvor Carlsberg konkurrerer”³⁴

Driftsselskabet Carlsberg Danmark har defineret sin mission som

”at skabe værdifulde oplevelser for kunder og forbrugere”³⁵

Går man et niveau ned er strategierne for de 3 regioner naturligvis meget forskellige på mellemlang sigt, og de overordnede strategiske mål tilpasses de regionale og lokale forhold.

Carlsbergs strategi består af 5 punkter:

- *Geografi* - forretningsporteføljen er opdelt i 3 regioner, hvor hver region positionerer Carlsberg til fremtidig vækst.
- *Produkter og innovation* - Innovation og udvikling er fokuseret på øl. Carlsberg definerer selv sine kernekompetencer som produktion af malt og kornbaserede drikkevarer og nye produkter vil blive baseret på disse.
- *Varemærker* - Grundlaget for Carlsbergs varemærkeportefølje er kombinationen af stærke lokale brands og internationale ølmærker, hvor en styrket portefølje af premiumsegmentet er vigtig. Carlsberg foretrækker fuld ejerskab af deres premium-mærker, men udelukker ikke fremtidige partnerskaber.

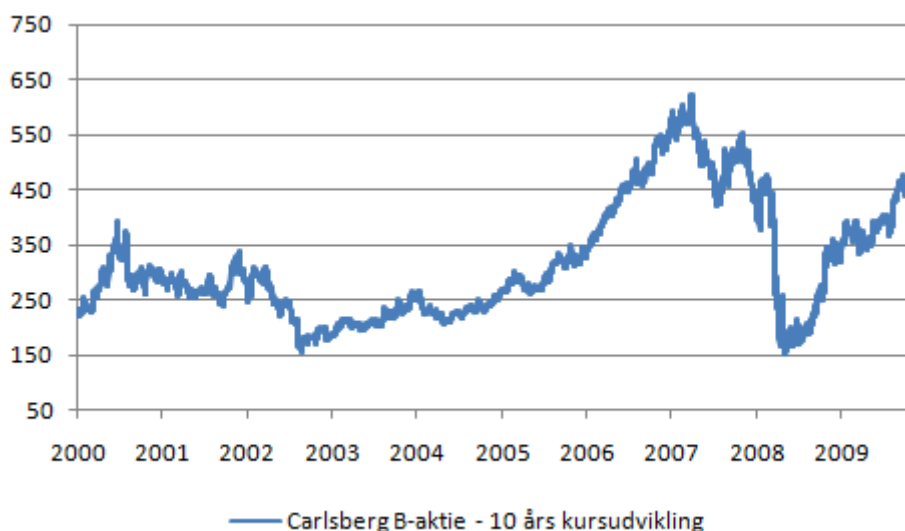
³⁴ Carlsberg årsrapport 2009, ledelsens beretning

³⁵ http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Strategi/Mission_vision

- *Aktiver* - Selskabet vil eje aktiver der hvor de udgør en væsentlig del af kernekompetencerne, men kan ikke udelukke alternative ejerskabsmodeller.
- *Ledelse og organisation* – Fortsat udvikling af medarbejdere og kompetencer, som blandt andet består af lederudvikling, talentudvikling, interne akademier og personlige udviklingsprogrammer.

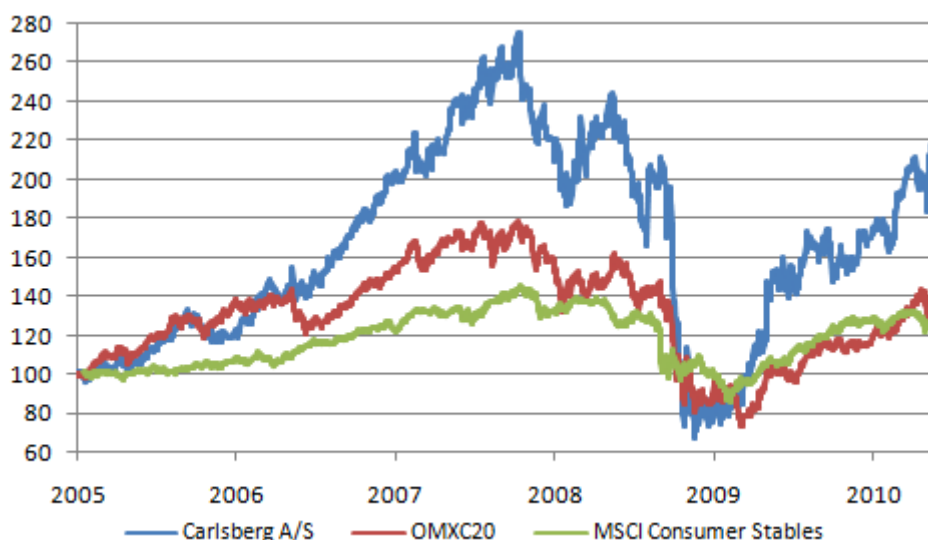
2.7 Carlsberg på fondsbørsen

Carlsberg A/S blev børsnoteret i 1970 og er i dag noteret på NASDAQ OMX København A/S, i klasserne Carlsberg A og Carlsberg B. Selskabet er placeret i klassen Large Cap, som et af de største danske børsnoterede selskaber. De sammenlagt 152.556.886 antal aktier i handel på børsen er fordelt på 77 % B-aktier og 23 % A-aktier, hvoraf ca. 94 % er ejet af Carlsbergfondet. De resterende aktier er såkaldt free-float, det vil sige åben for handel.



Figur 7: Kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

Fokuseres der på den 5-årige analyseperiode har aktien generelt gjort det bedre end C20-indekset, med undtagelse af en underperformance i januar 2006, samt sidste kvartal af 2008.



Figur 8: Kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

Ovenstående graf viser den indekserede aktiekurs i forhold til OMXC20. Carlsberg hører formelt til under sektoren Stabilt Forbrug. Det er værd at notere sig, som privat investor, at Carlsberg er en defensiv aktie. Det betyder at i tider med høj volatilitet på aktiemarkederne, er defensive aktier oftest at foretrække for den risikoaverse investor.

Indekset MSCI Stabilt Forbrug³⁶ kan anvendes som benchmark til måling af, hvor gode afkast en aktie har leveret i forhold til sektoren. Som det fremgår af figuren har Carlsberg klaret sig markant bedre end sektoren, bortset fra perioden 4. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009. Den 1. juni 2010 var lukkekursen 461,70 kr. hvilket giver en stigning på lidt over 200 % siden bundniveauet på 151,00 kr. d. 20. november 2008.

³⁶MSCI World Consumer Staples index er et vægtet indeks der måler performance på industrier der producerer og sælger mad/drikkevarer, tobak, medicin og husholdningsprodukter.

3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse fokuserer på de faktorer der har indflydelse på Carlsbergs vækstmuligheder og fremtidige indtjeningsforhold. Samfundsforhold af vigtig betydning for Carlsberg vil blive analyseret via PESTEL-modellen i nedenstående afsnit. Modellen giver et overblik over forhold som Carlsberg ikke selv er i stand til at påvirke.

3.1 PESTEL-analyse



Figur 9: Kilde: Egen tilvirkning

3.1.1 Politiske forhold

De fleste landes regeringer går op i den generelle folkesundhed og udgifterne til alkoholrelaterede sygdomme. Når nye love og tiltag igangsættes for at begrænse tilgængeligheden af alkohol, vil det påvirke Carlsbergs omsætning. Især i Rusland er der i øjeblikket politiske ricisi.

Alkoholpolitik - I Rusland bliver alkoholpolitikken konstant strammet. Den russiske regering har senest besluttet at det i tidsrummet fra kl. 23.00 til kl. 08.00 er forbudt at sælge spiritus i butikkerne.³⁷ I september 2009 kom det frem at den russiske præsident havde besluttet at styrke indsatsen mod alkohol ved at forbyde salg af alkohol fra kiosker og åbne markeder.³⁸ Lovforslaget blev dog aldrig gennemført.

Senest er der blevet stillet lovforslag om et totalt forbud mod at reklamere for øl og spiritus i landet. Carlsbergs datterselskab i Rusland, Baltika brugte i første halvår af 2010 82 mio. kr. på tv-reklamer, og er således en af landets største tv-annoncører. Hvis sådanne lovforslag

³⁷ <http://www.business.dk/foedevarer/carlsberg-risikerer-russisk-reklameforbud>

³⁸ <http://www.business.dk/boersnyt/rusland-leger-peter-og-ulven-med-carlsberg>

bliver realiseret vil det få store konsekvenser for Carlsbergs omsætning på det russiske marked.

Afgifter - Afgifter på alkohol bliver løbende reguleret med det primære formål at begrænse befolkningens indtag af øl, vin og spiritus, og sekundært at holde grænsehandlen på et minimum. Ifølge skatteministeriets opgørelse fra 2007³⁹ er der en klar sammenhæng mellem afgiften på spiritus, helbredsomkostninger, grænsehandel og en samfundsøkonomisk gevinst hvis resultat fremkommer som en kombination af de tre.

Disse beregninger kan understøtte forslag til hæve afgifterne yderligere i de europæiske lande, og dermed svække Carlsbergs nettoomsætning eller konkurrencesituation, alt efter om selskabet vælger selv at bøde for de stigende afgifter, eller at lade forbrugerne gøre det.

De danske ølafgifter er i øjeblikket sat 50,90 kr. pr. liter 100 % ren alkohol, svarende til 77 øre for en 33 cl. flaske/dåseøl med 4,6 % alkohol.⁴⁰ Medtages den nuværende momssats ligger Danmark på en 7. plads sammenlignet med de øvrige europæiske lande.⁴¹ Generelt er ølafgifterne i Nord- og Vesteuropa væsentligt højere end Østeuropa og Asien.

I november 2009 blev det vedtaget at hæve ølafgifterne i Rusland med 200 % fra årsskiftet. Et initiativ der skal forsøge at bremse alkoholforbruget i landet. Loven indebærer yderligere afgiftsstigninger på 11 % i 2011 og 20 % mere i 2012. Det er en stor trussel på Carlsbergs indtjening, specielt fordi den russiske økonomi i forvejen oplevede negativ vækst i slutningen af 2009.⁴² Carlsberg har dog valgt at lægge afgiftsstigningen over på de russiske forbrugere og hævet ølpriserne med ca. 25 % siden november 2009.⁴³ Dermed er selskabet fuldt kompenseret for afgiftsforhøjelsen. Dette har formentlig kun kunne lade sig gøre dels fordi konkurrenterne har gjort det samme, og dels fordi efterspørgslen er høj.

Rygpolitik - Ligesom alkohol er rygning noget man fra politisk hold prøver at begrænse i samfundet. I mange europæiske lande er der i dag forbud mod rygning på alle offentlige indendørs steder, deriblandt restauranter, natklubber og barer. Det er noget Carlsberg kan mærke på omsætningen, da mange rygere holder sig væk fra fornævnte steder og dermed

³⁹ Bilag 5 – Virkninger af afgiftsændringer

⁴⁰ <http://www.bryggeriforeningen.dk> - ølafgifter

⁴¹ Bilag 6 - Ølafgifter og momssatser i Europa 2010

⁴² http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/170035/ruslands_bnp_faldd_89_pct.html

⁴³ [http://www.proinvestor.com/finansnyhed/10261404/Carlsberg:-Rubelkurs-og-Rusland-bag-opjustering-\(NY\)](http://www.proinvestor.com/finansnyhed/10261404/Carlsberg:-Rubelkurs-og-Rusland-bag-opjustering-(NY))

afsætter restaurationsbranchen færre øl til forbrugerne. Carlsberg selv meddeler at de mange rygeforbud har vanskeliggjort markedsvilkårene, men at man forsøger at begrænse en nedgang i omsætningen ved aktiv risikostyring af den stigende offentlige regulering. I Danmark mærker Carlsberg ikke til rygeforbuddet på samme måde som i f. eks. Storbritannien. Det skyldes formentlig at restaurationsbranchen herhjemme har været bedre til at holde på rygerne ved hjælp af rygekabiner og udendørs varmelamper.

3.1.2 Økonomiske forhold

Den økonomiske krise har blandede konsekvenser for Carlsberg. Generelt har selskabets produkter en lav konjunkturfølsomhed, både på de modne markeder og vækstmarkederne. Men krisen har alligevel sat sine spor i årsregnskabet for 2009. Udviklingen i salget af de dyre premiumøl har været faldende, hvilket har påvirket driftsindtjeningen, især i Nord- og Vesteuropa.

I denne region var de baltiske lande og Balkanlandene negativt påvirket, hvorimod der i Finland, Sverige, Schweiz og Frankrig var en flad eller stigende udvikling. Og mens Asien var stort set upåvirket, var det østeuropæiske marked også hårdt ramt af krisen. I nedenstående vil der blive redegjort for de 3 regioners nuværende økonomiske forhold.

Vesteuropa - Carlsberg har nogle rigtig gode markedspositioner i Vesteuropa, som man har formået at beholde eller ligefrem forbedre gennem 2009. Den økonomiske krise har sat sine spor i mange lande, og særligt gældskrisen i de sydeuropæiske lande gør fortsat den økonomiske situation usikker. Nu er det ikke længere kun Grækenlands økonomi der er i fokus. Alle PIIGS-landene⁴⁴ er i øjeblikket i en situation, der kan trække resten af Europa med ned i en længerevarende recession. Måske der med bred pensel er det stort set kun de nordiske lande der lever op til EU's såkaldte konvergenskrav om den tilladte gældsgrænse på 60 % af de enkelte landes bruttonationalprodukt.

Gældskrisen vil trods de mange hjælpepakker, stadig betyde et økonomisk tilbageslag for hele Europa og man taler op et muligt "double dip" i økonomien i hele EU-området. Såfremt dette bliver en realitet vil det få mærkbare konsekvenser på omsætningen i de kommende år.

⁴⁴ Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien

Østeuropa - Udviklingen i den russiske økonomi er vigtig for Carlsberg. Rusland var et af de lande der blev hårdest ramt af økonomiske krise. Starten af 2010 ser dog bedre ud end de to sidste kvartaler i 2009 med lav vækst. Særligt er det prisen på gas og olie, der har betydning for den økonomiske situation i landet, da Rusland er verdens største eksportør af energi.

En anden god nyhed for økonomien er, at de store kreditvurderingsbureauer er begyndt at vurdere landet mere positivt end i 2009. Andre faktorer som de demografiske forhold i landet ser bedre ud end f. eks. Vesteuropa, hvor en stærkt faldende del af befolkningen befinder sig i den erhvervsaktive alder.

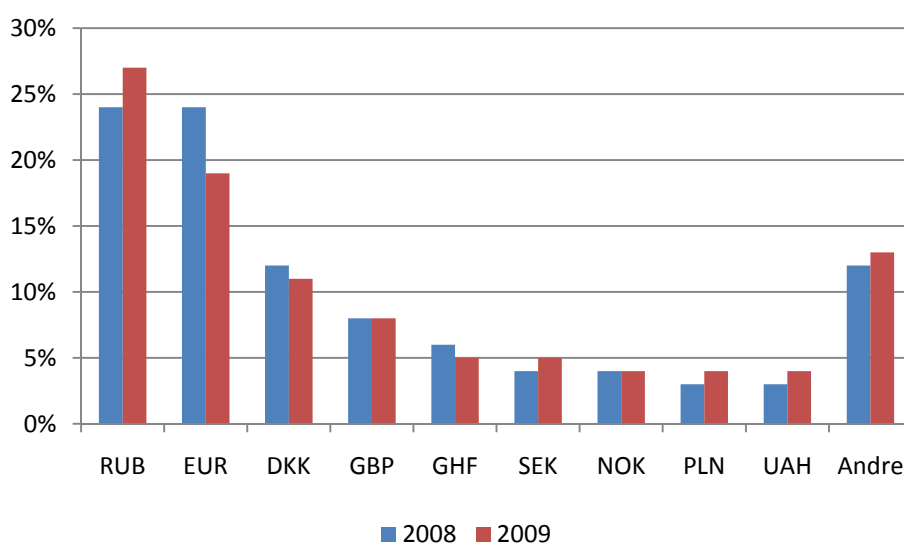
Men hvor Rusland ikke dør med de samme strukturelle problemer som Vesteuropa, kæmper landet derimod med en skæv indkomstfordeling, en forholdsvis høj kriminalitet og korrupsion der kan forhindre en fortsat vækst. Alt i alt ligger der et kæmpe potentiale for Carlsberg, selvom der som nævnt er visse risikofaktorer, der kan sende økonomien i den forkerte retning.

Asien – Økonomien i Asien er kendetegnet af stærk vækst. Der er samlet set en øget velstand og en stigende indkomst pr. indbygger, hvilket også er grunden til Carlsberg forventninger om en ”solid platform for fremtidig vækst”.⁴⁵

Finansielle risici - Carlsbergs finansielle risici består primært af udviklingen i valutakurser og råvarepriser. Disse styres centralt af Carlsberg Group Treasury. Der benyttes primært rente- og valutainstrumenter samt råvarekontrakter, for at sikre stabile råvarepriser på lang sigt.

Carlsberg sælger deres produkter i 150 lande og er derfor påvirket af kursændringer i udenlandske valutaer. Opkøbet af Scottish & Newcastle i 2008 har ændret indtjeningsfordelingen i 2009. Nedenstående oversigt viser fordelingen af Carlsbergs omsætning i forskellige valutaer.

⁴⁵ Carlsberg årsrapport 2008, side 40



Figur 10: Kilde: Carlsberg årsrapport 2009, side 105, egen tilvirkning

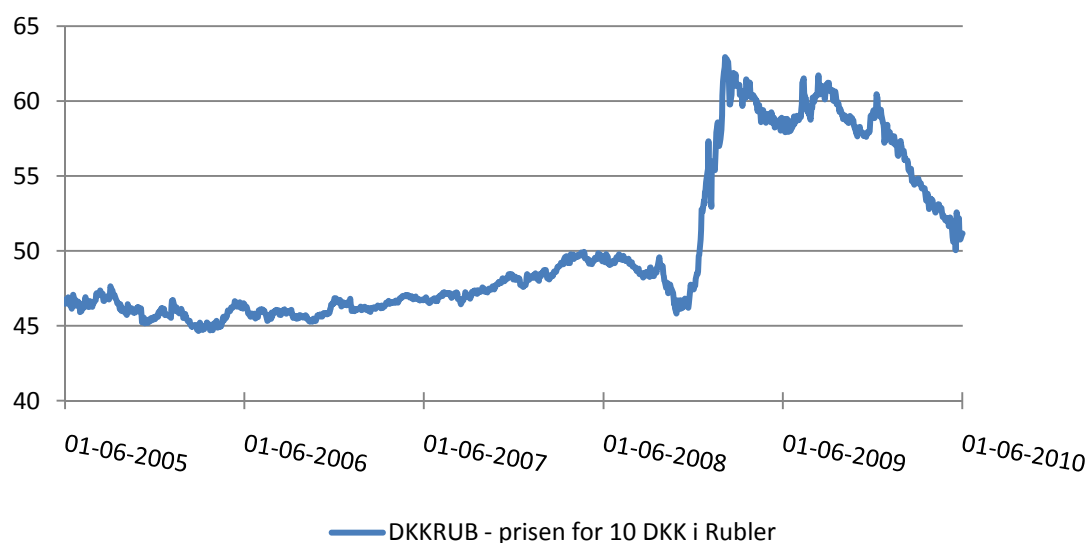
Det fremgår tydeligt at rublen er den vigtigste valuta for Carlsbergs indtjening fra de russiske aktiviteter, efterfulgt af Euro, Danske Kroner samt Britiske Pund. De 4 valutaer udgør 68 % af den samlede omsætning. Selskabet meddelte i årsrapporten for 2008 at man i 2009 vil forsøge at ”mildne den effekt rublens svaghed har for bryggeriet”.⁴⁶

Som det er illustreret af figuren på næste side, gennemgår rublen et større udsving i analyseperioden. I slutningen af 2008 faldt den over 25 % på få dage for den danske krone. Af årsregnskabet for 2009 fremgår det at en af årsagerne til at nettoomsætningen i danske kroner faldt 1 % i forhold til 2008 skyldes blandt andet en negativ valutaeffekt på -7 %.⁴⁷ Ca. 25 % af Carlsbergs produktionsomkostninger i Rusland afregnes i EUR og USD. En devaluering af rublen får derfor også konsekvenser på dækningsbidraget, da omkostningerne forbundet med produktion af øl i Rusland bliver relativt højere.

En stor del af gældspost efter akkvisitionen i 2008 er i øvrigt nomineret i Euro, hvilket vil sige at det bliver sværere at nedbringe gælden i samme tempo hvis rublen svækkes overfor euroen.

⁴⁶ <http://www.business.dk/boersnyt/carlsberg-ruster-sig-mod-rublen>

⁴⁷ Carlsberg årsrapport 2009, side 4



Figur 11: Kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

Siden 2005 har den russiske centralbank styrket rublen i et forsøg på at bekæmpe den stigende inflation i landet. Fokus blev dog hurtig fjernet fra inflationsbekæmpelse til at dæmpe den begyndende uro i den russiske økonomi i 2007. Lige som mange andre østeuropæiske valutaer medførte centralbankernes proaktive rolle under krisen, en svækkelse af rublen. I juni 2010 er rublen steget til næsten samme niveau som kursen primo 2009.

Carlsberg har for regionen Østeuropa valgt ikke at afdække valutakursrisiko for 2010, da der i terminspriserne var indregnet en devaluering større end Carlsbergs egen forventning, og man har altså anset de gældende terminspriser for høje. Ovenstående figur viser en stigning i rublen på ca. 15 % i første halvår af 2010, hvilket giver en stigning i nettoomsætningen på ca. 12 %.⁴⁸

Carlsberg var i 2009 ramt af stigende råvarepriser. Råvarerne består af aluminium til emballage, maltbyg samt energi til fremstillingsprocessen. Selvom råvarepriserne faldt i Østeuropa steg de så meget i Nord- og Vesteuropa samt Asien, at produktionsomkostningerne samlet set steg ca. 2 % pr. hektoliter.

