

Cand.merc.fir.-studiet
Institut for finansiering og regnskab
Kandidatafhandling



Strategisk regnskabsanalyse & Værdiansættelse af Carlsberg A/S

Udarbejdet af
Christian H. K. Pedersen

Vejleder: Jacob Gruelund

Problemformulering	4
Afgrænsning	5
Metode	6
Strategisk analyse	6
Regnskabsanalyse	6
Værdiansættelse	7
Opgavestruktur	8
Virksomhedsprofil	9
Carlsbergs markeder	10
Vesteuropa	12
Østeuropa	13
Asien	14
Strategisk analyse	16
PEST-analyse	16
Politiske forhold	16
Økonomiske forhold	18
Socialkulturelle forhold	19
Teknologiske forhold	20
Sammenfatning af PEST – analyse	20
Brancheforhold	21
Leverandørernes forhandlingsstyrke	21
Kundernes forhandlingsstyrke	22
Adgangsbarrierer	23
Substituerende produkter	25
Konkurrencesituationen i branchen	26
Delkonklusion Strategisk analyse	27
Styrker	27
Svagheder	28
Muligheder	28
Trusler	29
Regnskabsanalyse	30
Revisionspåtegning	30
Reformulering af regnskab	30
Note 1 Af - og nedskrivninger	33
Note 2 Associerede virksomheder	33
Note 3 Særlige poster	33
Note 4 Selskabsskat	34
Note 5 Tilgodehavender	34
Nøgletalsanalyse	34
Rentabilitetsanalyse	35
Egenkapitalens forrentning	37
Delkonklusion regnskabsanalyse	38
Budgettering	39
Nettoomsætning	39
Vesteuropa	39
Østeuropa	40
Asien	40

Ikke fordelt	41
Produktionsomkostninger	42
Driftsomkostninger	42
Salgs og distributionsomkostninger	43
Administrationsomkostninger	43
Særlige poster	44
Andre driftsindtægter.....	45
Andre driftsindtægter, netto.....	45
Andel af resultat fra associerede selskaber.....	46
Balanceposter.....	47
Arbejdskapital, netto.....	48
Investeringer	48
Værdiansættelse.....	49
DCF – Modellen	49
WACC	51
Kapitalstruktur	51
Fremmedkapitalomkostninger	52
Marginal selskabsskattesats	52
Ejerafkastskrav	53
Risikofri rente	53
Systematisk risiko.....	54
Risikopræmie.....	55
Carlsbergs WACC	56
Værdiansættelsesberegning	56
Beregning af FCF	56
Markedsværdi af egenkapitalen.....	58
Følsomhedsanalyse	58
Delkonklusion værdiansættelse	59
Konklusion	60
Litteraturliste	62
Bilag 1 – Resultatopgørelse.....	63
Bilag 2 – Balance.....	64
Bilag 3 – Budgetteret reformulerede resultatopgørelse	66
Bilag 4 – D&B kreditrating	67
D&B Rating rapport	67
Ratinghistorik	67

Problemformulering

Med udgangspunkt i årsrapporter fra Carlsberg A/S og andet offentliggjort tilgængeligt materiale foretages en fundamentalanalyse af Carlsberg A/S med henblik på at afdække:

Jeg vil lave en værdiansættelse af Carlsberg A/S, pr. den 1 juli 2009, for at finde frem til hvad værdien af én Carlsberg aktie var og om en potentiel investor ville kunne opnå en gevinst ved køb af aktien på denne dato.

For at udarbejde en værdiansættelse og besvare ovenstående hovedspørgsmål, tages der udgangspunkt i følgende underspørgsmål:

- ☞ Hvilke udviklingstendenser er der i samfundet, som kan påvirke Carlsberg A/S's fremtidige indtjening?
- ☞ Hvordan er de interne forhold i ølbranchen, og hvordan påvirker disse Carlsberg A/S's fremtidige position?
- ☞ Hvordan vurderes Carlsberg A/S's rentabilitet, risiko og vækst?
- ☞ Når markedsværdien af egenkapital og rentebærende gæld ikke er tilgængelig, hvorledes fastsættes hhv. beta og kapitalstrukturen?
- ☞ Hvordan ser Carlsberg A/S's fremtidige indtjeningsmuligheder ud?
- ☞ Hvad er værdien af virksomhedens egenkapital og hvor følsom er denne værdi?

På baggrund af ovenstående spørgsmål, vil jeg estimere Carlsberg A/S's fremtidige indtjening og på baggrund af dette estimat beregne den teoretiske værdi af Carlsberg A/S.