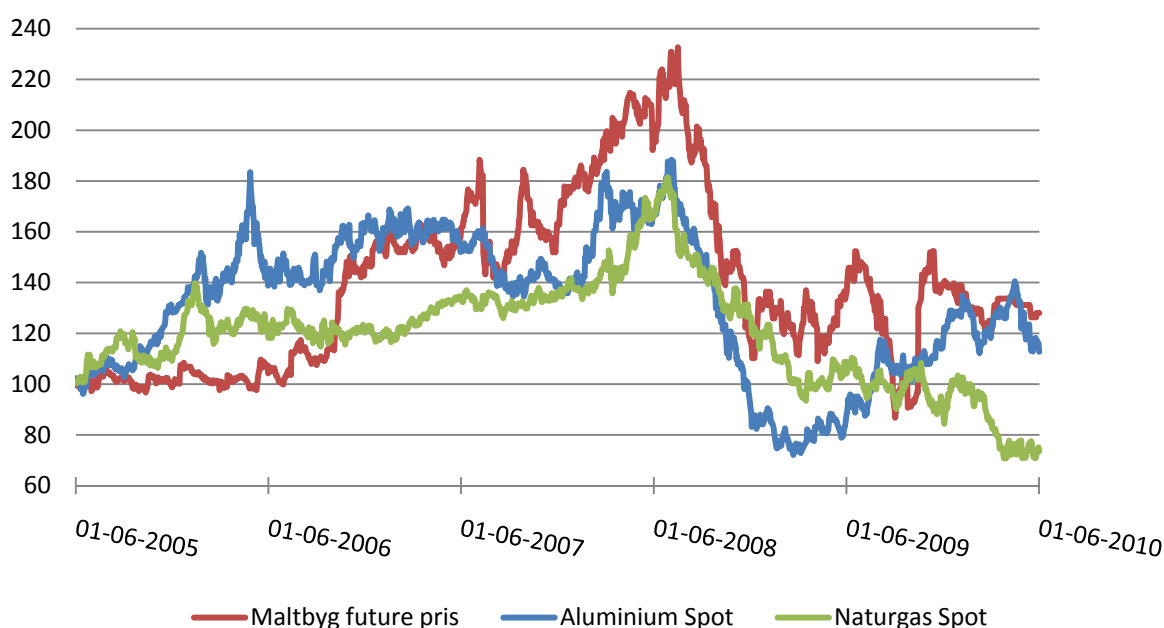
Det er Carlsbergs politik ”*altid at have mere end én leverandør af råvarer og emballage, for at mindske risikoen for stigende priser*”.⁴⁹ Derudover sikrer Carlsberg sig ved hjælp af

⁴⁸ Bilag 7 – Valutafølsomhed

⁴⁹ Carlsberg årsrapport 2009, side 51

langsigtede aftaler med de vigtigste leverandører, herunder fastprisaftaler i lokal valuta med leverandøren som den mest anvendte.

Til at sikre sig imod stigende aluminiumspriser anvender Carlsberg finansielle instrumenter. I visse Carlsberg-virksomheder foretages indkøb af malt og humle i en udenlandsk valuta. Hele eksponeringen for 2010 blev afdækket allerede i foråret 2009.⁵⁰ Så eventuelle prisstigninger vil først få nævneværdig betydning fra 2012.⁵¹ I figuren nedenfor ses den indekserede prisudvikling i maltbyg, aluminium og energipriser for de seneste 5 år.



Figur 12: Indekseret prisudvikling, kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

Generelt følges råvarepriserne ad i hele perioden. Men som det ses af grafen kan priserne svinge markant år for år, hvorfor det for Carlsberg virker fornuftigt at sikre sig imod de volatile materialeomkostninger.

Siden finanskrisen startede har der været en faldende tendens i råvarepriserne, hvilket vil give en positiv effekt på omkostningssiden. De er faldet tilbage til samme niveau fra 2006, men det forventes dog at priserne på maltbyg vil stige igen i løbet af 2010, som følge af en stigende efterspørgsel til brug i produktion af det miljøvenlige brændstof ethanol.⁵²

⁵⁰ Carlsberg årsrapport 2009, side 110

⁵¹ Bilag - Interview med rådgiver Jesper Bamberger i Nordea Investment Strategy & Advice

⁵² Business Insight – The Top 10 Beer Companies

Derudover har en lang tørkeperiode i Rusland betydet, at udbyttet af den russiske kornhøst forventes at falde med en tredjedel i forhold til 2009.⁵³ Det forventes dog at Carlsberg, med denne viden, vil afdække risikoen ved hjælp af finansielle kontrakter.

3.1.3 Socialkulturelle forhold

Der er en generel tendens til at folk, særligt i Nord- og Vesteuropa, fokuserer mere og mere på deres sundhed og livsstil. Hvis man ser på det samlede forbrug af øl i Danmark er det faldet markant siden 2005.⁵⁴ Da det er faldet hvert år i perioden, kan det udelukkes at det skyldes den økonomiske krise, og forklaringen er nærmere at den sunde livsstil fylder mere og mere i folks bevidsthed.

På det asiatiske marked nyder Carlsberg godt af en ændring i forbrugeradfærden, der viser tendens til at befolkningen drikker mere øl end spiritus. En stigning i salget af øl, samt et umodent marked er de primære årsager til at især Kina, Indokina og Indien fremadrettet vil kunne supplere Østeuropa som vækstmotor.

Dertil skal lægges nye spilleregler for ølbranchen. Lavere genstandsgrænser og stigende antal kampagner imod indtag af alkohol, som f. eks. den danske sundhedsstyrelses seneste kampagne i Danmark "Stop før 5". Derfor er produktion af alkoholfri øl, samt øl med lavt kalorieindhold blevet mere vigtigt end nogensinde før. Denne kendsgerning har Carlsberg også forstået og lancerede allerede i 2008 en ny type øl ved navn "Kvas Taras", med en alkoholprocent på under 0,5. I samme år blev den kalorielette øl Carlsberg Lite lanceret.

At drikke øl har altid været en skarpt kønsopdelt kultur. Salg og markedsføring af øl har primært været rettet mod det mandlige publikum. Det lavede Carlsberg om på i efteråret 2008, hvor selskabet udvidede sin produktportefølje med en øl med frugtsmag og bobler, der er målrettet kvinder.⁵⁵ Den utraditionelle øl blev et hit, især på det russiske marked og er endnu et godt eksempel på hvad Carlsberg gør, for at tilpasse sine produkter til forbrugerne og finde nye målgrupper. Konkurrenterne har dog ligeledes både kalorielette og alkoholfrie øl i sortimentet.

⁵³ www.landbrugsavisen.dk/nyheder/netnyheder/2010/8/23/ruslandmarkerudenregnifiremaaneder

⁵⁴ Bilag 8 – DST – Forbrug af alkohol opdelt efter type

⁵⁵ Carlsberg årsrapport 2008 – side 43

3.1.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling giver mulighed for at effektivisere fremstillingsprocessen i enhver virksomhed. Det er ikke kun en mulighed, men også en nødvendighed for at kunne bevare en høj konkurrenceevne og sikre at produktionsomkostningerne forbliver så lave som muligt. Carlsberg har meddelt at de fremover vil standardisere emballagen til deres produkter, og dermed kunne opnå betydelige stordriftsfordele. Selskabet har i øjeblikket 3.000 SKU'er⁵⁶ alene i Nord- og Vesteuropa.⁵⁷ Sammenlignet med Carlsberg bryggerierne Baltika Breweries, der har 154 SKU'er på et marked der kun er 16 % mindre, er der altså store omkostningsbesparelser i sigte.

3.1.5 Miljømæssige forhold

Myndigheder, forbrugere og befolkningen generelt sætter større og større krav til virksomheders hensyntagen til miljøet. I en rapport fra FN's Financial Initiative⁵⁸ fremgår det, at verdens 3.000 største børsnoterede selskaber står for 33 % af de samlede miljøforringelser i 2008.

Regeringer rundt omkring i verden er derfor begyndt at pålægge de forurenende virksomheder ekstra skatter og højere afgifter, som dermed rammes på indtjeningen. Carlsberg gør sig mere og mere bemærket på globalt plan, og er derfor nødt til at leve op til forventningerne inden for Corporate Social Responsibility.

Man har for hele Carlsberg-gruppen fastlagt en fælles CSR-strategi for selskabets miljøbelastning, for at sikre en miljømæssig korrekt implementering overalt i gruppen. Fastsatte mål for CO²-udledning og vandforbrug, samt effektiviseringsprogrammer i driften, skal sikre en fortsat bæredygtig udvikling. En undersøgelse fra 2008 omkring Carlsbergs vand- og energieffektivitet konkluderede, at Carlsberg ligger i toppen i den internationale bryggeribranche.⁵⁹

⁵⁶ Stock-Keeping-Unit

⁵⁷ J. P. Morgan Cazenove, Europe Equity Research, 17. September 2010

⁵⁸ www.unepfi.org – United Nations Environment Programme - Financial Initiative

⁵⁹ Carlsberg årsrapport 2009 – side 22

De miljørigtige tiltag Carlsberg har implementeret har f. eks. i Sverige betydet, at forbruget af vand og energi er faldet med henholdsvis 32 % og 46 %.⁶⁰ Derudover måles der på mængden af leverede drikkevarer i forhold til forbruget af dieselbrændstof, som er steget med 19 %.

I hele kæden fra produktion til distribution er mængden af affald reduceret med 52 %. Det er tiltag Carlsberg bruger mange ressourcer på, men som til gengæld giver tilfredse kunder og er en vigtig parameter i forhold til konkurrenterne.

3.1.6 Lovgivning

Udover de politiske stramninger inden for de enkelte landes alkoholpolitik, er ølbranchen også underlagt en konkurrencelovgivning. For Carlsberg betyder det blandt andet at opkøb af konkurrerende selskaber ikke altid er muligt. Da selskabet i 2005 ønskede at fusionere med en britisk ølproducent valgte de engelske myndigheder at sætte foden i døren og konkluderede, at konsekvensen af en fusion ville give en konkurrenceforringelse af så stor betydning, at fusionen blev erklæret ulovlig.⁶¹

Der er også elementer af konkurrencelovgivning inde over Carlsbergs ønske om at øge sin ejerandel i det kinesiske bryggeri Chongqing Brewery. I øjeblikket sidder staten på en stor del af aktierne i bryggeriet, og det er endnu ikke afklaret hvorvidt den kinesiske regering vil sælge sin andel.

Generelt har konkurrencelovgivningen i de lande hvori Carlsberg opererer formentligt ikke den store betydning, og har heller ikke givet nævneværdige problemer for selskabets seneste års mange opkøb.

3.2 Brancheanalyse

I forrige afsnit blev alle væsentlige faktorer på makroniveau afdækket. Nedenstående afsnit vil vurdere Carlsbergs konkurrenceevne. Det vil indeholde en gennemgang af specifikke brancheforhold for at fastlægge den samlede konkurrenceintensitet i bryggeribranchen.

⁶⁰ Carlsberg årsrapport 2008 – side 56

⁶¹ http://borsen.dk/nyheder/artikel/1/68729/briter_blokerer_for_carlsberg-fusion

Beskrivelsen tager udgangspunkt i Porters Five Forces modellen hvoraf det fremgår, at nedenstående 5 forhold afgør vækst og fremtidig indtjening i en given virksomhed.⁶²



Figur 13: Kilde: egen tilvirkning

3.2.1 Indgangsbarrierer

Den stærke præference for Carlsbergs ølmærker er automatisk en høj adgangsbARRIERE for nye konkurrenter. Udover det, kræves der for et nyopstartet bryggeri et forholdsvist højt kapitalgrundlag, herunder til produktionsfaciliteter, markedsføring og distribution. Nystartede bryggerier har desuden ikke de samme stordriftsfordele og synergieffekter som et større veletableret bryggeri.

3.2.2 Leverandørers forhandlingsstyrke

De store bryggerier har to vigtige leverandører, nemlig leverancer af råvarer forbundet direkte til produktionen samt leverancer til emballage. Carlsberg nævner selv at *"der altid er mere end en leverandør"* af aluminium og råvarer. Denne strategi forringer naturligvis leverandørernes forhandlingsstyrke. Samtidig må det formodes at et bryggeri af Carlsbergs størrelse er en attraktiv kunde for leverandørerne.

Råvarer forbundet med produktion består primært af maltbyg og humle, og priserne er underlagt nogle klimarelaterede betingelser og kan derfor variere. Det er dog til Carlsbergs fordel at det er produkter med relativ kort holdbarhed, hvorfor både landmænd og bryggerier ofte indgår nogle langsigtede aftaler. Dette gælder også for Carlsberg, som også afdækker risikoen via finansielle instrumenter.

Ved hjælp af horisontal integration i værdikæden, har man yderligere forringet styrkeforholdet. Det 100 % ejede datterselskab Danish Malting Group forsyner Carlsberg med råvarer i en lang række lande. Med ejerskabet af BBH har man også sikret sig nye leverandørkanaler i Østeuropa.

⁶² Michael Porter, Competitive Strategy, Structural Determinants of the Intensity of Competition, side 4-5

3.2.3 Kunders forhandlingsstyrke

Salg af produkter foregår gennem en række distributionskanaler og videre ud i detailhandlen. En øget konsolidering i detailhandlen stiller branchen i en bedre forhandlingsposition end nogensinde før. Det presser distributørerne, der prøver at kompensere ved at opnå lavere priser hos bryggerierne. Der er nogle markant forskelle i forholdet mellem bryggerier, slutkunder og distributions-netværk i de 3 regioner.

I Nord- og Vesteuropa har Carlsbergs distributører en forholdsvis høj forhandlingsstyrke, da der er flere store bryggerier på et modent marked, hvor antallet af slutkunder der drikker øl er faldende. Derudover har distributørerne et stort antal mærker at vælge blandt. Brandet Carlsberg fylder dog så meget i de vesteuropæiske kunders bevidsthed, at man ikke oplever samme tilbagegang i styrkeforholdet til distributørerne som konkurrenterne.

Østeuropa er kendetegnet ved få store bryggerier og en lille antal distributører, hvilket umiddelbart giver en gensidig afhængighed. Som tidligere nævnt er Carlsbergs populære øl Baltika dobbelt så stor som sin nærmeste konkurrent, hvilket markant gavner styrkeforholdet til distributørerne. I Asien er vækstraterne i øjeblikket på så højt et niveau, at bryggerierne vil stå stærkt i forhold til distributørerne i de næste mange år.

Derudover er sortimentet af øl i butikkerne generelt steget væsentligt de seneste år, hvilket medfører en højere konkurrence blandt producenterne, og som i sidste ende kommer kundernes forhandlingsstyrke til gode.

3.2.4 Substituerende produkter

Danskerne drikker i dag mere vin end øl.⁶³ Denne adfærdssændring er den største trussel for Carlsberg på lang sigt. En af årsagerne kan være at folk opfatter vin anderledes end for 10 år siden, som mindre usundt og måske endda med nogle helbredsmæssige fordele. En anden forklaring kan være den nuværende konstruktion af det danske afgiftssystem. Afgiften på vin med en alkoholprocent på 14 er ca. 10 øre lavere pr. genstand.⁶⁴

⁶³ <http://www.bryggeriforeningen.dk> – Danskerne får nu mere alkohol fra vin end øl
Bilag 8 – DST – Forbrug af alkohol opdelt efter type

⁶⁴ <http://www.bryggeriforeningen.dk> – Vin billigere end øl

Det påvirker salgspriserne for de 2produkter og dermed danskernes indkøbspræferencer. På lidt kortere sigt er det det stigende udbud af de moderne alkoholbaserede sodavandsdrikke, der kan true bryggeriernes produktion af øl.

Inden for Europa er der dog væsentlige kulturelle forskelle på hvad der drikkes. Hvor indbyggerne i lande som Spanien, Italien og Frankrig altid har foretrukket vin, er der et meget højt indtag af øl i lande som Tyskland, Tjekkiet, Belgien og Storbritannien.

3.2.5 Konkurrenceintensitet i ølbranchen

Den konsolideringsfase vi oplever i øjeblikket har givet virksomhederne en bredere markedsdækning, som konsekvens af de mange opkøb og fusioner. De store bryggerier har gennem de sidste mange år foretaget opkøb og joint-venture samarbejder og dermed bredt sig til nye markeder. Det har øget konkurrencen på den globale ølvolumen.

<i>Markedsandele (målt på ølvolumen)</i>		<u>Markedsandel i 2009</u>
Peer group	Anheuser-Busch InBev	19,0 %
	SABMiller	9,6 %
	Heineken	6,7 %
	Carlsberg	5,9 %
	China Resources	4,5 %
	Tsingtao	3,2 %
	Modelo	3,0 %
	Molson Coors	2,8 %
	Beijing Yanjing	2,5 %
	FEMSA	2,3 %

Tabel 5: Markedsandele i 2009, kilde: Euromonitor International, egen tilvirkning

Det ser dog stadig ud til at de kun er få større spillere der kæmper om markederne i Nord- og Vesteuropa samt Østeuropa. Disse markeder er altså kendetegnet ved en oligopol-lignende konkurrencetilstand. I Asien er der vokset flere større bryggerier frem, og konkurrencen ser her ud til at være væsentlig større.

3.3 Selskabsspecifikke forhold

Overtagelsen af S&N er indtil videre gået efter planen, men der kan stadig være implementeringsrisici forbundet med overtagelsen af de nye aktiver. Eksempelvis kan nævnes de globale rettigheder til varemærket Kronenbourg. En forsinkelse i den planlagte implementering vil kunne påvirke driftsindtjeningen på de Nord- og Vesteuropæiske markeder i de kommende år.

Overtagelsen af S&N har dog også forbedret Heinekens position på det Nord- og Vesteuropæiske marked. Derudover har Heineken også opbygget tætte relationer til Asien via joint-venture samarbejder.⁶⁵ SABMiller er også stærkt repræsenteret i både Østeuropa og Asien.

Carlsbergs vækst-succes i Rusland er derfor blevet en mere betydningsfuld konkurrenceparameter, men gør samtidig usikkerheden større idet en meget stor del af driftsoverskuddet stammer herfra.

Den globale bryggerigigant Anheuser-Busch InBev er en stor konkurrent på grund af den dominerende markedsdækning i verden. Det er dog til Carlsbergs fordel at Anheuser-Busch InBev i øjeblikket kæmper med en stor gældspost efter senere års aggressive opkøbsstrategi.⁶⁶ Som en del af denne strategi foretages større omkostningsreduceringer.

Kreditmarkedet ser også risiko i Anheuser-Busch InBev, da de i 2008 måtte refinansiere en større gældspost til en højere rente, hvilket som konsekvens heraf vil presse bryggeriet på indtjeningen på lang sigt.

Der er meget der tyder på at Carlsberg fortsat vil gennemføre opkøb i vækstregionerne, med henblik på fortsat at styrke sin positionering. I øjeblikket driver Carlsberg 19 bryggerier i Kina og det ønskede opkøb i Chongqing Breweries vil være en vigtig platform til en langsigtet vækst i Asien.

I 2012 forlader Povl Krogsgaard-Larsen posten som bestyrelsesformand i Carlsberg.⁶⁷ Det vides dog endnu ikke om det vil medføre ledelsesmæssige eller strategiske ændringer ved et formandsskifte. Det vurderes dog ikke at få nogen særlig indflydelse.

⁶⁵ Business Insight – The Top 10 Beer Companies

⁶⁶ Business Insight – The Top 10 Beer Companies

⁶⁷ <http://www.business.dk/navne/pligtmennesket-der-tager-sig-af-vores-oel>

3.4 Delkonklusion

Styrker	Svagheder
• Innovation • Stærk position i Rusland • Stordriftsfordele	• Høj konkurrenceintensitet i Asien og Nord- og Vesteuropa • Svag eller ingen position på vækstmarkederne Latinamerika og Afrika
Muligheder	Trusler
• Langsigtede muligheder i Rusland. • Rusland som platform for vækst til øvrige østeuropæiske lande • Stort vækstpotentiale i Asien • Sundhedsbevidsthed • Fokus på premiumøl til vækst på modne markeder	• Politisk risiko i Rusland • Økonomisk udvikling i Rusland • Udviklingen i Rublen • Gældskrisen i Europa • Sundhedsbevidsthed

Tabel 6: SWOT-analyse, opsummering af den strategiske analyse

I ovenstående SWOT analyse er de vigtigste emner fra den strategiske analyse blevet fremhævet. Den økonomiske udvikling i Rusland og den politiske fokus på alkohol kan få negative konsekvenser for omsætningsvæksten.

Rusland er et vigtigt marked for Carlsberg, da over halvdelen af indtjeningen stammer fra det russiske marked.⁶⁸ Flere faktorer viser dog tegn på bedring i den russiske økonomi. Det fælles fokus i bryggeribranchen vil i de kommende år ligge på Østeuropa og Asien, som de store vækstmarkeder.

Derudover er forventningerne om de stigende råvarepriser også en risiko på omkostningssiden, en risiko der dog minimeres markant af den effektive afdækning ved brug af finansielle kontrakter. Den høje konkurrenceintensitet i alle regioner på nær det russiske marked lægger en dæmper på vækstforventningerne på kort sigt, og har betydning for den senere budgettering.

Carlsberg er blevet mere afhængig af udviklingen i rublen, da den i dag udgør mere end 25 % af omsætningen i fremmed valuta. Udover at påvirke omsætningen målt i DKK, kan det få konsekvenser for nedbringelse af gælden i euro, såfremt rublen svækkes overfor euroen.

⁶⁸ Bilag - Interview med rådgiver Jesper Bamberger i Nordea Investment Strategy & Advice

Et særligt indsatsområde i Nord- og Vesteuropa bliver fortsat innovation inden for Carlsbergs produkter, særligt med tanke på de livsstilsændringer der i øjeblikket finder sted på de modne markeder. Det stigende antal danske mikrobryggerier formodes ikke at have en særlig indflydelse på Carlsberg produkter i Danmark. Og med den brede globale markedsdækning giver det på nuværende tidspunkt en ubetydelig konkurrence.

Konkurrencen fra de tre store bryggerier i peer group er forstærket væsentligt og på mellemlang sigt kommer Carlsberg til at opleve en hårdere konkurrenceintensitet på de østeuropæiske og asiatiske markeder.

Branchen vil formentlig fortsat være præget af konsolidering, omend vi nok ikke vil opleve virksomhedsovertagelser i samme størrelse som Carlsberg gjorde det i 2008. Særlig høj markedsconcentration finder i øjeblikket sted på især de modne markeder, men også i Kina og Rusland.⁶⁹ Det er den globale økonomiske usikkerhed og den dæmpede efterspørgsel for stor til i øjeblikket.

4. Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er at vurdere den historiske rentabilitet, ved hjælp af finansielle værdidrivere og nøgletal. Målsætningen er samtidig at kunne kvantificere og måle den værdiskabelse der har fundet sted i den valgte periode, både på drifts- og finansieringsaktiviteterne. Da driften er den afgørende drivkraft for værdiskabelse i Carlsberg, er det derfor vigtigt at få denne isoleret i regnskaberne. Finansieringsaktiviteten viser blot hvordan driften af Carlsberg er finansieret.

Reformulering af resultatopgørelse, balance og egenkapital er således nødvendigt, for at kunne udarbejde en rentabilitetsanalyse. Samtidig er en regnskabsanalyse nødvendig for at kunne identificere de value drivers, der vil danne grundlag for den efterfølgende budgettering. De detaljerede opgørelser, og noterne til korrektionerne er vedlagt i bilagsoversigten 10-12.

4.1 Anvendt regnskabspraksis

For at kunne udarbejde en regnskabsanalyse er det vigtigt at sikre en identisk regnskabspraksis i hele analyseperioden. Fra 1. januar 2005 gik Carlsberg fra at aflægge regnskaber i overensstemmelse med de gældende regler i Årsregnskabsloven til den

⁶⁹ Bilag 9 - Udvikling i markedsconcentration i analyseperioden

internationale regnskabsstandard IFRS. Der er derfor ingen forskelle i anvendt regnskabspraksis i analyseperioden, der kan få betydning for den historiske analyse. Alle årsrapporter er forsynet med revisionspåtegning af KPMG, uden forbehold. Det er derfor af KPMG' opfattelse, at samtlige årsregnskaber er aflagt i overensstemmelse med lovgivningen.

4.2 Egenkapitalopgørelse

Formålet med at reformulere egenkapitalopgørelsen er at sikre at alle værdiændringer på egenkapitalen inkluderes i den efterfølgende analyse, i stedet for blot at anvende nettoresultatet fra resultatopgørelsen, dvs. at få adskilt posteringerne i transaktioner med ejerne, samt totalindkomsten.

For at finde værdiændringerne på balancen skal ekstraordinære poster (dirty surplus) identificeres i regnskabet. Derfor beregnes årets totalindkomst, der måler periodens præcise værdiændringer på balancen.⁷⁰ Nedenstående formel viser sammenhængen mellem egenkapitalen ultimo og primo året:

$$\text{Egenkapital, ultimo} = \text{egenkapital, primo} + / - \text{totalindkomst} + / - \text{transaktioner med ejerne}^{71}$$

Korrigeret egenkapitalopgørelse (DKK mio.)	2005	2006	2007	2008	2009
Egenkapital primo saldo	11.052	19.496	18.987	19.944	59.901
Transaktioner med ejerne	-944	-141	-884	29.232	-845
Totalindkomst uden minoriteter	3.077	33	1.526	7.418	128
Andet	124	-401	315	4.157	305
Egenkapitalbevægelser i alt	2.257	-509	957	40.807	-412
Egenkapital ultimo saldo	13.309	18.987	19.944	60.751	59.489

Tabel 7: Opsummering af den reformulerede egenkapitalopgørelse, bilag 10

Det er tydeligt, at posteringer under transaktioner med ejerne er begrænset, bortset fra 2008 hvor Carlsberg foretog en stor aktieemission. Totalindkomsten har været positiv til og med 2008. Dirty surplus posterne dækker blandt andet over værdi-reguleringer, valutakurs-reguleringer, aktiebaseret vederlæggelse og øvrige reguleringer.⁷² For Carlsberg skønnes disse poster ikke at kunne henføres til den normale drift. Se bilag 10 for en detaljeret gennemgang af egenkapitalopgørelsen.

⁷⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En Praktisk Tilgang, Jens. O Elling 2005, side 107

⁷¹ Strategisk regnskabsanalyse, 2. udgave, Jens O. Elling, side 108

⁷² Carlsberg årsrapport 2009 – side 61

4.3 Resultatopgørelse

Ved at reklassificere regnskabsposterne i resultatopgørelsen opnås den nødvendige opdeling i drift og finansiering, således at den kan bruges i analyseøjemed. Se bilag 11 for en detaljeret gennemgang af resultatopgørelsen, samt en uddybning af udvalgte regnskabsposter.

<i>Korrigeret resultatopgørelse (DKK mio.)</i>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
Nettoomsætning	38.047	41.083	44.750	59.944	59.382
Indtjeningsbidrag (EBITDA)	5.637	7.391	7.907	10.633	12.556
Resultat af primær drift (EBIT)	2.786	3.886	4.835	6.338	8.695
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.983	2.788	3.497	5.798	6.410
Årets resultat	994	1.884	2.297	2.631	3.602

Tabel 8: Opsummering af den reformulerede resultatopgørelse, egen tilvirkning, bilag 11

4.4 Balance

Formålet med en reformulering af balancen er at opdele Carlsbergs aktiver i driftsrelaterede aktiver og finansielle aktiver, samt passiverne i driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser. Herfra udledes den investerede kapital i driften.

$$\text{Driftsaktiver} - \text{driftsforpligtelser} = \text{Nettodriftsaktiverne (Investeret kapital)}$$

og

$$\text{Finansielle aktiver} - \text{finansielle forpligtelser} = \text{Nettofinansielle forpligtelser}$$

De nettofinansielle forpligtelser lagt sammen med egenkapitalen giver ligeledes den investerede kapital. Balancen reformuleres ud fra virksomhedens forretningsmodel og på baggrund heraf identificeres Carlsbergs driftsaktiver og driftsforpligtelser.⁷³ Nøgletallene der udledes af en reformulering er vigtige i forhold til den senere budgettering.

I balancen er det vigtigt at korrigere for den likvide beholdning/overskydende likviditet, da det principielt er et finansielt aktiv, men likviditet indgår også som en naturlig del af driften. Andelen af driftslikviditet kan variere afhængig af forretningsmodel og branche.

⁷³ Strategisk regnskabsanalyse, 2. udgave, Jens O. Elling, side 124

Da driftslikviditeten ikke er indeholdt i Carlsbergs regnskab, vil størrelsen være et kvalificeret estimat. Det antages at driftslikviditeten i Carlsbergs tilfælde udgør 1,5 % af nettoomsætningen.⁷⁴

Nedenstående tabel viser Carlsbergs balance i reformuleret udgave. Se bilag 12 for en detaljeret gennemgang af balancen, samt en uddybning af udvalgte regnskabsposter.

Korrigeret balance (DKK mio.)	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsaktiver i alt	45.865	56.362	59.485	141.183	132.553
Driftsforpligtelser i alt	15.477	16.667	18.022	34.034	35.629
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)	30.388	39.695	41.463	107.149	96.924
Finansielle aktiver i alt	4.341	2.089	1.735	2.123	1.962
Finansielle forpligtelser	21.420	22.797	23.254	48.521	39.397
Nettofinansielle forpligtelser	17.079	20.708	21.519	46.398	37.435
Egenkapital	13.309	18.987	19.944	60.751	59.489
Nettofinansielle forpligtelser + EK (investeret kapital)	30.388	39.695	41.463	107.149	96.924

Tabel 9: Opsummering af den reformulerede balance, egen tilvirkning, bilag 12

Carlsbergs store opkøb i 2008 har medført en stor stigning i goodwill og er primært indregnet under de immaterielle aktiver. Opkøbet har dog også medført en stigning i de materielle aktiver, som skyldes overtagelsen af en række franske virksomheder, et stort bryggeri i Grækenland og en ejerandel i et stort bryggeri i Kina.

Det fremgår af balancen at finansierings-aktiviteten har været negativ i hele perioden. Særlig stor blev den i 2008, mere herom i note 5 i bilag 12.

⁷⁴ Hvilket er på samme niveau som Carlsberg casen i Regnskabsanalyse for beslutningstagere, forlaget Thomson, 1. udgave, 2007, side 148

4.5 Rentabilitetsanalyse

Dette afsnit vil afdække den årlige udvikling i de finansielle værdidrivere siden 2005. I en rentabilitetsanalyse er der flere forhold af betydning når rentabiliteten skal vurderes, herunder niveauet og udviklingsretning. Rentabiliteten i Carlsberg afdækkes ud fra nedenstående struktur.



Figur 14: Kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, egen tilvirkning

Argumentet for at medtage egenkapitalforretning er at få effekten af den finansielle gearing med, således at rentabiliteten måles ud fra både drift og finansiell gearing.

- *Driftens rentabilitet*, også kaldet *afkastningsgrad* eller Return On Invested Capital (ROIC) udtrykker evnen til at udnytte nettoaktiverne i Carlsberg, og er det fundamentale mål for rentabilitet i driften. I forbindelse med en værdiansættelse af Carlsberg er det også vigtigt, da en højere afkastningsgrad fører til en højere værdi af selskabet. Det er samtidig et vigtigt mål overfor långivere, da en høj afkastningsgrad signalerer at låntager kan betale tilbage, hvilket igen betyder at lånekapital bliver billigere.

$$\text{Afkastningsgrad (AG): } \frac{\text{Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)}}{\text{Investeret kapital}} \times 100$$

For at vurdere niveauet for afkastningsgraden er det oplagt at sammenligne afkastningsgrad med det afkastkrav der modsvarer afkastningsgraden. De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), er et udtryk for investorernes vægtede afkastkrav. For at estimere dette afkastkrav inddrages det indbyrdes forhold mellem den nettorentebærende gæld, egenkapitalen, lånerenten samt ejernes afkastkrav.

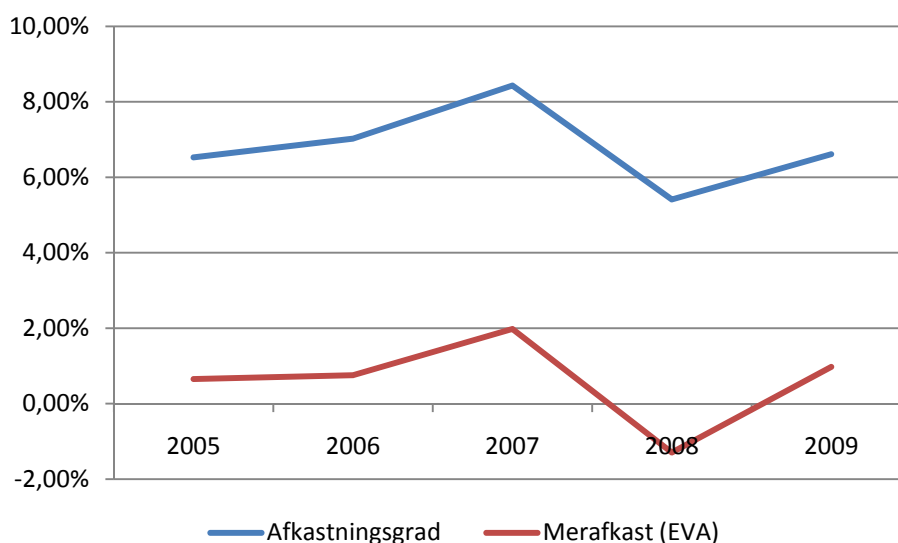
WACC er samtidig et vigtigt nøgletal i forbindelse med den endelige værdiansættelse, da det fungerer som diskonteringsfaktor for det frie cashflow der estimeres i næste afsnit. Beregning af WACC uddybes i afsnit 6.

Når afkastningsgrad og WACC er fundet for perioden, kan merafkastet (*Economic Value Added*) beregnes. Merafkastet er kun positivt så længe at det regnskabsmæssige overskud,

målt i forhold til den investerede kapital, overstiger långiver og ejers vægtede afkastkrav. Således kan udtrykket formuleres i nedenstående formel:

$$\text{Merafkast (EVA)}: (\text{Afkastningsgrad} - \text{WACC}) \times \text{investeret kapital}$$

Nedenfor illustreres udviklingen i afkastningsgrad, WACC og merafkast, baseret på resultaterne af den reformulerede resultatopgørelse og balance, samt udregningerne af WACC i afsnit 6.



Figur 15: Udviklingen i afkastgrad og EVA, kilde: egen tilvirkning

Afkastningsgraden har ligget stabilt i perioden mellem 5 % og 9 %, og der har således også været et positivt merafkast i hele perioden, bortset fra i 2008. Den dårlige udvikling i 2008 skyldes at den investerede kapital steg forholdsmeæssigt mere end NOPAT. Der har i 2009 været et fald i den investerede kapital og samtidig en stigning i NOPAT, hvilket forklarer den begyndende positive udvikling i grafen.

Carlsberg er tilsyneladende begyndt at høste frugterne af akkvisitionen i 2008. Derudover kan den positive udvikling forklares i et lavere renteniveau, samt en mindre forventet risikopræmie der har gjort ejernes afkastkrav lavere.

Afkastningsgraden består af 2 delkomponenter, *overskudsgrad* og *omsætningshastighed*. Førstnævnte kaldes også driftsmarginalen eller profitmargin og udtrykker driftsresultatet pr. omsat krone i procent. Omsætningshastigheden giver et indtryk af kapitalbindingen i Carlsberg, og udtrykker evnen til at tilpasse den investerede kapital til et givent niveau for omsætningen.

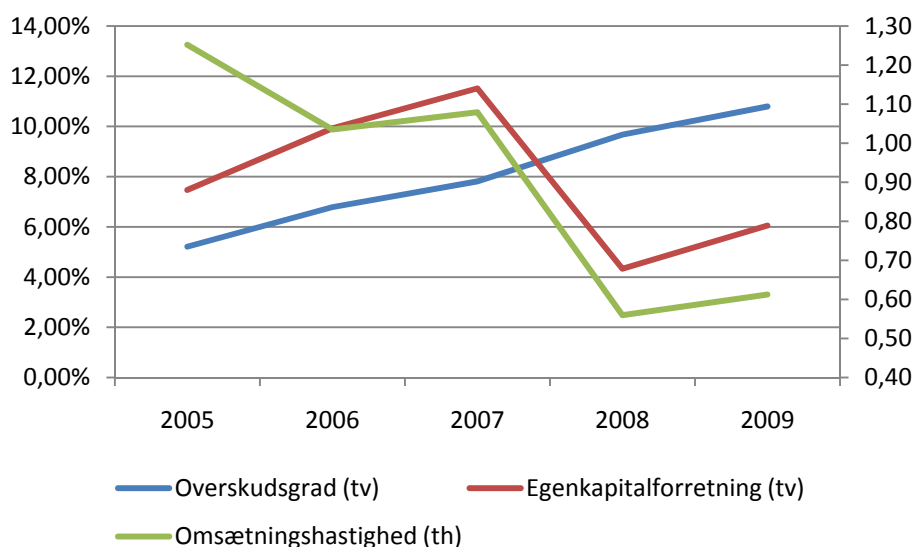
$$\text{Overskudsgrad (OG): } \frac{\text{Resultat af primær drift efter skat}}{\text{Nettoomsætning}} \times 100$$

$$\text{Omsætningshastighed (OH): } \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Investeret kapital}}$$

- **Egenkapitalforrentning** er et andet vigtigt nøgletal fra aktionærernes synspunkt. Det måler afkastet af ejernes investerede kapital i Carlsberg, og ville være den samme som afkastningsgraden, hvis der ikke var fremmedkapital i Carlsberg. Forskellen er at aktionærerne aflønnes først efter at kreditorerne har fået deres penge, og er derfor et væsentligt aspekt i aktionærernes øjne.

$$\text{Egenkapitalforrentning} = \frac{\text{Nettoresultat efter skat}}{\text{Egenkapital}} \times 100$$

Nedenstående graf viser udviklingen i de tre nøgletal.



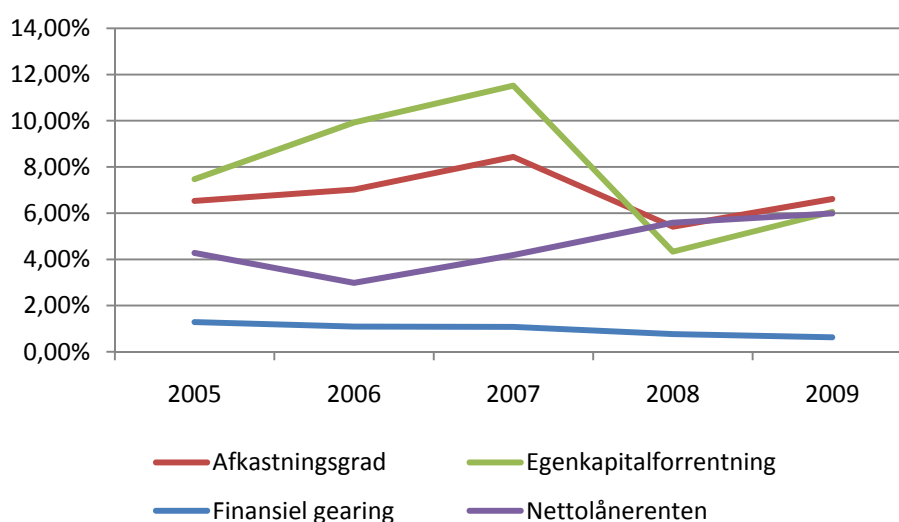
Figur 16: Udviklingen i overskudsgrad, egenkapitalforrentning og omsætningshastighed, kilde: egen tilvirkning

Udviklingen i egenkapitalforrentning og omsætningshastighed følges ad, og er fra et højt niveau, faldet med over 50 % fra 2007 til 2008, hvilket selvfølgelig hænger sammen med de store stigninger i den investerede kapital og egenkapital i forbindelse med aktieemissionen i 2008 og den efterfølgende akkvisition. Til gengæld er implementering og udnyttelse af de nye aktiver begyndt at sætte sine spor i 2009, hvor begge nøgletal viser en stigende tendens.

Overskudsgraden har været jævnt stigende i hele perioden og viser at driftsresultatet er steget mere end nettoomsætningen i hele perioden, hvilket er en meget positiv tendens. Selvom

afkastningsgraden er faldet i 2008, er det altså ikke ensbetydende med, at man ikke formår at øge det driftsmæssige overskud og dermed forbedre indtjeningsniveauet.

Fremmedkapital er kun interessant så længe det kan lade sig gøre at forrente den til en højere rente end nettolånerrenten efter skat.⁷⁵ Nedenstående graf viser udviklingen i delkomponenterne i egenkapitalens forrentning.



Figur 17: Udviklingen i AG, EKF, finansiell gearing og nettolånerrenten, kilde: egen tilvirkning

Afkastningsgraden har ligget stabilt over nettolånerrenten frem til 2008, hvor det ikke har lykkedes at forrente fremmedkapitalen bedre end lånerrenten. Det betyder at der er et negativt "spread" i perioden, med andre ord giver fremmedkapitalen et negativt afkast i 2008. Det ses også tydeligt, at den finansielle gearing har været faldende efter kapitaludvidelsen i 2008.

Den negative udvikling i spreadet ændrer sig dog i 2009, hvor der igen er et positivt afkast på fremmedkapitalen. Det er på trods af en fortsat stigende lånerente. Alt i alt har den finansielle gearing i Carlsberg overvejende givet et positivt bidrag til afkastningsgraden og EVA.

4.6 Delkonklusion

Opsplitning i driftsaktiviteter og finansiering krævede ikke store ændringer i regnskaberne. Generelt har Carlsberg en høj regnskabskvalitet, hvilket er nødvendigt for at kunne vurdere indtjeningskvaliteten i regnskaberne.

⁷⁵ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 174-175

Eksempelvis har sondringen mellem tilbagevendende og transitoriske poster været tydeligt beskrevet i regnskaberne. Historisk set er Carlsberg også kendt for en relativt konservativ regnskabspraksis, hvilket kendetegner god regnskabspraksis.⁷⁶

Den overordnede tendens for nøgletallene er præget af en stigende udvikling frem til 2008. Dog har omsætningshastigheden været mindre stabil, hvilket har påvirket afkastningsgraden negativt.

Det fremgår også af analysen, at fra 2009 ses en stigende vækst-trend i vigtige nøgletal, hvilket giver indtryk af at man formår at udnytte de kapitaltunge investeringer i 2008.

⁷⁶ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 290

5. Budgettering

Følgende afsnit vil indeholde et 5-årig budget af de fremadrettede værdidrivere og der tages udgangspunkt i regnskabsanalysen og den strategiske analyse, samt inspiration fra de gennemsnitlige konsensus-estimer i 13 danske og udenlandske banker.⁷⁷

Særligt vigtigt er driverne for omsætningsvækst og overskud fra driften, der fører til en estimering af det frie cash flow. Det følgende afsnit beskriver de antagelser og forudsætninger der er lagt til grund for budgetperiode og terminalværdi.

5.1 Budgetforudsætninger

Budgetperioden vil være strække sig over 5 år, hvilket er valgt af flere årsager. For det første er der automatisk forbundet en større usikkerhed ved lange budgetperioder. Derudover vurderes det at Carlsberg vil opleve et forholdsvis stabilt indtjeningsniveau de kommende år, hvilket begrundes i at der først om mange år vil være fuldt udbytte af overtagelsen af S&N, samt at usikkerheden på det russiske ølmarked er for øjeblikket for stor, til kunne påvirke væksten markant i den ene eller den anden retning.

Yderligere antages det at det nuværende økonomiske opsving stadig er forholdsvis svagt, og at vi først i slutningen af budgetperioden vil være inde i en egentlig højkonjunktur igen. På det tidspunkt er der for meget usikkerhed omkring estimering af vigtige faktorer såsom inflation, råvarepriser, valutakurser og den økonomiske krise i Europa.

I budgettet kan vælges mellem Carlsbergs effektive skattesats eller den nuværende danske selskabsskattesats. Det vil kræve for mange antagelser at estimere den effektive skattesats, der ville være forbundet med meget stor usikkerhed jf. Carlsbergs mange udenlandske aktiviteter. Den ændrer sig markant fra år til år, og var i 2008 -11,2 %⁷⁸ mod 27 % i 2009.

I budgettet vil den nuværende danske selskabsskattesats på 25 % derfor blive brugt, og det forventes ikke at den vil ændre sig i hele budgetperioden. Valg af skattesats er yderligere gennemgået i bilag 11, note 4, i forbindelse med reformulering af resultatopgørelsen.

Til estimering af omsætningsvæksten antages det, at Carlsbergs markedsandele vil forblive de samme som i 2009. Det antages endvidere at valutakurserne og inflationstakten beholder

⁷⁷ www.carlsberggroup.com – Investor – Analysts & Estimates - Consensus estimates

⁷⁸ Carlsberg nævner selv at grunden til den negative effektive skattesats skyldes nedsættelser af selskabsskattesatsen i Rusland i 2009, fra 24 % til 20 %, kilde: Carlsbergs årsrapport 2009, side 47

samme niveau for hele budgetperioden. I den strategiske analyse fremgik det, at opkøbsvæksten vil i de kommende år være mindre end hidtil. Derfor antages det yderligere, at større frasalgs eller opkøb ikke vil finde sted i budgetperioden.

Produktionsomkostningerne er budgetteret med udgangspunkt i den strategiske analyse og det historiske niveau i forhold til nettoomsætningen. Denne post har fået sit eget afsnit, dels på grund af størrelsen, men også fordi produktionsomkostningerne blev analyseret gennemgående i den strategiske analyse.

Budgetteringen af alle øvrige poster er ligeledes funderet i den strategiske analyse, samt en fordelingsnøgle med udgangspunkt i regnskabspostens procent af nettoomsætningen i 2009, og en gennemsnitsbetragtning af analyseperioden.⁷⁹

5.2 Nettoomsætning

Da vækstforventningerne i de 3 regioner er vidt forskellige, findes det nødvendigt at uddybe budgettering af nettoomsætningen på regionsniveau. Som helhed vil omsætningsvæksten være præget af et væsentligt lavere niveau end de foregående 5 år.

5.2.1 Nord- og Vesteuropa

Nord- og Vesteuropa			Historik					Budget		
<i>(DKK mia.)</i>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010E</u>	<u>2011E</u>	<u>2012E</u>	<u>2013E</u>	<u>2014E</u>
Nettoomsætning	26,20	27,20	27,40	37,10	36,50	36,80	37,15	37,60	38,20	38,95
Vækst		3,8%	0,7%	35,4%	-1,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,6%	2,0%
Andel af netto oms.	68,9%	66,2%	61,2%	61,9%	61,5%	61,1%	59,3%	58,2%	57,5%	57,2%

Tabel 10: Budgetteret omsætningsvækst for Nord- og Vesteuropa, kilde: egen tilvirkning

Der forventes en svagt positiv salgsvækst i de kommende år. Dette begrundes primært i et svagt økonomisk opsving og en høj konkurrenceintensitet i regionen. Allerede i 2010 forventes det at den negative vækst vil være vendt til et mindre plus, primært funderes i de effektiviseringsprogrammer som Carlsberg har igangsat, samt Carlsbergs styrke inden for produktudvikling af premium-segmentet, i hvilken, efterspørgslen om nogle år igen vil stige.

Fra 2012 forventes det at salgsvæksten vil begynde at stige hurtigere i regionen. Salget af øl forventes at ligge på en gennemsnitlig vækstrate på 1,3 %. Den svage vækst i de kommende

⁷⁹ Bilag 13 – Budgetteret resultatopgørelse og balance

år ligger på niveau med Europa-kommissionens forventninger til væksten som helhed og til det private forbrug.⁸⁰

5.2.2 Østeuropa

Carlsberg vil i de kommende opleve en bedre om end beskeden salgsvækst, primært drevet af det russiske marked, hvor man fortsat vinder markedsandele. De makroøkonomiske forhold, herunder de seneste økonomiske nøgletal for regionen viser bedring i økonomien. Der spores endvidere positive tendenser i produktionen af øl i Rusland.⁸¹

Dog er der stadig en stor politisk risiko i landet, i forhold til stramninger i alkoholpolitikken. Den usikkerhed vil for Carlsberg være indregnet i væksten på længere sigt. Den gennemsnitlige salgsvækst vil ligge på 4 %.

Østeuropa			Historik					Budget		
(DKK mia.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Nettoomsætning	9,90	11,40	14,60	19,10	18,50	18,80	20,15	21,10	22,00	22,50
Vækst		15,2%	28,1%	30,8%	-3,1%	1,6%	7,2%	4,7%	4,3%	2,3%
Andel af netto oms.	26,0%	27,7%	32,6%	31,9%	31,2%	31,2%	32,2%	32,7%	33,1%	33,0%

Tabel 11: Budgetteret omsætningsvækst for Østeuropa, kilde: egen tilvirkning

5.2.3 Asien

Asien vil være regionen med den største omsætningsvækst for Carlsberg i budgetperioden. Den gennemsnitlige salgsvækst vil ligge på 9,84 % og begrundes i et stigende forbrug af øl, samt den øgede tilstedeværelse, blandt andet i Kina, hvor det forventes at Carlsberg fortsat vil øge sin andel i det store bryggeri Chongqing Brewery.

Det forventes at de 2 kommende regnskabsår vil være positivt påvirket af de seneste års investeringer i Asien og især Kina. Dog forventes det også, at det på længere sigt ikke vil være muligt for Carlsberg at opretholde samme høje vækstrate, blandt andet på grund af en højere konkurrenceintensitet i regionen.

Asien			Historik					Budget		
(DKK mia.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Nettoomsætning	1,50	2,30	2,50	3,60	4,20	4,60	5,30	5,90	6,25	6,70
Vækst		53,3%	8,7%	44,0%	16,7%	9,5%	15,2%	11,3%	5,9%	7,2%
Andel af netto oms.	3,9%	5,6%	5,6%	6,0%	7,1%	7,6%	8,5%	9,1%	9,4%	9,8%

Tabel 12: Budgetteret omsætningsvækst for Asien, kilde: egen tilvirkning

⁸⁰ Bilag 14 – Vækstforventninger i Eurozonen

⁸¹ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/170329/carlsberg-investorer_fejrer_russisk_lysglimt

5.2.4 Ikke-fordelte

Den ikke-fordelte nettoomsætning består af omsætning fra andre virksomheder og aktiviteter⁸². Posten er beskeden og har ingen reel betydning for værdiansættelsen. Derfor er nettoomsætningen sat som et fast beløb i budgetperioden.

Øvrigt salg			Historik					Budget		
(DKK mio.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Nettoomsætning	450	180	250	140	180	150	150	150	150	150
Vækst		-60,0%	38,9%	-44,0%	28,6%	-16,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Andel af netto oms.	1,2%	0,4%	0,6%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Tabel 13: Budgetteret omsætningsvækst for øvrigt salg, kilde: egen tilvirkning

5.3 Produktionsomkostninger

Produktionsomkostningerne har historisk set (de seneste 5) år ligget på mellem 45 % - 50 % af nettoomsætningen, med en gennemsnitlig vækst på 13,5 %. I noterne fremgår det at den største post er materialeomkostninger.⁸³ I 2007 og 2008 fremgik det af den strategiske analyse at der var store udsving i råvarepriserne, og selvom Carlsberg har afdækket sig imod stigende priser, vil prisstigninger alligevel slå igennem i form af højere kontraktpriser.

Fra den strategiske analyse fremgik det at priserne på især maltbyg vil stige i 2010 og fremefter. Derfor er der budgetteret med en mindre stigning i materialeomkostningerne i hele budgetperioden, der dog ikke er helt så markant som Carlsberg oplevede det i 2007 og 2008.⁸⁴

I de kommende år forventes det at Carlsberg vil blive bedre til at udnytte aktiverne efter akkvisitionen. Yderligere fremgår det af Carlsbergs årsrapporter at der allerede er fokus ”på effektiviseringer af processer og arbejdsgange” og dermed omkostningsbesparelser gennem excellence-programmerne.⁸⁵ Alt i alt forventes det at sætte sine spor på produktionsomkostningernes samlede andel af nettoomsætningen.⁸⁶

5.4 Øvrige omkostninger

For de øvrige budgetter henvises til bilag 13.

⁸² Carlsberg årsrapport 2009, side 70

⁸³ Carlsberg årsrapport 2009, side 70

⁸⁴ Bilag 15 – Budgettering af produktionsomkostninger

⁸⁵ Carlsberg årsrapport, side 19

⁸⁶ Bilag 15 – Budgettering af produktionsomkostninger

5.5 Delkonklusion

Budgetteringsprocessen er som tidligere nævnt bygget på en række antagelser og forudsætninger, der gør at resultatet er behæftet med usikkerhed. Nedenstående tabel giver et overblik over udvalgte centrale regnskabsposter i den budgetterede periode.

			Budgetperiode		
Centrale regnskabsposter (DKK mio.)	<u>2010E</u>	<u>2011E</u>	<u>2012E</u>	<u>2013E</u>	<u>2014E</u>
Nettoomsætning (DKK mio.)	60.350	62.750	64.750	66.600	68.300
Indtjeningsbidrag (EBITDA)	32.250	34.050	35.450	36.700	37.800
Resultat af primær drift (EBIT)	7.235	8.197	8.773	9.261	9.660
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	4.823	5.520	5.932	6.280	6.562
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)	101.328	102.220	105.478	109.157	111.944
Egenkapital	66.578	66.088	68.195	70.809	72.617

Tabel 14: Centrale regnskabsposter fra budgetfasen, kilde: egen tilvirkning

6. Værdiansættelse

Det som aktieinvestorer er interesseret i, er om en aktie er dyr eller billig prissat. For at anskueliggøre dette problem benyttes oftest 2 typer af værdiansættelsesmodeller.

De absolutte (kapitalværdibaserede) modeller tager udgangspunkt i en absolut værdi af den analyserede virksomhed. De tager ofte udgangspunkt i de pengestrømme, som virksomheden forventes at kunne genere i fremover. Uanset hvilken model der benyttes bør den teoretiske værdi af aktien forblive den samme. Det skyldes at modellerne blot benytter forskellige måder at beregne værdien på.

De mest anvendte modeller i dag er DCF og EVA-modellerne. DCF-modellen bruger virksomhedens fremtidige pengestrømme at fastsætte værdien af virksomheden. EVA-modellen tager derimod udgangspunkt i det økonomiske overskud.⁸⁷ Fælles for dem begge er at analytikeren har et indgående kendskab til omverdensforhold og den sektor, som virksomheden befinder sig i.

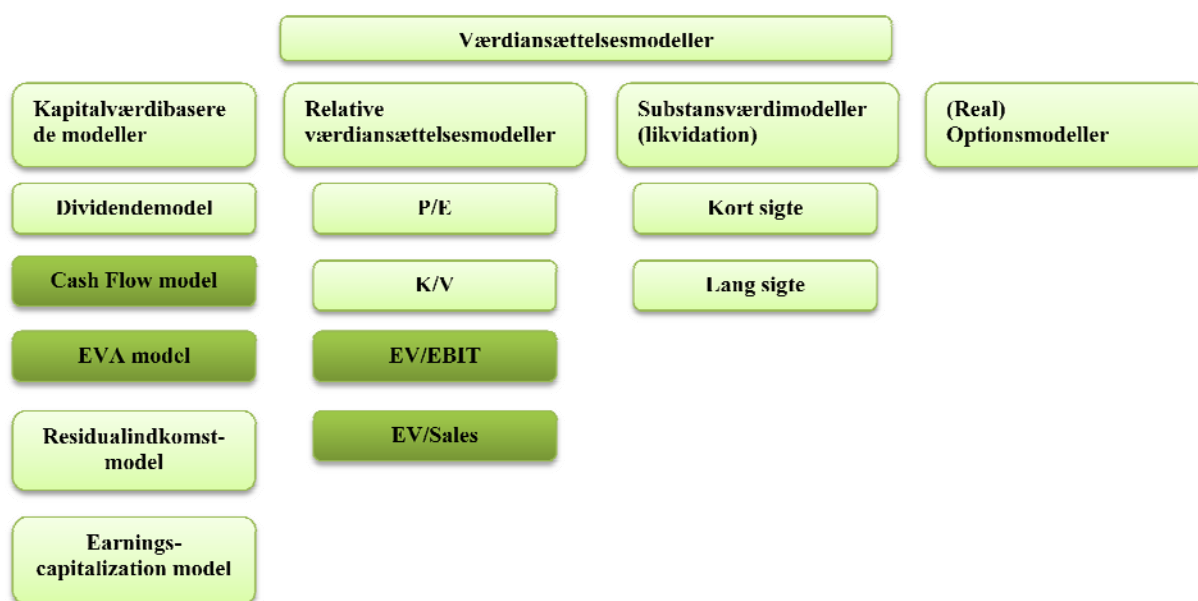
Der skal altså analyseres på de markeder hvori virksomheden operer, hvilke konkurrenter virksomheden har, virksomhedens strategi og konkurrenceevne, regnskabsprincipper og mange andre faktorer. Hele denne proces kaldes for den strategiske analyse, som sammen med regnskabsanalysen kaldes fundamentalanalysen. På baggrund af denne er der i det foregående afsnit udarbejdet det budget, som er det egentlige input til modellerne.

De foregående afsnit udgør den fundamentalanalyse, som vil blive lagt til grund for den efterfølgende værdiansættelse.

De relative værdiansættelsesmodeller (multipler) sammenligner den enkelte akties prissætning med andre aktier inden for sammen sektor eller forretningsområde. På det grundlag kan det efterfølgende vurderes hvorvidt aktien er dyr eller billig i forhold til konkurrerende virksomheder. Det kan f. eks. gøres via multipler som, hvor P/E i dag ofte bliver anvendt.

Nedenstående figur viser de mest almindelige modeller til værdiansættelse, og de modeller som vil blive brugt i nærværende opgave er markeret.

⁸⁷ Uddybning af EVA-modellen finder sted i bilag 18.



Figur 18: Gruppering af værdiansættelsesmodeller, Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 25, kilde: egen tilvirkning

Værdiansættelsen af Carlsberg tager som tidligere nævnt udgangspunkt i modellen Discounted Cash Flow (DCF), som vil være den primære værdiansættelsesmodel i denne opgave. Udover den vil en værdiansættelse baseret på modellen Economic Value Added (EVA) blive udarbejdet. Til sidst vil aktiekursen blive analyseret ud fra en multipelanalyse, for at vurdere hvorvidt den stemmer overens med resultaterne fra de kapitalværdibaserede modeller.

6.1 DCF-modellen

DCF-modellen er i praksis den mest anvendte i dag. Argumentet for at benytte den to-periodiske værdiansættelsesmodel er, at den økonomiske teori tilsiger, at på lang sigt vil konkurrencen eliminere atypiske høje afkast i de fleste brancher.⁸⁸ På lang sigt (terminalperioden) vil væksten aftage og konkurrencen mellem bryggerierne vil intensiveres, hvilket vil tvinge væksten ned på et lavere niveau.

Den fungerer således at Carlsbergs fremtidige pengestrømme diskonteres med en rente der afspejler den underliggende risiko i de fremtidige pengestrømme. Modellen kan udtrykkes således:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^i \frac{Cash\ Flow_t}{(1+WACC)^t} + \underbrace{\frac{Cash\ Flow_{i+1}}{(WACC-g)} \times \frac{1}{(1+WACC)^i}}_{\text{Terminalperiode}}$$

⁸⁸ FSR – notat om værdiansættelse, side 85

EV_0 = Enterprise value på tidspunkt 0.

WACC = De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

i = Budgetperiodens længde

Første led i ligningen er de fremtidige pengestrømme og den dertilhørende diskontering med WACC. Anden del af ligningen er en terminalperiode baseret på Gordon's konstantvækst ligning.⁸⁹ I terminalperioden antages væksten at være i en "steady state". Dette betyder at væksten er konstant, og eventuelle budgetforudsætninger ikke ændrer sig.

For at kunne bruge DCF-modellen er der i forrige afsnit opstillet en periodeperiode, der var underlagt en række forudsætninger og antagelser. Udover en budgetperiode udarbejdes senere i dette afsnit en terminalperiode.

6.1.1 De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Estimering af kapitalomkostningerne i en større virksomhed kan være en kompliceret problematik, idet udregningerne beror på en række forenkede antagelser. Der findes ikke en ensartet metode til beregningen, hvilket behæfter resultatet med yderligere usikkerhed.

En af metoderne er illustreret i følgende afsnit, og selvom der kan være flere former for afkastkrav alt efter typen af kapitalindskyder, er her kun medtaget 2 typer af finansiering, egenkapitalen og den rentebærende gæld.

WACC kan således udtrykkes:

$$WACC = \frac{NRBG}{NRBG + EK} \times LR \times (1 - t) + \frac{EK}{NRBG + EK} \times k_e^{90}$$

$NRBG$ = markedsværdi af nettorentebærende gæld

EK = Markedsværdi af egenkapital

LR = Lånerenten

k_e = Ejernes afkastkrav

t = Selskabets marginale skattesats

⁸⁹ Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies, side 242

⁹⁰ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 151-152

6.1.2 Den langsigtede kapitalstruktur

Kapitalstrukturen, fordelingen mellem egenkapital og gæld beregnes i markedsværdier, da bogførte værdier ikke giver brugbar information til beregning af selskabets reelle værdi. I årsrapporterne fremgår det at Carlsbergs gæld optages til markedsværdi, da den nominelle værdi (med fradrag for kurstab) afspejler nutidsværdien af de fremtidige betalinger til indskyderne af fremmedkapital. Det er som tidligere nævnt lykkedes for Carlsberg at nedbringe den store gældspost markant de seneste 2 år.

Det seneste års udvikling i den nettorentebærende gæld fra den reformulerede balance, samt markedsværdien af egenkapitalen, viser en tendens til samme niveau for kapitalstrukturen fra før 2008.⁹¹ For Carlsberg er den langsigtede kapitalstruktur, med udgangspunkt i den reformulerede balance, derfor vurderet til i hele budgetperioden at fordele sig mellem 40 % fremmedkapital og 60 % egenkapital.

6.1.3 Lånerenten

Lånerenten, eller Carlsbergs fremmedkapitalomkostninger kan udtrykkes således:

$$Lånerenten = (r_f + r_s) \times (1 - t)$$

r_f = Risikofrie rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

T = Aktuell skattesats.

Det selskabsspecifikke risikotillæg estimeres på baggrund af en samlet risikovurdering af Carlsberg. På baggrund af regnskabsanalysen vurderes den finansielle risiko til at være relativ lav. Kredit-vurderinger fra de store analysehuse, Fitch og Standard and Poors giver et billede af en relativ høj rating af Carlsberg, hvilket giver anledning til et risikotillæg i den lave ende.

I 2010 havde Carlsberg en langsigtet rating på "BBB-" af både Fitch og Nordea Markets.⁹² Med udgangspunkt i den rating er risikotillægget estimeret til 1,44 %.⁹³ Det lave risikotillæg kan tolkes som at kreditmarkedet ikke ser en høj kreditrisiko i Carlsberg.

⁹¹ Bilag 16 - Historisk udvikling i kapitalstruktur

⁹² Nordea Credit Research, Nordic Bond Issuers 2010

⁹³ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 246

Lånerenten beregnes nu til:

$$(0,02681 + 0,0144) \times (1 - 0,25) = 0,0309 \approx 3,09 \%$$

6.1.4 Marginal skattesats

Den nuværende selskabsskattesats på 25 % vil være gældende i beregning af WACC, ligesom den var i budget- og terminalperioden. Det antages at den ikke vil ændre sig for hele budgetperioden.

6.1.5 Ejerafkastkravet

Ejernes afkastkrav beregnes ved hjælp af Capital Asset Pricing modellen (CAPM).⁹⁴ Teorien bag modellen siger at investorernes porteføljer er veldiversificerede, og hvor den usystematiske, eller selskabsspecifik risiko derfor er borte. Det er derfor kun den systematiske risiko (Beta) investorerne er eksponeret imod.

Ejerafkastkravet er lig med det risikofrie afkast + risikotillæg.

$$k_e = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)^{95}$$

k_e = Afkastkravet,

r_f = Den risikofrie rente

B (Beta) = Den systematiske risiko

$(E(r_m) - r_f)$ = den forventede risikopræmie investor kræver for at påtage sig risikoen ved investering i aktier.

Den risikofrie rente er med udgangspunkt i en 10-årig dansk statsobligation, estimeret til 2,681 %. Den effektive rente er målt pr. 1. juni 2010 på en generisk (kunstig) statsobligation hvor renterne er "splejset", for at efterligne den nøjagtige varighed.⁹⁶

Beta, eller den systematiske risiko er et udtryk for den del af risikoen i en veldiversificeret portefølje, der altid vil være til stede. Dette risikomål indgår derfor som en vigtig parameter i

⁹⁴ Valuation – Measuring and managing the value of companies, side 235

⁹⁵ FSR – notat om værdiansættelse, side 54

⁹⁶ Bloomberg, (Ask price - Yield To Maturity) og FSR – notat om værdiansættelse, side 55

ejernes afkastkrav. Beta estimeres som udgangspunkt i historiske aktiekurser, hvor udsving i kursen afspejler den usikkerhed investorerne har til det enkelte selskab. Værdien kan tolkes på følgende måde:

- $\beta = 0$ Risikofri investering
- $\beta < 1$ Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
- $\beta = 1$ Investering med samme risiko som markedsporteføljen
- $\beta > 1$ Investering med større risiko end markedsporteføljen

Beta er for Carlsberg estimeret til at være 0,862.⁹⁷ Dette kan derfor tolkes som at en investering i Carlsberg-aktien er forbundet med mindre risiko end en investering i hele markedsporteføljen.⁹⁸

Den forventede risikopræmie er et udtryk for forskellen mellem afkastet i henholdsvis aktiemarkedet og den risikofrie rente. Den kan udledes ved hjælp af enten historiske afkast, eller fremadrettet ud fra investorenes konsensusforventninger.⁹⁹ Der er usikkerhed forbundet med begge metoder og det kompliceres yderligere af at resultatet ofte baseres på enten aritmetiske eller geometriske gennemsnit.

Baseret på historiske betragtninger er der valgt en risikopræmie for Carlsberg på 6 %.¹⁰⁰ I perioden 2005 til 2007 er der dog valgt en risikopræmie på 4,5 %, grundet en markant lavere rentebærende gældsandel.

Ejerafkastkravet kan nu estimeres til:

$$(0,02681 + 0,862 \times 0,06) = 0,07853 \approx 7,853 \%$$

6.1.6 Beregning af WACC

WACC kan med udgangspunkt i de forrige beregninger nu estimeres til:

$$0,4 \times 0,0309 \times (1 - 0,25) + 0,6 \times 0,07853 = 0,05639 \approx 5,639 \%$$

⁹⁷ Korrelation mellem Carlsberg B og OMXC20 i perioden 1. juni 2005 til 31. maj 2010 (daglige lukkekurser)

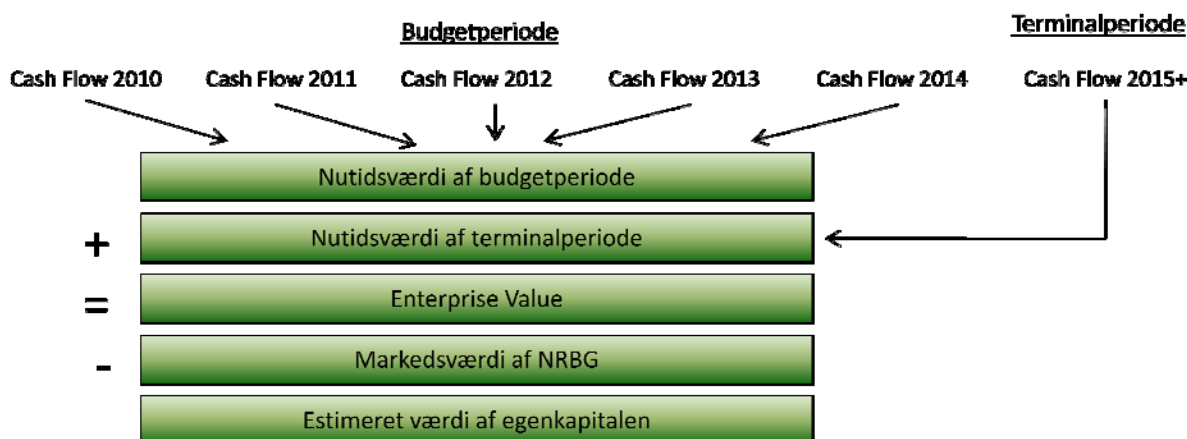
⁹⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 218

⁹⁹ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 218

¹⁰⁰ Nationalbanken – risikopræmien på aktier, 2002 og Valuation – Measuring and managing the value of companies, side 629

6.1.7 Terminalperioden

Terminalperioden i et budget er som tidligere nævnt den såkaldte ”steady state” periode, det vil sige at budgetforudsætningerne ikke længere er variable, og der forudsættes en konstant fremadrettet væksthastighed (g) i al uendelighed. Terminalværdiens funktion er illustreret i nedenstående figur, den to-periodiske værdiansættelsesmodel.



Figur 19: To-periodisk værdiansættelsesmodel, kilde: Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 26, egen tilvirkning

Den fremadrettede væksthastighed er især vigtig fordi den oftest danner størstedelen af selskabets estimerede værdi. Af samme grund vil den også indgå som variabel i en følsomhedsanalyse i afsnit 6.4. Den estimeres med baggrund i den strategiske analyse, samt budgetfasen i forrige afsnit.

Under hensynstagen til den forventede udvikling i Europa,¹⁰¹ bør væksthastigheden ligge i nærheden af 1,5 %. Carlsberg forventes fortsat at vil have en langsigtet pæn vækstrate i mange af de vækstlande de er repræsenteret i. Særligt i Asien vil vækstraten stadig ligge på 6 % - 7 %, og regionen er da også budgettet til at udgøre en større del af nettoomsætningen på længere sigt. Derfor er væksthastigheden vurderet til $g = 2$ %.

Nærværende værdiansættelse af Carlsberg er således funderet i budgetterne og udregningen af det frie cash flow.¹⁰² Carlsberg B-aktien har igennem de seneste 5 år været handlet til en kurs, der i gennemsnit har ligget 2,5 % højere end A-aktien.¹⁰³ Det antages derfor, at den også gør det på dagen d. 1. juni 2010.

¹⁰¹ Bilag 14 - Vækstforventninger i Eurozonen

¹⁰² Bilag 17 – Opgørelse af det frie cash flow

¹⁰³ Daglige lukkekurser i perioden 1. juni 2005 – 1. juni 2010, kilde: Nasdaq OMX Nordic

6.2 Værdiansættelse af Carlsberg

			Budgetperiode				Terminalperiode	
DCF-modellen (DKK mio.)			2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E+
Det frie cash flow			8.832	3.289	1.558	2.900	2.861	4.422
WACC			5,639 %	5,639 %	5,639 %	5,639 %	5,639 %	5,639 %
Diskonteringsfaktor			0,9466	0,8961	0,8483	0,8030	0,7601	
Nutidsværdi af det frie cash flow			8.361	2.947	1.322	2.328	2.175	
Nutidsværdi af budgetperioden		17.133	Andel af EV	16%				
Nutidsværdi af terminalperioden		87.429	Andel af EV	84%				
Enterprise value		104.562						
Korrigeret enterprise value 1. juni 2010		106.962	(WACC-forrentet værdi af egenkapitalen i 5 mdr.)					
Værdi af ikke-driftsmæssige aktiver		1.962						
Værdi inkl. Ikke driftsmæssige aktiver		108.924						
Markedsværdi af NRBG		-37.435						
Minoritetsinteresser		-4.660						
Estimeret værdi af egenkapital		66.829						
Antal udestående A-aktier		33.699.300						
Antal udestående B-aktier		118.857.600						
Aktiens teoretiske kurs 1. juni 2010		449,0						

Figur 20: Estimeret værdi af aktiekursen d. 1. juni 2010 (DCF-modellen), kilde: egen tilvirkning

Det er nu muligt at svare på opgavens hovedspørgsmål. Via DCF-modellen er den fair markedsværdi af Carlsberg B-aktien estimeret til DKK 449 pr. 1. juni 2010. Samme dato lukkede aktien på fondsbørsen i DKK 461,7. Det betyder at aktien handlede til en overpris på knap 3 % i forhold til den teoretisk korrekte kurs. Aktien er derfor en anelse overvurderet af markedet, som der blev sat spørgsmålstejn ved i problemstillingen.

Carlsberg blev i juni måned vurderet af en række finanshuse, der alle forskellige holdninger om hvorvidt der skulle købes ellers sælges.¹⁰⁴ Fælles for dem alle var dog at deres kursmål lå i intervallet 410 – 610. Resultatet af denne model giver altså en kurs der ligger i den lave ende af intervallet.

Budgetterne er ligeledes kontrolleret i en EVA-model, der giver samme resultat.¹⁰⁵

¹⁰⁴ Bilag 1 – Analytiker anbefalinger

¹⁰⁵ Bilag 18 – Estimeret værdi af aktiekursen d. 1. juni 2010 (EVA-modellen)

6.3 Multipelanalyse

Dette afsnit vil vurdere aktiekursen med udgangspunkt i multiplerne EV/EBIT samt EV/Sales. Ideen bag multipelanalysen er at estimere værdien af en virksomhed ved at sammenligne prisen med sammenlignelige selskaber. I dette tilfælde vil det være peer group, Heineken, SABMiller og Anheuser-Busch InBev.

Den er baseret på enterprise value værdier for hvert af de 3 selskaber, for at undgå forstyrrende elementer fra f. eks. ikke driftsmæssige tab og gevinster, samt kapitalstrukturen for de enkelte selskaber.¹⁰⁶ Det er også grunden til at P/E er udeladt, i det multiplen er præget af det enkelte bryggeris kapitalstruktur, og dermed er behæftet med mere usikkerhed.¹⁰⁷

Nedenstående oversigt viser en opsummering af multipelanalysen.

Opsummering af multipelanalysen (DKK mio.)	EBIT			(Net) Sales		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
Carlsberg - budgetteret udvikling	7.235	8.197	8.773	60.350	62.750	64.750
Multipel (middelværdi)	11,2	10,4	9,5	2,3	2,4	2,3
Estimeret enterprise value (EV)	80.952	85.524	83.219	141.131	151.566	147.332
Aktiens teoretiske kurs 1. juni 2010	DKK 286,7	DKK 318,2	DKK 302,3	DKK 700,4	DKK 772,1	DKK 743,0

Tabel 15: Opsummering af multipelanalysen, kilde: egen tilvirkning

Det skal påpeges at peer group er lille, hvilket gør resultatet meget usikkert. Dog giver kurserne (baseret på middelværdierne) en indikation om at resultatet fra DCF/EVA-modellerne stemmer nogenlunde overens, ved at ligge midt i intervallet mellem DKK 286,7 og DKK 772,1.

Det er et meget bredt interval og skyldes formentlig den usikkerhed der fremkommer, ved kun at bruge 3 sammenlignelige selskaber i peer group. Den fulde udregning er vedlagt bilag.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Valuation – Measuring and managing the value of companies, side 314

¹⁰⁷ Valuation – Measuring and managing the value of companies, side 317

¹⁰⁸ Bilag 19 - Estimeret værdi af aktiekursen d. 1. juni 2010 (multipelanalyse)

6.4 Følsomheds- og risikoanalyse

Der er som tidligere nævnt mange faktorer der spiller ind ved estimering af f. eks. WACC og væksthastighed (g). Det fremgik af figur 20, at terminalværdien med 84 % bidrager med en stor andel af den samlede værdi af enterprise value. Det sætter store krav til præcisionen af væksthastigheden, der i forvejen er behæftet med usikkerhed. En lille ændring i g kan give få stor betydning for aktiekursen.

Det vil derfor for god ordens skyld blive afprøvet i en følsomhedsanalyse, der kan kvantificere forskellige resultater under forskellige scenarier. Derved fås et overblik over hvilken betydning det kan få for aktiekursen, at man justerer lidt på de forudsætninger der blev anvendt i modellerne til værdiansættelsen.

Derfor vil følgende afsnit beskrive den direkte effekt på aktiekursen fra DCF-modellen, ved ændringer i henholdsvis WACC, g og beta, samt andre væsentlige faktorer.

Følsomhedsanalyse på aktiekursen					
<u>WACC</u>	5,239 %	5,439 %	5,639 %	5,839 %	6,039 %
<u>g</u>					
1,0 %	370,5	341,3	314,7	290,3	268,0
1,5 %	443,2	406,6	373,6	343,7	316,6
2,0 %	538,5	491,0	449,0	411,1	377,4
2,5 %	668,5	604,0	547,9	498,5	454,9
3,0 %	856,0	763,4	684,5	616,8	558,1

Tabel 16: Følsomhedsanalyse ved ændringer i væksthastighed og WACC, kilde: egen tilvirkning

Den fremgår af ovenstående tabel, at ved at ændre på sammensætningen af diskonterings- og væksthastigheden ligger aktiekursen i intervallet DKK 268 og DKK 856. Den stiplede linje markerer det interval som forekommer mest sandsynligt. Den gældende aktiekurs pr. 1. juni 2010 på DKK 461,7 ligger altså inden for det sandsynlige interval for den teoretiske aktiekurs.

Det fremgår også af tabellen at det især er væksthastigheden der påvirker aktiekursen, hvor det i mindre grad er WACC der afgør den teoretiske værdi.

En anden vigtig faktor er som tidligere nævnt den russiske valuta, der er blevet en vigtig valuta for Carlsberg. Kursfølsomheden på blandt andet omsætningen er meget høj, og som det fremgik af bilag 7, vil en ændring i DKK/RUB på - 5 % påvirke omsætningen negativt med 4 %. Ligeledes vil en ændring på - 10 % påvirke omsætningen negativt med 8 %.

Tabellen på næste side viser hvordan en devaluering af rublen påvirker den teoretiske aktiekurs via DCF-modellen. Værdien er opgjort 1. juni 2010, og det antages at rublen udgør 30 % af omsætningen på dette tidspunkt. 51,16 er kursen pr. 1. juni 2010 (Prisen for DKK 10 i rubler).

Følsomhedsanalyse på aktiekursen	-10 %	-5 %	DKK/RUB	+5 %	+10 %
Valutakursen DKK/RUB	56,28	53,72	51,16	48,60	46,04
Teoretisk aktiekurs	362,0	405,5	449,0	492,5	536,0

Tabel 17: Følsomhedsanalyse ved ændringer i DKK/RUB, kilde: egen tilvirkning

Værdien af en aktie er forholdsvis følsom over for ændringer i DKKRUB. Aktiekursen er udregnet ud fra nogle forskellige scenarier for omsætningen, der målt i danske kroner enten bliver positivt eller negativt påvirket af en ændring i valutakursen.

Der er taget udgangspunkt i bilag 7 hvoraf det fremgår, at ved en devaluering af rublen på 10 % vil omsætningen falde med 8 %. I det scenarie vil omsætningen eksempelvis i 2010E falde fra de oprindelige DKK 60.350 mio. til DKK 58.902 mio. I terminalperioden, der som tidligere nævnt udgør 84 % af enterprise value, vil omsætningen falde med næsten DKK 1,7 mia. Dette er årsagen til at kursen bliver påvirket i en så høj grad.

6.5 Delkonklusion

De fremtidige pengestrømme, eller cash flow opgørelsen, blev udregnet med udgangspunkt i budgetterne fra afsnit 5. Det fremgik heraf at Carlsberg i hele budgetperioden havde et positivt frit cash flow fra driften. Samtidig blev den relevante diskonteringsrente (WACC) for Carlsberg udledt.

Ejerafkastkravet blev ved hjælp af CAPM-modellen udregnet til at ligge på 7,853 %, ved anvendelse af en estimeret beta på 0,862, en forholdsvis lav risikofrie rente på 2,681, samt en risikopræmie på 6 % baseret på historiske betragtninger. Dermed endte WACC på 5,639 %.

Med cash flow opgørelsen og WACC blev værdien af en Carlsberg aktie, baseret på DCF-modellen, vurderet til at være DKK 449. Multipelanalysen angav et teoretisk kursinterval på mellem DKK 286,7 og DKK 772,1.

Terminalværdien fik med sin andel af enterprise value på 84 % stor betydning for det endelige resultat af DCF-modellen. Derfor blev der efterfølgende lavet en følsomhedsanalyse på de input-parametre der gjorde sig gældende i DCF-modellen, herunder vækstfaktoren der gav store udsving i aktiekursen.

7. Konklusion

Hovedformålet med denne opgave var at estimere den teoretiske kurs på en Carlsberg B-aktie d. 1. juni 2010, samt at svare på opgavens problemstilling:

”For den private investor, er den teoretiske værdi af en Carlsberg aktie under- eller overvurderet i forhold til prisen på Københavns Fondsbørs pr. 1. juni 2010?”

Problemstillingen blev søgt løst ved hjælp af et fundament bestående af en strategisk analyse, en regnskabsanalyse, en budgetteringsfase og den endelige værdiansættelse.

Den strategiske analyse

Det fremgik af den strategiske analyse at Carlsberg har nogle stabile og brede positioner på en stor del af de markeder hvorpå bryggeriet afsætter deres produkter. I Østeuropa og Nord- og Vesteuropa er der efterhånden oligopol-lignende tilstande, hvor stadig større markedsandele tilhører færre store bryggerier. Det er en tydelig tendens hvis man har fulgt udviklingen de seneste 5 år.

Det giver en række konkurrencemæssige styrker at være blandt de største, blandt andet i kraft af stordriftsfordele. Det betyder dog også at den forretningsmæssige bredde giver en god risikospredning. De 3 store konkurrerende bryggerier har dog en endnu større markedsdækning på globalt plan, hvilket umiddelbart giver bryggeriet et incitament til yderligere ekspansion ud over de 3 nuværende regioner. Dette er dog formentlig en strategi der først vil blive realiseret på lang sigt.

En af Carlsbergs store styrker er innovation i forhold til at tilpasse sine produkter til de gældende markedsforhold, og til at forny sig i forhold til nye produktsegmenter. Det forventes at blive en vigtig konkurrence-parameter fremover.

De faktorer der kan true Carlsberg på indtjening og overskudsgrad er både den politiske og økonomiske situation i Rusland, samt den verserende gældskrise i Europa. Det er altså forhold Carlsberg ikke selv har mulighed for at påvirke, men hvor der derimod kræves nogle strategiske beslutninger fremadrettet, for at modvirke usikkerheden og den risiko det er, at satse så stort som Carlsberg gør, på en vækstregion som det russiske marked er i øjeblikket.

I takt med det stigende engagement i Rusland er Carlsberg også mere eksponeret overfor udviklingen i Rublen, der nu udgør over 25 % af den samlede indtjening i fremmed valuta.

Selvom Carlsberg afdækker det meste af risikoen med finansielle kontrakter, vil en negativ kursudvikling stadig få negative konsekvenser for indtjeningen målt i danske kroner. Udover at påvirke omsætningen vil en svækkelse af rublen overfor euroen også få konsekvenser for nedbringelse af den store gældspost der er nomineret i Euro.

Regnskabsanalysen

Som forarbejde til analysebrug blev Carlsbergs officielle regnskaber reformuleret. Med udgangspunkt i opsplitning af drifts- og finanseringsrelaterede aktiviteter, blev der udarbejdet en korrigeret egenkapitalopgørelse, en korrigeret resultatopgørelse og en korrigeret balance. Dermed kunne værdidriverne udledes. Disse blev efterfølgende analyseret i en rentabilitetsanalyse, af hvilken det fremgik at afkastningsgraden i stort set hele perioden har ligget højere end nettolånterenten, hvilket betyder at den høje fremmedkapitalandel har i hele perioden på nær 2008 givet et positivt afkast.

En dekomponering af afkastgraden viste imidlertid en ujævn udvikling i omsætningshastigheden, hvilket især fra 2008 kan tilskrives stigningen i den investerede kapital. Til gengæld har Carlsberg haft en stabil og stigende overskudsgrad i hele perioden. Driftsresultatet steg i perioden mere end omsætningen, hvilket betyder at de igangværende effektiviseringer og omkostningsbesparelser har sat sine spor.

Alt i alt fremgik det at implementering og udnyttelse af de nye aktiver fra opkøbet af S&N er begyndt at sætte sine spor i 2009, hvor begge nøgletal viser stigende tendenser.

Budgetteringsfasen

Budgetperioden på 5 år blev valgt ud fra en betragtning om at der først om mange år vil være fuldt udbytte af overtagelsen af S&N, samt at usikkerheden på det russiske ølmarked er for øjeblikket for stort til kunne påvirke væksten markant i den ene eller den anden retning.

Budgetterne blev udarbejdet med udgangspunkt i den foregående analyse af markedsforholdene samt den historiske udvikling. Omsætningsvækst og produktionsomkostningerne blev uddybet mere end de øvrige regnskabsposter, og bevæggrunden for dette valg var størrelsen og vigtigheden af disse i den fremadrettede udvikling.

Derefter blev den fulde resultatopgørelse og balance udarbejdet i overensstemmelse med de estimerede vækstforventninger, og centrale regnskabsposter blev fremhævet.

Værdiansættelsen

Metoderne til værdiansættelse og valget af modeller blev beskrevet. Efterfølgende blev de 2 centrale nøgletal, WACC og g estimeret til henholdsvis 5,639 % og 2 %. Fundamentet til værdiansættelsen baseret på DCF og EVA modellen var hermed på plads og resultatet blev en teoretisk aktiekurs på DKK 449,00, hvilket lå tæt på aktiens kurs på fondsbørsen og alt andet lige vil resultere i en Hold anbefaling til den private investor.

Kursen på børsen blev samme dag observeret til 461,7, hvilket betyder at aktien blev handlet til en overpris på knap 3 %.

For at afprøve en alternativ værdiansættelsesmodel blev der udarbejdet en multipelanalyse, i hvilken resultatet endte på et kursinterval mellem DKK 286,7 og DKK 772,1. Værdien fra DCF og EVA modellen passer i intervallet, der dog er behæftet med stor usikkerhed på grund af en lille peer group.

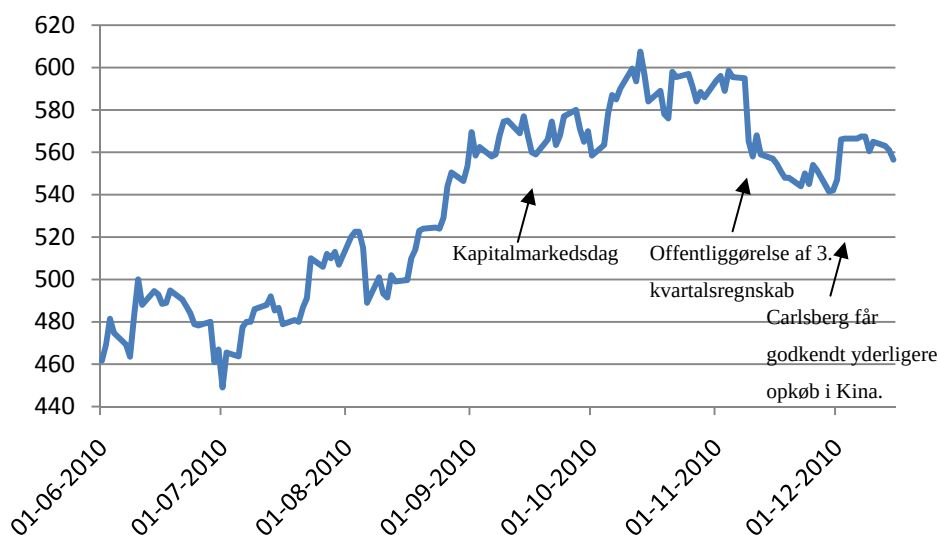
Erkendelsen af den usikkerhed der spiller ind ved beregning af blandt andet WACC og g betød at en følsomhedsanalyse på disse faktorer blev fundet nødvendig. Af denne fremgik det at især vækstfaktoren (g) gav udslag på den teoretiske aktiekurs via DCF modellen. Også WACC og udviklingen i rublen havde stor betydning for aktiens teoretiske værdi.

De faktorer der er essentielle for værdiansættelsesmodellerne, er altså forbundet med usikkerhed i større eller mindre grad. Derfor skal den teoretiske værdi på DKK 449 blot opfattes som en indikator.

På trods af det seneste halve års kraftige kursstigning, vurderes det at Carlsberg fortsat er en attraktiv langsigtet investering på det nuværende kursniveau.

7.1 Perspektivering

I det sidste halvår af 2010 er kursen på Carlsberg B-aktien steget knap 18 % til omkring DKK 550 medio december. Det skyldes en række forskellige begivenheder, der har løftet kursen til nye niveauer.



Figur 21: Udvikling i aktiekursen sidste halvår 2010, kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

I september måned holdt Carlsberg en kapitalmarkedsdag der bød på flere gode nyheder. Der var både opjusteringer til vækst og indtjening, samt godt nyt i forhold til det russiske marked.

I november måned aflagde bryggeriet et regnskab for 3. kvartal, der var bedre end analytikerne havde ventet. Der var margin-forbedringer og organisk vækst i alle 3 regioner. Det skete på et tidspunkt hvor det potentielle double dip-scenarie skræmte mange aktieinvestorer og analytikere. Det gode regnskab overraskede dog også på grund af de lave forventninger til salgsvæksten i Nord og Vesteuropa, samt at råvarepriserne er fortsat med at stige.

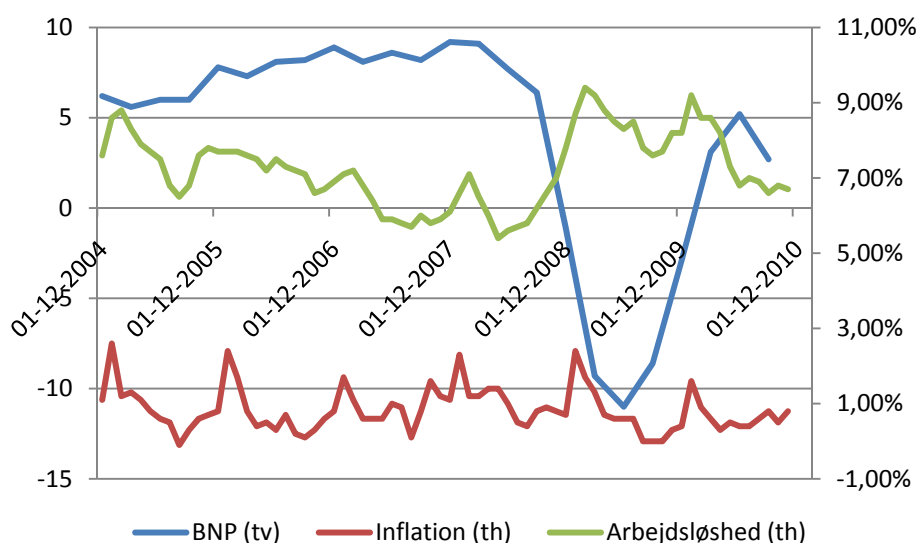
På trods af at det gode regnskab faldt aktien dog over 4 %, hvilket skyldes at den opjustering Carlsberg offentliggjorde ikke levede op til forventningerne.

I foråret styrkede det omsætningen at Carlsberg sponsorerede det engelske fodboldlandshold under VM, men det kortsigtede udbytte har formentlig være beskedent, da det kun er ca. en tredjedel af selskabets salg der ligger i de deltagende lande i Sydafrika. Dog er det i december måned blevet offentliggjort at Rusland bliver vært for VM i fodbold i 2018. Det er en god

nyhed for Carlsberg, der vil kunne lukrere på et eventuelt medsponsorskab. Det giver også gode muligheder for at skabe yderligere opmærksomhed omkring Carlsberg på bryggeriets største vækstmarked.

En anden stor begivenhed for Carlsberg fandt også sted i december måned. Her fik Carlsberg den endelige godkendelse fra den kinesiske regering om at købe yderligere op i det delvist statsejede bryggeri Chongqing Brewery¹⁰⁹. I slutningen af december blev opkøbet af yderligere 12,5 % gennemført,¹¹⁰ og Carlsberg er i dag hovedaktionær i bryggeriet. Det er meget positivt for Carlsbergs tilstedeværelse i Asien og understøtter den budgetterede vækst på det asiatiske marked.

Bedringen i den russiske økonomi har i høj grad også været med til at trække aktiekursen op. Hvis der fokuseres på nøgletal fra regionen (og der ses bort fra den fortsatte politiske risiko), viser de at det går den rigtige vej, hvilket er godt nyt for Carlsberg.



Figur 22: Nøgletal fra Rusland, kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

Inflationen holder sig fortsat på et lavt niveau, mens BNP næsten er på samme niveau som før finanskrisen. Samtidig viser arbejdsløsheden faldende tendenser.

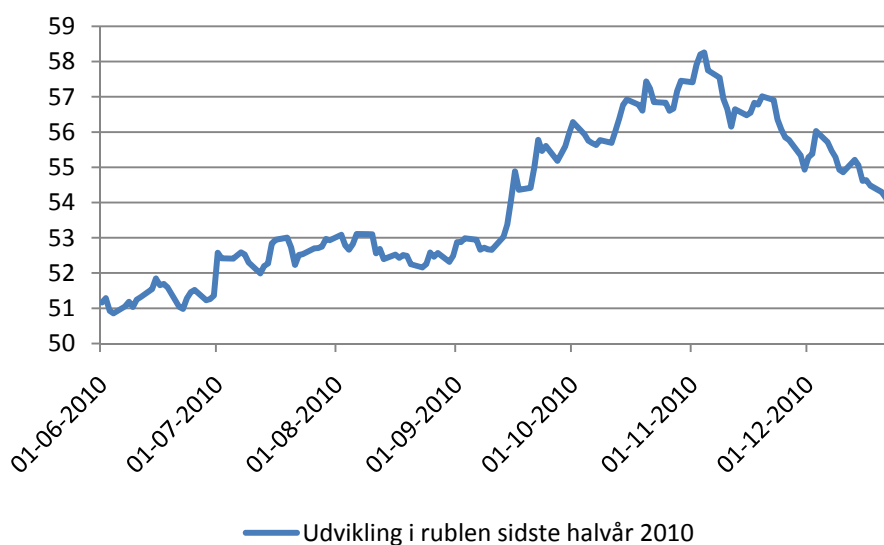
På trods af fremgang i salget på det russiske marked, er markedsandelen alligevel kommet under pres. Årsagen er, at det tyrkiske bryggeri Efes har taget markedsandele fra Carlsberg.

¹⁰⁹ www.bloomberg.com/news/2010-12-03/carlsberg-gets-final-approval-to-increase-china-brewery-stake.html

¹¹⁰ www.business.dk/foedevarer/carlsberg-gennemfoerer-kinesisk-opkoeb

Det er især en aggressiv prispolitik der har givet Efes medvind på det russiske marked.¹¹¹ Det sætter Carlsberg under et nyt prispres, efter at man ved afgiftsforhøjelserne i november 2009 lagde omkostningerne direkte over på forbrugerne.

Udviklingen i rublen over for den danske krone har været volatil, men har i november og december måned været positiv for Carlsberg.



Figur 23: Udviklingen i rublen sidste halvår 2010, kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

Den er igen faldet fra niveauet i juni måned 2009, hvor den lå på omkring 60 rubler for 10 danske kroner, til DKKRUB 55 i december måned 2010. Af følsomhedsanalysen fremgik det, at den teoretiske værdi af en aktie 1. juni 2010 er forholdsvis følsom overfor valutakursen. Havde nærværende opgave haft til formål at skulle vurdere aktiekursen igen i november 2010, ville dette formentlig medføre en teoretisk kurs tættere på DKK 350.¹¹²

¹¹¹ www.business.dk/foedevarer/russisk-priskrig-presser-carlsberg

¹¹² Rublen er steget knap 14 % overfor den danske krone fra 1. juni 2010 til 1. november 2010. Sammenholdes det med tabel 17, ville det give en væsentlig lavere teoretisk værdi af aktien.

Bilagsoversigt

Bilag 1 – Analytiker anbefalinger

Bilag 2 - Carlsbergs opkøb og frasalg af virksomheder

Bilag 3 - Regionale mål for overskudsgrad

Bilag 4 - Aktionæroversigt

Bilag 5 - Virkninger af afgiftsændringer

Bilag 6 - Ølafgifter og momssatser i Europa 2010

Bilag 7 - Valutafølsomhed

Bilag 8 - Forbrug af alkohol efter type

Bilag 9 - Udvikling i markedskoncentration i analyseperioden

Bilag 10 - Detaljeret udgave af egenkapitalopgørelsen

Bilag 11 - Detaljeret udgave af resultatopgørelsen med noter

Bilag 12 - Detaljeret udgave af balancen med noter

Bilag 13 - Budgetteret resultatopgørelse og balance

Bilag 14 - Forventninger til udvikling i Eurozonen

Bilag 15 - Budgettering af produktionsomkostninger

Bilag 16 - Historisk udvikling i kapitalstruktur

Bilag 17 – Opgørelse af det frie cash flow

Bilag 18 - Estimeret værdi af aktiekursen d. 1. juni 2010 (EVA-modellen)

Bilag 19 - Estimeret værdi af aktiekursen d. 1. juni 2010 (multipelanalyse)

Bilag - Interview med rådgiver Jesper Bamberger i Nordea Investment Strategy & Advice

Bilag 1

Analytikernes holdning til Carlsberg B-aktien

Firm Name	Analyst	Recommendation	Target price	Period	Date
Sanford C. Bernstein & Co	STIRLING	outperform	580	12 month	07/06/10
Goldman Sachs	BALDWIN	neutral/attractive	490	12 month	07/01/10
AlphaValue	CABO-BROSETA	buy	587	6 month	07/01/10
ABG Sundal Collier	HOYER	buy	600		06/30/10
Davy	GALLAGHER	neutral			06/30/10
Nomura	SHACKLETON	buy	595		06/24/10
Credit Suisse	BUCALO	underperform	410		06/23/10
Danske Markets Equities (ESN)	SAMSOE	buy	610	12 month	06/22/10
Jyske Bank	THOMSEN	buy	575		06/21/10
Morgan Stanley	STEIB	Overwt/In-Line	560		06/18/10
SEB Enskilda	RASMUSSEN	buy	580		06/18/10
BofAML	TOVAR	buy	580	12 month	06/17/10
UBS	EARLAM	neutral	520		06/17/10
Evolution Securities	HOLLAND	neutral	450	12 month	06/15/10
Execution Noble	EDWARDES-JONES	sell	436		06/14/10
Collins Stewart	MANN	sell	420		06/11/10
Nordea Equity Research	GREGERSEN	hold	500		06/10/10
Standard & Poor's Equity Research	SHORT	strong buy	560	12 month	06/10/10
Carnegie	BREITENSTEIN	outperform			06/04/10
Exane BNP Paribas	GONZALEZ LASTRA	outperform	570		06/01/10
Sydbank	IMSGARD	neutral			05/28/10
Barclays Capital	OLDROYD	equalwt/negative	500		05/28/10
ING Wholesale Banking	RIJK	buy	505		05/26/10
RBS	COOK	hold	430		05/12/10
JPMorgan	WEBB	neutral	480	12 month	05/12/10
CA Cheuvreux	HOFMAN	underperform	435		05/12/10
Handelsbanken	MEINERTSEN	accumulate	490		05/12/10
Swedbank	IHRFELT	neutral	460	12 month	05/12/10
Deutsche Bank	FELL	sell	430	12 month	05/11/10
UniCredit Research	EADIE	buy	550	12 month	05/11/10
Societe Generale	WILHELM	buy	500	12 month	02/26/10
Natixis	DONOHUE	neutral	470		02/24/10
Gennemsnitlig kursmål			464,78125		

Kilde: Bloomberg, egen tilvirkning

Bilag 2

Carlsbergs opkøb og frasalg af virksomheder

Type	Dato			
Acquisition	10-06-2010	Target Company: Chongqing Brewery Co	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%sought: 12.25
Divestiture	29-03-2010	Seller Name: Multiple sellers	Unit Sold: Sapporo Vietnam Ltd	Acquiring Company: Sapporo Holdings Ltd
Divestiture	30-10-2009	Seller Name: Carlsberg A/S	Unit Sold: Carlsberg Singapore Ltd	Acquiring Company: Carlsberg Brewery-Malay
Divestiture	01-07-2009	Seller Name: Carlsberg A/S	Unit Sold: Arendal Brewery	Acquiring Company: Private Investor
Acquisition	22-04-2009	Target Company: Xinjiang Lanjian Jiani Investment	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%sought: 41.00
Divestiture	30-10-2008	Seller Name: Carlsberg A/S	Unit Sold: Turk Tuborg Bira VE Malt	Acquiring Company: CBC Group
Acquisition	22-09-2008	Target Company: Saku Ollehase AS	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%acquired: 24.99
Divestiture	09-09-2008	Seller Name: Carlsberg A/S	Unit Sold: Tsingtao Beer Shanghai Songjiang	Acquiring Company: Tsingtao Brewery Co Ltd
Divestiture	23-07-2008	Seller Name: Carlsberg A/S	Unit Sold: Israel Beer Breweries	Acquiring Company: CBC Group
Divestiture	27-06-2008	Seller Name: Carlsberg A/S	Unit Sold: Multiple Targets	Acquiring Company: Coca-Cola Co/The
Acquisition	29-04-2008	Target Company: Scottish & Newcastle Ltd	Acquirer Company: Multiple acquirers	%acquired: 100.00
Acquisition	23-04-2008	Target Company: Hanoi Beer & Beverage Corp	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%sought: 16.00
Acquisition	23-04-2008	Target Company: Habeco	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%sought: 16.00
Acquisition	17-12-2007	Target Company: Lao Soft Drink Co Ltd	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%acquired: 20.00
Divestiture	01-12-2007	Seller Name: Loxley PCL	Unit Sold: Lao Soft Drink Co Ltd	Acquiring Company: Carlsberg A/S
Divestiture	06-11-2007	Seller Name: Serm Suk PCL	Unit Sold: Lao Soft Drink Co Ltd	Acquiring Company: Carlsberg A/S
Joint Venture	18-09-2007	Company 1: Carlsberg A/S	Company 1 Ownership: 29.00%	Company 2: Hanoi Beer & Beverage Corp
Joint Venture	04-06-2007	Company 1: Lanzhou Huanghe Enterprise Co	Company 1 Ownership: 60.00%	Company 2: Carlsberg A/S
Joint Venture	31-01-2007	Company 1: Carlsberg A/S	Company 1 Ownership: 70.00%	Company 2: Ningxia Nongken Enterprise Group
Acquisition	20-01-2007	Target Company: Olvaria Brewery Pte Ltd	Acquirer Company: Multiple acquirers	%acquired: 30.00
Joint Venture	07-12-2006	Company 1: Carlsberg A/S	Company 1 Ownership: 45.00%	Company 2: Lion Brewery Ceylon Ltd
Acquisition	07-07-2006	Target Company: Holsten-Brauerei AG	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%acquired: 8.45
Divestiture	31-12-2005	Seller Name: Carlsberg A/S	Unit Sold: Two breweries	Acquiring Company: Bitburger Group
Divestiture	22-11-2005	Seller Name: Carlsberg A/S	Unit Sold: 7 Rental Ppty's/Copenhagen	Acquiring Company: Unnamed Buyer
Acquisition	26-10-2005	Target Company: Lao Brewery Co Ltd	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%acquired: 25.00
Acquisition	15-08-2005	Target Company: Cambrew Ltd	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%sought: 50.00
Acquisition	01-01-2005	Target Company: Goettsche Getraenke Group	Acquirer Company: Carlsberg A/S	%acquired: 100.00

Kilde: Bloomberg Corporate Action Calendar

Bilag 3

Carlsbergs forventninger på mellemlang sigt

Regionale mål for overskudsgrad	Nord – og Vesteuropa	Østeuropa	Asien
Mål for overskudsgrad	15 % - 17 %	26 % - 29 %	15 % - 20 %
Nuværende overskudsgrad	11,6 %	28,5 %	18,8 %

Kilde: Carlsberg årsrapport 2009 og ledelsens beretning

Bilag 4

Aktionæroversigt i Carlsberg B-aktien, opgjort pr. 1. juni 2010

Aktionæroversigt	Andel af udestående aktier
Carlsbergfondet	12,19 %
Franklin Resources	6,11 %
Fidelity Management	4,12 %
Oppenheimerfunds Inc.	1,8 %
Vanguard Group	1,45 %
Blackrock Group	1,3 %
AXA	0,88 %
Fidelity International	0,82 %
Danske Invest A/S	0,68 %
Franklin Mutual Advise	0,6 %

Kilde: Bloomberg

Bilag 5

Tabel 6.12: Samfundsøkonomiske virkninger af ændring af ølafgiften

Afgift	Dansk pris	Dansk forbrug	heraf købt i DK	- heraf købt i udlandet	Svensk købt i Danmark	Nettopr. gevi	Samfund netto	Danske borgere	Omkostninger for 3. part ved alkoholforbrug	Selvfinansieringsgrad
Kr. pr. liter ren alkohol	Kr. pr. kasse	Mio. liter pilsnerækvivalenter				Mio. kr.				Pct.
50,9	107,00	586	468	117	29	0	0	0	0	0
46,5	104,50	588	477	111	31	-69	+8	+96	-18	33
42,1	102,00	591	486	105	34	-142	+14	+193	-37	30
37,7	99,50	594	496	98	36	-220	+17	+292	-55	28
33,3	97,00	597	505	92	38	-303	+17	+393	-74	26
28,9	94,50	600	514	86	40	-390	+14	+496	-92	23
24,5	92,00	603	523	80	42	-483	+8	+601	-110	21
20,2	89,50	605	532	74	44	-580	-1	+707	-129	19
15,8	87,00	608	541	67	46	-681	-13	+816	-147	17
11,4	84,50	611	550	61	48	-788	-28	+926	-166	14

Kilde: www.skat.dk

Bilag 6

Ølafgifter og momssatser i Europa 2010 <i>Beer excise and VAT in Europe 2010</i>				
	Euro/l	Ølafgift DKK/l	Moms %	Ølafg + moms DKK/l
Norge	2,18	16,35	24,0	20,27
Finland	1,30	9,75	22,0	11,90
Sverige	0,78	6,15	25,0	7,69
Storbritannien	0,87	6,53	17,5	7,67
Tyrkiet	0,77	5,78	18,0	6,82
Irland	0,75	5,63	21,0	6,81
Danmark	0,33	2,48	25,0	3,09
Slovenien	0,33	2,48	20,0	2,97
Holland	0,33	2,48	19,0	2,95
Slovakiet	0,20	1,50	19,0	2,85
Italien	0,28	2,10	20,0	2,52
Kroatien	0,27	2,03	22,0	2,47
Estland	0,26	1,95	20,0	2,34
Ungarn	0,24	1,80	25,0	2,25
Østrig	0,24	1,80	20,0	2,16
Cypern	0,23	1,73	15,0	1,98
Belgien	0,21	1,58	21,0	1,91
Grækenland	0,20	1,50	21,0	1,82
Polen	0,19	1,43	22,0	1,74
Portugal	0,17	1,28	20,0	1,54
Tjekkiet	0,16	1,20	20,0	1,44
Schweiz	0,17	1,27	7,6	1,37
Frankrig	0,13	0,98	19,6	1,17
Litauen	0,12	0,90	21,0	1,09
Letland	0,10	0,75	21,0	0,91
Spanien	0,10	0,75	16,0	0,87
Luxembourg	0,10	0,75	15,0	0,86
Bulgarien	0,09	0,68	20,0	0,81
Tyskland	0,09	0,68	19,0	0,81
Malta	0,09	0,68	18,0	0,80
Rumænien	0,08	0,60	19,0	0,71

Bryggeriforeningen (www.bryggeriforeningen.dk)

Bilag 7

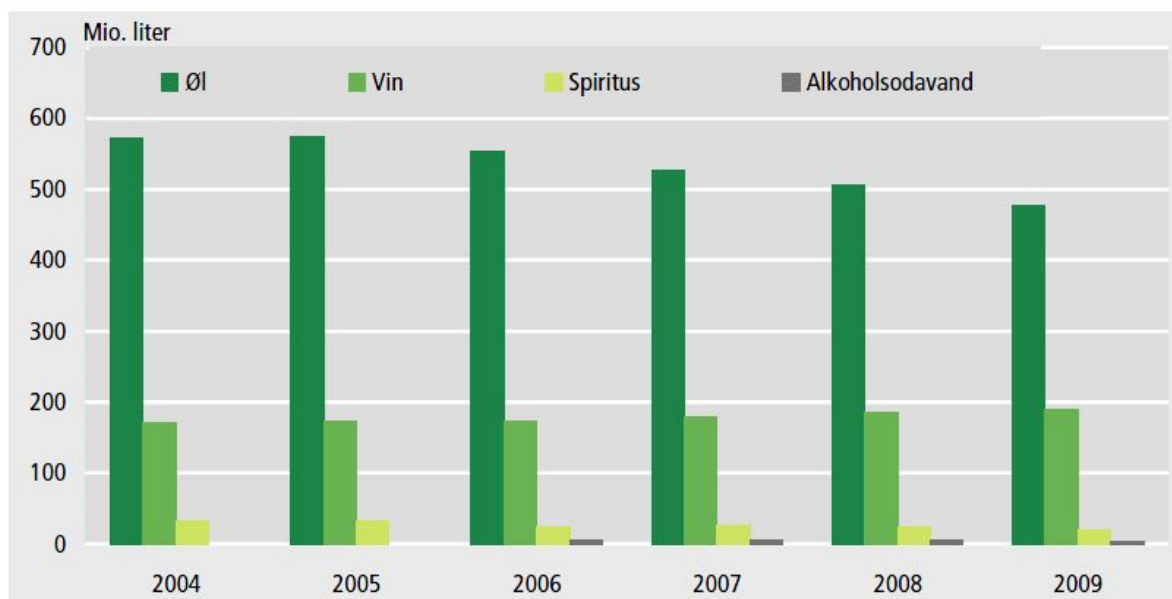
Valutafølsomhed på Rublen

Ændring i DKK/RUB	Indvirkning på nettoomsætning
+ 5 %	+ 4 %
- 5 %	+ 4 %
- 10 %	- 8 %

Kilde: Standard and Poors Equity Research

Bilag 8

Forbrug af alkohol opdelt efter type



Kilde: Danmarks statistik (www.dst.dk)

Bilag 9

Udviklingen i den samlede markedsandel blandt de største bryggerier

<i>Nord- og Vesteuropa (udvalgte lande)</i>	<u>2005</u>	<u>2009</u>	<u>Ændring</u>
Danmark	81,4 %	80,8 %	-0,7 %
Sverige	66,8 %	67,4 %	0,9 %
Norge	69,1 %	67,2 %	-2,7 %
Finland	85,2 %	85,5 %	0,4 %
Tyskland	27,7 %	30,1 %	8,7 %
Belgien	64,7 %	66,1 %	2,2 %
Italien	59,5 %	61,3 %	3,0 %
Spanien	61,1 %	71,7 %	17,3 %
Storbritannien	57,8 %	74,0 %	28,0 %

<i>Østeuropa (udvalgte lande)</i>	<u>2005</u>	<u>2009</u>	<u>Ændring</u>
Tjekkiet	61,6 %	66,8 %	8,4 %
Polen	84,6 %	87,8 %	3,8 %
Rusland	61,7 %	69,3 %	12,3 %
Bulgarien	76,5 %	82,7 %	8,1 %
Tyrkiet	74,3 %	81,6 %	9,8 %
Ungarn	80,8 %	72,6 %	-10,1 %

<i>Asien (udvalgte lande)</i>	<u>2005</u>	<u>2009</u>	<u>Ændring</u>
Kina	36,7 %	54,1 %	47,4 %
Thailand	84,3 %	87,0 %	3,2 %
Hong Kong	62,9 %	59,4 %	-5,6 %
Indien	72,6 %	78,0 %	7,4 %
Indonesien	93,4 %	92,4 %	-1,1 %
Sydkorea	95,8 %	95,8 %	0,0 %

Kilde: Euromonitor International

Bilag 10

<i>Korrigeret egenkapitalopgørelse (DKK mio.)</i>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
Egenkapital primo saldo	11.052	19.496	18.987	19.944	59.901
Transaktioner med ejerne					
Kapitaludvidelse	8	23	43	29.953	7
Køb/salg af egne aktier	-	-	-74	2	-6
Betalt udbytte til aktionærerne	-952	-164	-685	-723	-846
Tilbagekøb af egne aktier	-	-	-168	-	-
I alt	-944	-141	-884	29.232	-845
Totalindkomst uden minoriteter					
Årets resultat	1.253	2.171	2.596	3.206	4.167
Dirty surplus poster	2.253	-1.933	-837	6.000	-3.377
Minoritetsinteresser af året resultat	-259	-287	-299	-575	-171
Minoritetsinteresser indregnet på egenkapital	-170	82	66	-1.213	-491
I alt	3.077	33	1.526	7.418	128
Andet					
Køb af minoriteter	-305	-652	-	-26	-357
Tilgang ved køb af virksomheder	-	53	82	2.389	-
Afgang ved salg af virksomheder	-	-	-	6	-
Minoritetsinteresser indregnet på egenkapital	170	-82	-66	1.213	491
Minoritetsinteresser af året resultat	259	287	299	575	171
Øvrige reguleringer	-	-7	-	-	-
I alt	124	-401	315	4.157	305
Egenkapitalbevægelser i alt	2.257	-509	957	40.807	-412
Egenkapital ultimo saldo	13.309	18.987	19.944	60.751	59.489

Kilde: Carlsbergs årsrapporter 2005 – 2010, egen tilvirkning

Bilag 11

<i>Korrigeret resultatopgørelse (DKK mio.)</i>	Note	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning		38.047	41.083	44.750	59.944	59.382
Produktionsomkostninger	1	-17.213	-18.420	-20.776	-28.736	-27.616
Bruttoresultat		20.834	22.663	23.974	31.208	31.766
Salgs- og distributionsomkostninger	1	-12.578	-13.256	-13.621	-16.775	-15.141
Administrationsomkostninger	1	-2.567	-2.724	-2.817	-3632	-3.523
Andre driftsindtægter, netto	1	359	469	588	1.060	-45
Særlige poster, netto	2	-636	154	-318	-1.309	-613
Resultat af associerede selskaber	3	225	85	101	81	112
Indtjeningsbidrag(EBITDA)		5.637	7.391	7.907	10.633	12.556
Af- og nedskrivninger	1	-2.851	-3.505	-3.072	-4.295	-3.861
Resultat af primær drift (EBIT)		2.786	3.886	4.835	6.338	8.695
Skat (af resultat af primær drift)	4	-803	-1.098	-1.338	-540	-2.286
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)		1.983	2.788	3.497	5.798	6.410
Finansielle indtægter		504	725	651	1310	609
Finansielle omkostninger		-1.518	-1.582	-1.852	-4.766	-3.599
Netto finansielle poster		-1.014	-857	-1.201	-3.456	-2.990
Nettofinansielle omkostninger efter skat	4	-730	-617	-901	-2.592	-2.243
Koncernresultat		1.253	2.171	2.596	3.206	4.167
Minoritetsinteressers andel af resultat		-259	-287	-299	-575	-565
Årets resultat		994	1.884	2.297	2.631	3.602

Kilde: Carlsbergs årsrapporter 2005 – 2010, egen tilvirkning

Note 1: Fratrullet af- og nedskrivninger i perioden. Af- og nedskrivninger er flyttet ned under EBITDA. Se nedenstående tabel for detaljeret opgørelse.

<i>Funktionsopdelte afskrivninger</i>	2005	2006	2007	2008	2009
Produktionsomkostninger	1.666	1.731	1.647	2.512	2.581
Salgs- og distributionsomkostninger	754	917	907	817	848
Administrationsomkostninger	376	341	306	302	350
Andre driftsindtægter, netto	55	202	103	332	-
Særlige poster	-	314	109	332	82
Afskrivninger i alt	2.851	3.505	3.072	4.295	3.861

Kilde: Carlsbergs årsrapporter 2005-2009, egen tilvirkning

Samtlige poster er ud fra noterne i årsrapporterne vurderet til at være af driftsmæssig karakter.

Nedskrivninger i andre driftsindtægter er på udlån i restaurationsbranchen.

Note 2: Diverse tab og gevinster, fratrædelsesgodtgørelser, hensættelser til tabsgivende maltkontrakter m.m. Det er posteringer der varierer markant i perioden og det formodes at det er en nødvendig løbende organisationstilpasning i forbindelse med driften, hvorfor den bibeholdes under primær drift. Carlsberg nævner selv at posteringerne har en "*særlig karakter i forhold til gruppens indtjeningsskabende driftsaktiviteter*".¹¹³

Note 3: Større udenlandske bryggeriers nettoomsætning samt året resultat, det er ikke muligt at sondre mellem drift og finansieringsaktiviteter, hvorfor hele posten indregnes under driften.

Note 4: Selskabsskatten er vist som en samlet post, og det kan af noterne ikke udledes hvor stor en del af selskabsskatten der kan henføres til henholdsvis drifts- og finansieringsaktiviteter. Derfor er selskabsskatten et skøn, med udgangspunkt i den danske selskabsskattesats. Dette er for hvert af årene illustreret i nedenstående tabel. Carlsberg har en stor rentebærende gæld, hvilket giver en skattefordel der nødvendigvis må tages hensyn til. Denne fordel udnyttes fuldt ud i hele perioden, da resultatet før de finansielle poster overstiger de samlede finansielle omkostninger.

Skattefordel: Netto finansielle omkostninger $\times$ skatteprocenten¹¹⁴

Selskabsskat (DKK mio.)	2005	2006	2007	2008	2009
Selskabsskatteprocent	28,0 %	28,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Selskabsskat jf. resultatopgørelse	-519	-858	-1.038	324	-1.538
Skattefordel af nettofinansielle omk.	284	240	300	864	748
Skatteomkostninger vedr. driften	-803	-1.098	-1.338	-540	-2.286
Nettofinansielle poster efter skat	-730	-617	-901	-2.592	-2.243

Kilde: Carlsbergs årsrapporter 2005-2009, egen tilvirkning

¹¹³ Carlsberg årsrapport 2009 – note 7, side 61

¹¹⁴ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, forlaget Thomson, 1. udgave. 2007, side 133

Bilag 12

Korrigeret balance (DKK mio.)	Note	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsaktiver						
Immaterielle aktiver		9.465	21.279	21.205	84.678	81.611
Materielle aktiver		19.980	20.367	22.109	34.043	31.825
Kapitalandele i associerede virksomheder		1.081	579	622	2.224	2.667
Udskudte skatteaktiver		882	822	733	1.254	1.483
Anlægsaktiver i alt		31.408	43.047	44.669	122.199	117.586
Varebeholdninger		2.866	3.220	3.818	5.317	3.601
Periodeafgrænsningsposter		587	917	950	1.211	666
Tilgodehavender diverse	1	1.235	1.139	1.476	1.707	1.604
Pensionsaktiver		21	14	11	2	2
Tilgodehavender fra salg		5.979	6.108	6.341	6.369	5.898
Tilgodehavende skat		132	84	62	262	175
Andre tilgodehavender		2.989	1.145	1.453	3.095	1.750
Likvide beholdninger (driftslikviditet)	2	571	616	671	899	891
Materielle aktiver bestemt for salg	3	77	72	34	122	380
Driftsaktiver i alt		45.865	56.362	59.485	141.183	132.553
Driftsforpligtelser						
Pensioner og lign. forpligtelser		2.037	2.006	2.220	1.793	2.153
Hensatte langfristede forpligtelser		185	366	249	1.498	1.353
Udskudt skat		1.522	2.425	2.191	9.803	9.688
Leverandørgæld		4.481	5.147	5.833	7.993	7.929
Tilbagebetalingsforpligtelse vedr. emballage		1.224	1.159	1.207	1.455	1.361
Hensatte kortfristede forpligtelser		561	466	494	677	1.092
Selskabsskat		574	187	197	279	411
Anden langfristet gæld	4	65	54	20	263	746
Anden kortfristet gæld	4	4.818	4.856	5.611	9.905	10.845
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	3	10	1	0	368	51
Driftsforpligtelser i alt		15.477	16.667	18.022	34.034	35.629
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)		30.388	39.695	41.463	107.149	96.924
Finansielle aktiver						
Værdipapirer (langfristede aktiver)		2.641	170	123	118	94
Værdipapirer (kortfristede aktiver)		109	8	34	7	17
Likvide beholdninger	2	1.549	1.874	1.578	1.958	1.843
Finansielle aktiver bestemt for salg	3	42	37	0	40	8
Finansielle aktiver i alt		4.341	2.089	1.735	2.123	1.962
Finansielle forpligtelser						
Langfristede og kortfristede lån	5	21.420	22.797	23.254	48.521	39.397
Nettofinansielle forpligtelser		17.079	20.708	21.519	46.398	37.435
Egenkapital		13.309	18.987	19.944	60.751	59.489
Nettofinansielle forpligtelser + EK (investeret kapital)		30.388	39.695	41.463	107.149	96.924

Carlsbergs årsrapporter 2005-2009, egen tilvirkning

Note 1: Udlån til restaurationsbranchen er en del af driften. Da posten øvrige tilgodehavender ikke bliver uddybet i noterne, og da den størrelsesmæssigt ikke udgør nogen væsentlighed, bibeholdes den derfor under driften.

Note 2: De likvide beholdninger anses som et finansielt aktiv, dog har jeg estimeret en driftslikviditet på 1,5 % af nettoomsætningen. Det antages at der er løbende driftsrelaterede udgifter til opbygning af varelager og betaling af leverandører m.m.

Note 3: 388 mio. omfatter salget af kontorbygning i Hellerup, samt distributionsaktiver i Frankrig og diverse grunde og ejendomme, 51 mio. omfatter forpligtelser vedr. opsigelse af aftaler og salg af aktiver. Posten er lille og selvom de konkrete aktiviteter er engangsposter, må det formodes at der i driftsmæssig sammenhæng hvert år vil være løbende køb og salg af materielle aktiver.

Note 4: Det fremgår af noterne at anden gæld er en blanding af driftsrelaterede poster og finansielle poster. Det vurderes at en lille andel af den samlede post vedrører finansielle forpligtelser, hvorfor posten er placeret under driftsforpligtelser. Posten "andet" uddybes ikke yderligere i noterne. Derfor er det valgt at placere den under driftsforpligtelser.

Note 5: Gælds bærende poster som: udstedte obligationer, prioritetslån, lån fra pengeinstitutter, finansielle leasingforpligtelser og andre langfristede lån. Den store stigning i 2008 skyldes naturligvis købet af Scottish & Newcastle, der udover en kapitaludvidelse blev finansieret gennem bindende nye kredittilsagn og en mellemfinansiering, de såkaldte "bridge lån",¹¹⁵ der som regel har en højere rente for at kompensere långiver for at påtage sig en større risiko.

Det er af samme grund at strategien er at mindske denne gældspost så hurtigt som muligt. Det ses også at Carlsberg formår at reducere de nettofinansielle forpligtelser med knap DKK 9 mia. fra regnskabsåret 2008 til 2009. I løbet af 2010 har Carlsberg udstedt virksomhedsobligationer, til en forholdsvis lav rente, for at refinansiere gælden.¹¹⁶

Diverse: Forpligtelser og indregnede omkostninger på resultatopgørelsen i forbindelse med operationel leasing udgør mellem 1 % og 4 % af den samlede aktivmasse. Af den grund, samt det faktum at det ville kræve usikre antagelser omkring afskrivningsperiode og leasingrenter, er den operationelle leasing i Carlsberg ikke korrigeret.

¹¹⁵ Bilag til indkaldelse til generalforsamling i Carlsberg A/S – 10. marts 2008

¹¹⁶ Bilag - Interview med rådgiver Jesper Bamberger i Nordea Investment Strategy & Advice

Bilag 13

Vækstforventninger og den budgetterede resultatopgørelse

Resultatopgørelsen			Historik						Budget			Terminalperiode
Vækstforventninger til regnskabsposterne	2005	2006	2007	2008	2009	Gennemsnit	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E+
Nettoomsætning	-	7,98 %	8,93 %	33,95 %	-0,94 %	12,48 %	1,63 %	3,98 %	3,19 %	2,86 %	2,55 %	2,00 %
Produktionsomkostninger	-	7,01 %	12,79 %	38,31 %	-3,90 %	13,55 %	1,75 %	2,14 %	2,09 %	2,05 %	2,01 %	2,01 %
Salgs- og distributionsomkostninger (i % af oms.)	33,06 %	32,27 %	30,44 %	27,98 %	25,50 %	29,85 %	26,00 %	26,00 %	26,00 %	26,00 %	26,00 %	26,00 %
Administrationsomkostninger (i % af oms.)	6,75 %	6,63 %	6,29 %	6,06 %	5,93 %	6,33 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %
Andre driftsindtægter, netto (i % af oms.)	0,94 %	1,14 %	1,31 %	1,77 %	-0,08 %	1,02 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Særlige poster, netto (i % af oms.)	1,67 %	-0,37 %	0,71 %	2,18 %	1,03 %	1,04 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %	1,20 %
Resultat af associerede selskaber (i % af oms.)	0,59 %	0,21 %	0,23 %	0,14 %	0,19 %	0,27 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %
Af- og nedskrivninger (i % af imm. og mat. aktiver)	9,68 %	8,42 %	7,09 %	3,62 %	3,40 %	6,44 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Skattesats	28,00 %	28,00 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %	26,20 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %
Netto finansielle poster (i % af oms.)	2,67 %	2,09 %	2,68 %	5,77 %	5,04 %	3,65 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Minoritetsinteressers andel af resultatet	20,67 %	13,22 %	11,52 %	17,94 %	13,56 %	15,38 %	14,00 %	14,00 %	14,00 %	14,00 %	14,00 %	14,00 %

Kilde: Den reformulerede resultatopgørelse, egen tilvirkning

			Historik						Budgetperiode		Terminalperiode
Resultatopgørelse (DKK mio.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Nettoomsætning	38.047	41.083	44.750	59.944	59.382	60.350	62.750	64.750	66.600	68.300	69.663
Produktionsomkostninger	-17.213	-18.420	-20.776	-28.736	-27.616	-28.100	-28.700	-29.300	-29.900	-30.500	-31.110
Bruttoresultat	20.834	22.663	23.974	31.208	31.766	32.250	34.050	35.450	36.700	37.800	38.553
Salgs- og distributionsomkostninger	-12.578	-13.256	-13.621	-16.775	-15.141	-15.691	-16.315	-16.835	-17.316	-17.758	-18.112
Administrationsomkostninger	-2.567	-2.724	-2.817	-3.632	-3.523	-3.621	-3.765	-3.885	-3.996	-4.098	-4.180
Andre driftsindtægter, netto	359	469	588	1.060	-45	604	628	648	666	683	697
Særlige poster, netto	-636	154	-318	-1.309	-613	-724	-753	-777	-799	-820	-836
Resultat af associerede selskaber	225	85	101	81	112	121	126	130	133	137	139
Indtjeningsbidrag (EBITDA)	5.637	7.391	7.907	10.633	12.556	12.938	13.970	14.730	15.388	15.944	16.261
Af- og nedskrivninger	-2.851	-3.505	-3.072	-4.295	-3.861	-5.703	-5.773	-5.957	-6.127	-6.284	-6.409
Resultat af primær drift (EBIT)	2.786	3.886	4.835	6.338	8.695	7.235	8.197	8.773	9.261	9.660	9.852
Skat (af resultat af primær drift)	-803	-1.098	-1.338	-540	-2.286	-2.412	-2.677	-2.841	-2.981	-3.098	-3.160
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.983	2.788	3.497	5.798	6.410	4.823	5.520	5.932	6.280	6.562	6.692
Finansielle indtægter	504	725	651	1310	609	-	-	-	-	-	-
Finansielle omkostninger	-1.518	-1.582	-1.852	-4.766	-3.599	-	-	-	-	-	-
Netto finansielle poster	-1.014	-857	-1.201	-3.456	-2.990	-2.414	-2.510	-2.590	-2.664	-2.732	-2.787
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-730	-617	-901	-2.592	-2.243	-1.811	-1.883	-1.943	-1.998	-2.049	-2.090
Koncernresultat	1.253	2.171	2.596	3.206	4.167	3.012	3.638	3.990	4.282	4.513	4.602
Minoritetsinteressers andel af resultat	-259	-287	-299	-575	-565	-422	-509	-559	-599	-632	-644
Årets resultat	994	1.884	2.297	2.631	3.602	2.590	3.128	3.431	3.682	3.881	3.958
Selskabsskat (DKK mio.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Selskabsskatteprocent	28,0 %	28,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Selskabsskat jf. resultatopgørelse	-519	-858	-1.038	324	-1.538	-1.809	-2.049	-2.193	-2.315	-2.415	-2.463
Skattefordel af nettofinansielle omk.	284	240	300	864	748	604	628	648	666	683	697
Skatteomkostninger vedr. driften	-803	-1.098	-1.338	-540	-2.286	-2.412	-2.677	-2.841	-2.981	-3.098	-3.160
Nettofinansielle poster efter skat	-730	-617	-901	-2.592	-2.243	-1.811	-1.883	-1.943	-1.998	-2.049	-2.090

Kilde: Carlsbergs årsrapporter 2005-2009, egen tilvirkning

Vækstforventninger og den budgetterede balance

Balancen			Historik						Budget			Terminalperiode
Vækstforventninger til regnskabsposterne	2005	2006	2007	2008	2009	Gennemsnit	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E+
Driftsaktiver												
Immaterielle aktiver (i % af oms.)	24,88	51,80	47,39	141,26	137,43	80,55	135,00	130,00	130,00	130,00	130,00	130,00
Materielle aktiver (i % af oms.)	52,51	49,58	49,41	56,79	53,59	52,38	54,00	54,00	54,00	54,00	54,00	54,00
Kapitalandele i ass. virksomheder (i % af oms.)	2,84	1,41	1,39	3,71	4,49	2,77	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Udskudte skatteaktiver (i % af oms.)	2,32	2,00	1,64	2,09	2,50	2,11	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Varebeholdninger (i % af oms.)	7,53	7,84	8,53	8,87	6,06	7,77	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Periodeafgrænsningsposter (i % af oms.)	1,54	2,23	2,12	2,02	1,12	1,81	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Tilgodehavender diverse (i % af oms.)	3,25	2,77	3,30	2,85	2,70	2,97	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80
Pensionsaktiver (i % af oms.)	0,06	0,03	0,02	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tilgodehavender fra salg (i % af oms.)	15,71	14,87	14,17	10,62	9,93	13,06	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Tilgodehavende skat (i % af oms.)	0,35	0,20	0,14	0,44	0,29	0,28	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Andre tilgodehavender (i % af oms.)	7,86	2,79	3,25	5,16	2,95	4,40	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Likvide beholdninger (driftslikviditet) (i % af oms.)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Materielle aktiver bestemt for salg (i % af oms.)	0,20	0,18	0,08	0,20	0,64	0,26	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Driftsforpligtelser												
Pensioner og lign. forpligtelser (i % af oms.)	5,35	4,88	4,96	2,99	3,63	4,36	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Hensatte langfristede forpligtelser (i % af oms.)	0,49	0,89	0,56	2,50	2,28	1,34	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Udskudt skat (i % af oms.)	4,00	5,90	4,90	16,35	16,31	9,49	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
Leverandørgæld (i % af oms.)	11,78	12,53	13,03	13,33	13,35	12,81	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00	13,00
Tilbagebetalingsforpl. vedr. emballage (i % af oms.)	3,22	2,82	2,70	2,43	2,29	2,69	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Hensatte kortfristede forpligtelser (i % af oms.)	1,47	1,13	1,10	1,13	1,84	1,34	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Selskabsskat (i % af oms.)	1,51	0,46	0,44	0,47	0,69	0,71	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Anden langfristet gæld (i % af oms.)	0,17	0,13	0,04	0,44	1,26	0,41	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Anden kortfristet gæld (i % af oms.)	12,66	11,82	12,54	16,52	18,26	14,36	18,00	18,00	18,00	17,00	17,00	16,00
Forpl. vedr. aktiver bestemt for salg (i % af oms.)	0,03	0,00	0,00	0,61	0,09	0,15	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Finansielle aktiver												
Værdipapirer (langfristede aktiver) (i % af oms.)	6,94	0,41	0,27	0,20	0,16	1,60	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Værdipapirer (kortfristede aktiver) (i % af oms.)	-0,63	-0,04	-0,16	-0,02	-0,06	-0,19	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
Likvide beholdninger (i % af oms.)	7,44	8,27	6,58	6,27	5,80	6,87	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Finansielle aktiver bestemt for salg (i % af oms.)	-0,33	-0,28	0,00	-0,24	-0,05	-0,18	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
Langfristede og kortfristede lån (i % af oms.)	56,30	55,49	51,96	80,94	66,35	62,21	64,00	64,00	64,00	64,00	64,00	64,00

Kilde: Den reformulerede balance, egen tilvirkning

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Carlsberg A/S



	Historik					Budgetperiode					Terminalperiode
Balance (DKK mio.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Driftsaktiver											
Immaterielle aktiver	9.465	21.279	21.205	84.678	81.611	81.473	81.575	84.175	86.580	88.790	90.562
Materielle aktiver	19.980	20.367	22.109	34.043	31.825	32.589	33.885	34.965	35.964	36.882	37.618
Kapitalandele i associerede virksomheder	1.081	579	622	2.224	2.667	2.414	2.510	2.590	2.664	2.732	2.787
Udskudte skatteaktiver	882	822	733	1.254	1.483	1.509	1.569	1.619	1.665	1.708	1.742
Anlægsaktiver i alt	31.408	43.047	44.669	122.199	117.586	117.984	119.539	123.349	126.873	130.112	132.708
Varebeholdninger	2.866	3.220	3.818	5.317	3.601	3.621	3.765	3.885	3.996	4.098	4.180
Periodeafgrænsningsposter	587	917	950	1.211	666	724	753	777	799	820	836
Tilgodehavender diverse	1.235	1.139	1.476	1.707	1.604	1.690	1.757	1.813	1.865	1.912	1.951
Pensionsaktiver	21	14	11	2	2	0	0	0	0	0	0
Tilgodehavender fra salg	5.979	6.108	6.341	6.369	5.898	6.639	6.903	7.123	7.326	7.513	7.663
Tilgodehavende skat	132	84	62	262	175	181	188	194	200	205	209
Andre tilgodehavender	2.989	1.145	1.453	3.095	1.750	1.811	1.883	1.943	1.998	2.049	2.090
Likvide beholdninger (driftslikviditet)	571	616	671	899	891	905	941	971	999	1.025	1.045
Materielle aktiver bestemt for salg	77	72	34	122	380	181	188	194	200	205	209
Driftsaktiver i alt	45.865	56.362	59.485	141.183	132.553	133.736	135.917	140.249	144.256	147.938	150.890
Driftsforpligtelser											
Pensioner og lign. forpligtelser	2.037	2.006	2.220	1.793	2.153	1.811	1.883	1.943	1.998	2.049	2.090
Hensatte langfristede forpligtelser	185	366	249	1.498	1.353	1.207	1.255	1.295	1.332	1.366	1.393
Udskudt skat	1.522	2.425	2.191	9.803	9.688	7.846	8.158	8.418	8.658	8.879	9.056
Leverandørgæld	4.481	5.147	5.833	7.993	7.929	7.846	8.158	8.418	8.658	8.879	9.056
Tilbagebetalingsforpligtelse vedr. emballage	1.224	1.159	1.207	1.455	1.361	1.207	1.255	1.295	1.332	1.366	1.393
Hensatte kortfristede forpligtelser	561	466	494	677	1.092	905	941	971	999	1.025	1.045
Selskabsskat	574	187	197	279	411	422	439	453	466	478	488
Anden langfristet gæld	65	54	20	263	746	241	251	259	266	273	279
Anden kortfristet gæld	4.818	4.856	5.611	9.905	10.845	10.863	11.295	11.655	11.322	11.611	11.146
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	10	1	0	368	51	60	63	65	67	68	70
Driftsforpligtelser i alt	15.477	16.667	18.022	34.034	35.629	32.408	33.697	34.771	35.098	35.994	36.016
Arbejdskapital, netto	-1.216	-3.524	-3.296	-15.298	-21.426	-17.019	-17.696	-18.260	-18.115	-18.578	-18.252
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)	30.388	39.695	41.463	107.149	96.924	101.328	102.220	105.478	109.157	111.944	114.874
Finansielle aktiver											
Værdipapirer (langfristede aktiver)	2.641	170	123	118	94	302	314	324	333	342	348
Værdipapirer (kortfristede aktiver)	109	8	34	7	17	-30	-31	-32	-33	-34	-35
Likvide beholdninger	1.549	1.874	1.578	1.958	1.843	3.621	3.765	3.885	3.996	4.098	4.180
Finansielle aktiver bestemt for salg	42	37	0	40	8	-18	-19	-19	-20	-20	-21
Finansielle aktiver i alt	4.341	2.089	1.735	2.123	1.962	3.874	4.029	4.157	4.276	4.385	4.472
Finansielle forpligtelser											
Langfristede og kortfristede lån	21.420	22.797	23.254	48.521	39.397	38.624	40.160	41.440	42.624	43.712	44.584
Nettofinansielle forpligtelser	17.079	20.708	21.519	46.398	37.435	34.750	36.131	37.283	38.348	39.327	40.112
Egenkapital	13.309	18.987	19.944	60.751	59.489	66.578	66.088	68.195	70.809	72.617	74.762
NFF + EK (investeret kapital)	30.388	39.695	41.463	107.149	96.924	101.328	102.220	105.478	109.157	111.944	114.874

Kilde: Carlsbergs årsrapporter 2005-2009, egen tilvirkning

Bilag 14

Vækstforventninger i Eurozonen

Main features of the spring 2010 forecast - EU

(Real annual percentage change unless otherwise stated)				Spring 2010 forecast (a)			Autumn 2009 forecast	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2010	2011
GDP	3.2	2.9	0.7	-4.2	1.0	1.7	0.7	1.6
Private consumption	2.2	2.0	0.8	-1.7	0.1	1.3	0.2	1.2
Public consumption	2.0	1.9	2.3	2.2	1.0	0.1	1.0	0.6
Total investment	6.1	5.9	-0.6	-11.5	-2.2	2.5	-2.0	2.5
Employment	1.5	1.7	0.9	-2.0	-0.9	0.3	-1.2	0.3
Unemployment rate (b)	6.2	7.1	7.0	8.9	9.8	9.7	10.3	10.2
Inflation (c)	2.3	2.4	3.7	1.0	1.8	1.7	1.3	1.6
Government balance (% GDP)	-1.4	-0.8	-2.3	-6.8	-7.2	-6.5	-7.5	-6.9
Government debt (% GDP)	61.4	58.8	61.6	73.6	79.6	83.8	79.3	83.7
Adjusted current account balance (% GDP)	-1.2	-1.1	-2.0	-1.4	-1.4	-1.3	-1.5	-1.3
Contribution to change in GDP								
Domestic demand	3.0	2.8	0.8	-3.0	-0.1	1.2	-0.1	1.3
Inventories	0.1	0.1	-0.1	-1.1	0.5	0.2	0.4	0.2
Net exports	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.3	0.4	0.2

Kilde: Europa-kommissionen (<http://ec.europa.eu/>)

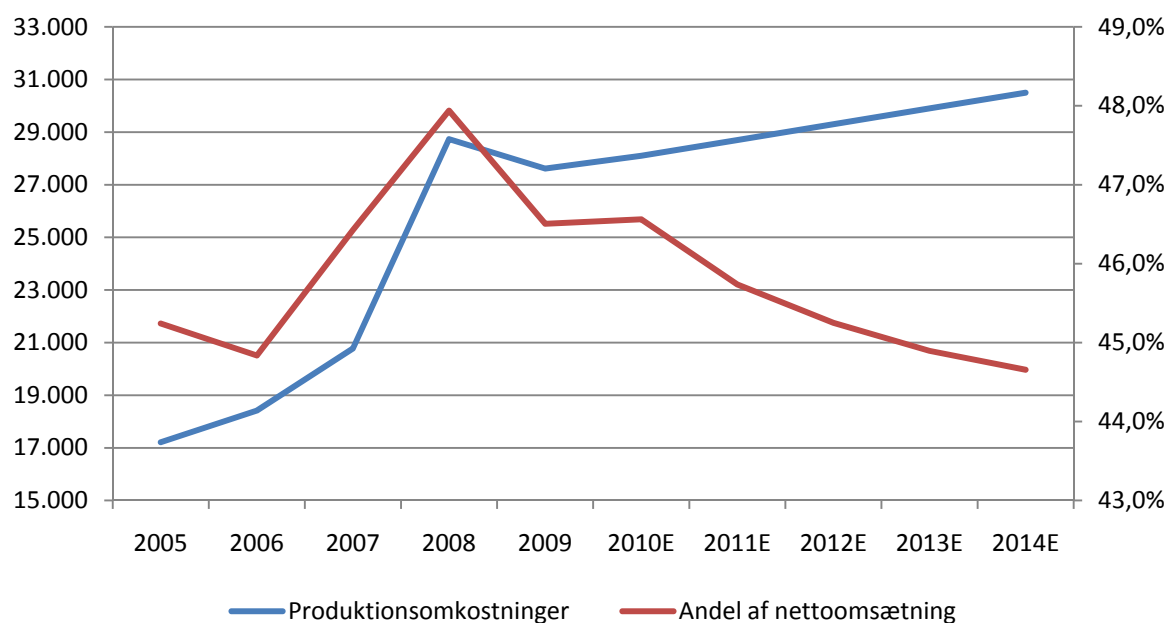
Bilag 15

Analyse af udviklingen i produktionsomkostningerne

Produktionsomkostninger			Historik					Budget		
(DKK mio.)	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Produktionsomkostninger	17.213	18.420	20.776	28.736	27.616	28.100	28.700	29.300	29.900	30.500
Vækst		7,0%	12,8%	38,3%	-3,9%	1,8%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Andel af nettoomsætning	45,2%	44,8%	46,4%	47,9%	46,5%	46,6%	45,7%	45,3%	44,9%	44,7%

Gennemsnitlig vækst i historisk periode 13,55 %

Gennemsnitlig vækst i budgetperiode 2,51 %



Kilde: Den reformulerede og budgetterede resultatopgørelse

Bilag 16**Analyse af den historiske kapitalstruktur**

Udviklingen i Carlsbergs kapitalstruktur	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
(DKK mio.)					
Nettorentebærende gæld	17.079	20.708	21.519	46.398	37.435
Markedsværdi af egenkapital*	25.028	41.411	45.918	26.825	58.835
Fremmedkapital	41 %	33 %	32 %	63 %	39 %
Egenkapital	59 %	67 %	68 %	37 %	61 %

Kilde: Reformuleret balance, Carlsbergs årsrapporter 2005-2009 og Bloomberg

* Beregnet med lukkekurser ultimo året

Bilag 17**Opgørelse af det frie cash flow**

Cash flow opgørelse			Budgetperiode		Terminalperiode	
(DKK mio.)	<u>2010E</u>	<u>2011E</u>	<u>2012E</u>	<u>2013E</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E+</u>
EBITDA	12.938	13.970	14.730	15.388	15.944	16.261
Skat af EBIT	-2.412	-2.677	-2.841	-2.981	-3.098	-3.160
Ændring i arbejdskapital	4.408	-677	-564	144	-462	326
Ændring i investeringer	-6.101	-7.328	-9.767	-9.651	-9.522	-9.006
Det frie cash flow	8.832	3.289	1.558	2.900	2.861	4.422

Kilde: Budgetteret resultatopgørelse og balance

Det forudsættes at al overskydende likviditet udbetales som udbytte.

Bilag 18**EVA-modellen**

I rentabilitetsanalysen fremgik det at hvis der ses bort fra 2008, har der i hele perioden været positive merafkast i Carlsberg. Dette giver værdiskabelse til aktionærerne. Som tidligere nævnt skal EVA-modellens resultat stemme overens med resultatet fra DCF-modellen, under antagelse af korrekt anvendelse og at alle budgetforudsætninger er ens.

EVA-modellen består af 2 led. Den investerede kapital primo målingsperioden og det fremtidige merafkast defineret som forskellen mellem afkastet på den investerede kapital og afkastkravet (economic value added).

Jo større forskellen er mellem afkastet på den investerede kapital og afkastkravet og jo større vækst i investeret kapital, jo mere vil den estimerede værdi afvige fra den bogførte værdi af den investerede kapital.

Dette virker også intuitivt korrekt, da investor kun vil være villig til at betale en merpris i forhold den bogførte værdi af investeret kapital, hvis den investerede kapital kan generere et fremtidigt merafkast.

Den måler ligesom DCF-modellen den estimerede værdi for både ejere og långivere, hvilket betyder at værdien skal tilbagediskonteres med et afkastkrav, som afspejler såvel långivers som ejers risikoopfattelse af denne værdi. Da værdien ønskes opgjort ud fra en ejersynsvinkel skal markedsværdien af Carlsbergs nettorentebærende gæld fratrækkes.

EVA-modellen på næste side tager udgangspunkt i en to-periodisk model. Ideen bag den to-periodiske værdiansættelsesmodel er, at Carlsberg i en periode har atypiske høje/lave vækstrater. På lang sigt (terminalperioden) vil markedsvæksten imidlertid aftage og konkurrencen imellem bryggerierne vil intensiveres, hvilket vil tvinge væksten ned på et lavere niveau.

Argumentet for at benytte en to-periodisk værdiansættelsesmodel er, at økonomisk teori tilsiger, at på lang sigt vil konkurrencen eliminere atypiske høje afkast (i dette tilfælde positive EVA) i de fleste brancher.¹¹⁷

¹¹⁷ FSR – notat om værdiansættelse, side 85

EVA modellen hviler på en forudsætning om "clean surplus accounting" i budgettet. Det betyder, at alle indtægter og omkostninger passerer resultatopgørelsen (totalindkomstbegrebet). Overholdes denne forudsætning, bliver EVA modellen immun overfor valg af indregningsmetoder, regnskabsprincipper mv.

Estimeret værdi af aktiekursen d. 1. juni 2010 (EVA-modellen)

		Budgetperiode				Terminalperiode	
<i>EVA-modellen (DKK mio.)</i>		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E+
NOPAT		4.823	5.520	5.932	6.280	6.562	6.692
Investeret kapital, primo		96.924	101.328	102.220	105.478	109.157	111.944
WACC		5,639 %	5,639 %	5,639 %	5,639 %	5,639 %	5,639 %
Kapitalomkostninger		5.466	5.714	5.764	5.948	6.155	6.313
EVA		-643	-194	168	332	407	380
Diskonteringsfaktor		0,9466	0,8961	0,8483	0,8030	0,7601	
Nutidværdi af EVA		-609	-173	143	266	309	
Investeret kapital, primo	96.924						
Kapitalværdi af budgetperioden	-64						
Kapitalværdi af terminalperioden	7.509						
Enterprise value	104.369						
Korrigeret enterprise value 1. juni 2010	106.764	(WACC-forrentet værdi af egenkapitalen i 5 mdr.)					
Værdi af ikke driftsmæssige aktiver	1.962						
Værdi inkl. Ikke driftsmæssige aktiver	108.726						
Markedsværdi af NRBG	-37.435						
Minoritetsinteresser	-4.660						
Estimeret værdi af egenkapital	66.631						
Antal udestående A-aktier	33.699.300						
Antal udestående B-aktier	118.857.600						
Aktiens teoretiske kurs 1. juni 2010	449,0						

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 19

Estimeret værdi af aktiekursen d. 1. juni 2010 (multipelanalyse)

Multipelanalyse (DKK mio.)	EBIT			(Net) Sales			Enterprise value (EV)
Peer group konsensus-estimer	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
Heineken	18.032	20.303	22.037	122.003	131.029	136.249	158.989
SABMiller	22.431	23.001	25.832	115.503	100.732	108.443	365.372
Anheuser Busch Inbev	61.456	68.560	73.254	203.995	216.168	227.075	520.015
Peer group multipler							
Heineken	8,82	7,83	7,21	1,30	1,21	1,17	-
SABMiller	16,29	15,89	14,14	3,16	3,63	3,37	-
Anheuser Busch Inbev	8,46	7,58	7,10	2,55	2,41	2,29	-
Middelværdi	11,2	10,4	9,5	2,3	2,4	2,3	-
Median	8,8	7,8	7,2	2,5	2,4	2,3	-
Høj	16,3	15,9	14,1	3,2	3,6	3,4	-
Lav	8,8	7,8	7,2	2,3	2,4	2,3	-
Carlsberg budgetteret udvikling							
Carlsberg budgetteret udvikling	7.235	8.197	8.773	60.350	62.750	64.750	-
Carlsberg EV (middelværdi)	80.952	85.524	83.219	141.131	151.566	147.332	-
Carlsberg EV (median)	63.791	64.189	63.294	153.842	150.952	148.281	-
Carlsberg EV (høj)	117.848	130.210	124.087	190.906	227.605	218.159	-
Carlsberg EV (lav)	63.791	64.189	63.294	141.131	150.952	147.332	-
Carlsberg aktiekurs (middelværdi)							
Carlsberg aktiekurs (middelværdi)	DKK 286,7	DKK 318,2	DKK 302,3	DKK 700,4	DKK 772,1	DKK 743,0	-

Kilde: Bloomberg, budgetteret resultatopgørelse

Analysen er funderet i gennemsnittet af en række udenlandske finanshuses konsensusestimer på peer group, samt Carlsbergs budgetterede estimer.

Interview med Jesper Bamberger, rådgiver i Nordea Investment Strategy & Advice

- **Hvor stor indflydelse har råvarepriserne, (maltbyg) for Carlsberg?**

Det har en indflydelse på Carlsberg, men det man skal være opmærksom på er, at Carlsberg køber malt ind i større mængder samt at de har malt på lager for hele 2010 ligesom de har afdækket hele 2011. Prisstigningerne har derfor ikke nogen nævneværdig betydning i 2010-2011. Fortsætter priserne op vil det have en indflydelse i 2012 og årene fremover, men ikke noget man bør tage højde for. Faktisk kan Carlsberg i sidste ende kunne benytte enzymer til at minimere omkostningerne.

- **Hvor stor betydning har kursen på rublen for Carlsberg?**

Rublens kurs har stor betydning for Carlsberg, da omkring halvdelen af nettoomsætningen kommer fra russiske BBH, hvis primære aktiviteter er placeret i Rusland og omkringliggende områder. Standard and Poors anslår at en svækkelse på 5 % af Rublen i forhold til danske kroner, vil for Carlsberg betyde et fald i nettoomsætningen på 4 %.

- **Hvad har det betydet for Carlsberg, under en global økonomisk recession, at selskabet opererer i både Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien?**

Det man skal være opmærksom på er, at Carlsberg hører til de mere stabile aktier, dvs. der drikkes fortsat øl, selvom der er økonomisk krise. Men der sælges færre Premium øl, hvor der er højere margin og det er ikke godt. Den økonomiske krise påvirker derfor Carlsberg, men i mindre grad end de mere cykliske aktier såsom A.P. Møller-Mærsk

- **Hvilken betydning har det østeuropæiske marked for Carlsbergs fremtidige indtjeningsmuligheder?**

Der er ingen tvivl om, at Carlsbergs eksponering mod Østeuropa er hjørnestenen i bryggeriet og der hvor den fremtidige indtjening skal komme fra, ligesom Asien fremover vil være en af vækstdriverne i bryggeriet. Faktisk har det været sådan, at Carlsberg har handlet med en rabat over for sine peers grundet sin eksponering i Rusland, men det ser nu ud til at ændre sig, dvs. at Carlsberg næsten skal handle med en præmie for sin eksponering mod Rusland, da væksten er større end i Europa og USA, ligesom usikkerheden i

Rusland ser ud til at være mindre end først antaget med udgangspunkt i regnskabet for 2. kvartal.

- **Hvor vigtigt er det asiatiske marked for Carlsbergs fremtidige indtjeningsmuligheder?**

Det er vigtigt. Det er Carlsbergs strategi at øge sin eksponering i Asien, da det vurderes at være her, at den fremtidige vækst skal komme fra. Det man skal være opmærksom på er, at markederne i Europa og til dels USA er kendetegnet ved at være mere modne markeder, hvor væksten er forholdsvis beskeden.

- **Carlsbergs indtog på det russiske marked har været meget omtalt i medierne, hvilke konsekvenser har det for Carlsberg hvis selskabet ikke opnår den markedsvækst man har regnet med?**

Medierne er en ting, men det der er afgørende er om analytikerne nedjusterer deres estimater for Carlsberg. Det vil resultere i at aktien vil falde. Der er heller ingen tvivl om, at lever Carlsberg ikke op til sine udmeldte forventninger vil aktien falde. Aktien er steget kraftigt siden krisen på forventning om at Carlsberg vil gøre det godt. Er det ikke tilfældet vil aktien falde.

- **Hvor følsom er aktiekursen på negative nyheder omkring det russiske marked?**

Aktien er meget følsom for nyheder i Rusland. Over halvdelen af indtjeningen kommer fra Rusland. Det er derfor utrolig vigtigt, at der ikke kommer dårlige nyheder derfra.

- **Hvilke konsekvenser har en 50 mia. stor rentebærende gæld for Carlsberg?**

Gælden i Carlsberg har været en klods om benet for bryggeriet. Den har været meget stor efter købet af Scottish & Newcastle, men er blevet barberet kraftigt ned i takt med at Carlsberg har været i stand til at generere store pengestrømme. I dag er Carlsberg gæld NRG/EBITDA 2,1 og i 2012 1,0, mens den i 2009 var 2,8. Der er derfor ingen problemer her mere. Det er også et af de forhold som har været med til at sende aktien op. De seneste par dage har Carlsberg også været i stand til at refinansiere store gældsposter til en meget lav rente og har endda udstedt virksomhedsobligationer, hvor renten var meget lav. Det viser også at kreditmarkedet ikke ser de store problemer her.

Referenceliste

Litteratur

Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Thomas Plenborg og Christian Petersen, Thomson, 1. udgave, 2007

Strategisk regnskabsanalyse, Jens O. Elling, 2. udgave

Valuation – Measuring and managing the value of companies, Marc Goedhart, Tim Koller, David Wessels, juni, 2010

Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies, Shannon P. Pratt, 5. udgave

Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En Praktisk Tilgang, Jens. O Elling, 2005

Den skinbarlige virkelighed, Ib Andersen, 3. udgave

Michael Porter, Competitive Strategy, 1. udgave

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder eller virksomhedsandele, FSR, december 2002

Carlsbergs egne publikationer

Carlsbergs årsrapporter 2005-2009 (fra <http://www.carlsberggroup.com>)

Carlsberg 1. kvartalsregnskab 2010 – offentliggjort 8. april 2010

Carlsberg prospekt 15. maj 2008

Bilag til indkaldelse til generalforsamling, 20. marts 2008

Øvrige publikationer

Business Insights – The top 10 Beer Companies

Global Insights – Future trends in Beer and Wine

Euromonitor International – Carlsberg in Beer - World

J. P. Morgan Cazenove, Europe Equity Research, 17. September 2010

Nordea Credit Research, Nordic Bond Issuers 2010

Standard and Poors, Equity Research, Carlsberg 10. Juni 2010

Standard and Poors, Equity Research, Carlsberg 9. August 2010

Standard and Poors, Equity Research, Carlsberg 11. Maj 2010

Nordea Equity Research, Carlsberg 10. Juni 2010

Artikler

Børsen: ” *Carlsberg styrer mod total russisk dominans*”, 6. august 2008

Berlingske Tidende Business: ” *Carlsberg risikerer russisk reklameforbud*”, 20. august 2010

Berlingske Tidende Business: ” *Rusland leger "Peter og ulven" med Carlsberg*”, 29. september 2009

Proinvestor: ” *Rubelkurs og Rusland bag opjustering*”, 17. august 2010

Børsen: ” *Ruslands BNP faldt 8,9 pct.*”, 12. november 2009

Berlingske Tidende Business: ” *Carlsberg ruster sig mod rublen*”, 18. februar 2009

Landbrugsavisen: ” *Marker uden regn i fire måneder*”, 23. august 2010

Børsen: ” *Briter blokerer for carlsberg fusion*”

Berlingske Tidende Business: ” *Pligtmennesket der tager sig af vores øl*”, 12. november 2010

Børsen: ” *Carlsberg-investorer fejrer russisk lysglimt*”

Bloomberg: ” *Carlsberg Gets Final Government Approval to Increase China Brewery Stake*”, 3. december 2010

Berlingske Tidende Business: ” *Carlsberg gennemfører kinesisk opkøb*”, 27. december 2010

Berlingske Tidende Business: ” *Russisk priskrig presser Carlsberg*”, 9. november 2010

Internet

www.carlsbergdanmark.dk

<http://www.carlsberggroup.com>

<http://www.denstoredanske.dk>

www.borsen.dk

www.berlingske.dk

www.business.dk

<http://www.nasdaqomxnordic.com>

www.nationalbanken.dk

www.dst.dk

www.sydbank.dk

www.globalinsights.com

www.bryggeriforeningen.dk

www.unepfi.org – United Nations Environment Programme - Financial Initiative

www.retsinformation.dk – Årsregnskabsloven

www.euromonitor.com

<http://ec.europa.eu/> - Europa-kommissionen

www.skm.dk – Skatteministeriet

www.bloomberg.com

www.landbrugsavisen.dk

www.proinvestor.com

Databaser

Euromonitor International

Bloomberg Professionel

Andet

Interview med rådgiver Jesper Bamberger, Nordea Investment Strategy & Advice

Figuroversigt

Figur 1 - Indekseret udvikling i Carlsberg aktien og OMXC20-indekset

Figur 2 - Opgavens struktur

Figur 3 - Omsætning og omsætningsvækst hos Carlsberg og konkurrenter

Figur 4 - Udvikling i omsætning og driftsindtjening i Carlsberg

Figur 5 - Carlsbergs 3 regioner

Figur 6 - Ejerstruktur i Carlsberg

Figur 7 - 10-årig udvikling i aktienkursen

Figur 8 - Indekseret udvikling i aktiekurs, OMXC20 og MSCI Stabilt forbrug

Figur 9 - Faktorer i en omverdensanalyse (PESTEL)

Figur 10 - Carlsbergs omsætning i forskellig valuta

Figur 11 - 5-årig udvikling i rublen

Figur 12 - 5-årig udvikling i råvarepriserne

Figur 13 - Faktorer i en brancheanalyse (Five Forces)

Figur 14 - Struktur i rentabilitetsanalyse

Figur 15 - Udviklingen i afkastgrad og EVA

Figur 16 - Udviklingen i overskudsgrad, egenkapitalforrentning og omsætningshastighed

Figur 17 - Udviklingen i AG, EKF, finansiel gearing og nettolånerenten

Figur 18 - Gruppering af værdiansættelsesmodeller

Figur 19 - Den to-periodiske værdiansættelsesmodel

Figur 20 - Estimeret værdi af aktiekursen d. 1. juni 2010 (DCF-modellen)

Figur 21 – Udvikling i aktiekursen sidste halvår 2010

Figur 22 – Nøgletal fra Rusland

Figur 23 - Udviklingen i rublen sidste halvår 2010

Tabeloversigt

Tabel 1 – Det globale ølmarked i værdi og volumen

Tabel 2 - Markedsudvikling i Nord- og Vesteuropa

Tabel 3 - Markedsudvikling i Østeuropa

Tabel 4 - Markedsudvikling i Asien

Tabel 5 - Markedsandele i 2009 – konkurrentssammenligning

Tabel 6 - SWOT analyse – opsummering af den strategiske analyse

Tabel 7 - Opsummering af den reformulerede egenkapitalopgørelse

Tabel 8 - Opsummering af den reformulerede resultatopgørelse

Tabel 9 - Opsummering af den reformulerede balance

Tabel 10 - Budgetteret omsætningsvækst for Nord- og Vesteuropa

Tabel 11 - Budgetteret omsætningsvækst for Østeuropa

Tabel 12 - Budgetteret omsætningsvækst for Asien

Tabel 13 - Budgetteret omsætningsvækst for øvrigt salg

Tabel 14 - Centrale regnskabsposter fra budgetfasen

Tabel 15 - Opsummering af multipelanalysen

Tabel 16 - Følsomhedsanalyse ved ændringer i vækstfaktor og WACC

Tabel 17 - Følsomhedsanalyse ved ændringer i DKK/RUB

CD-ROM

Indhold:

Opgaven (PDF)

Diverse analyser brugt til opgaven

Excel ark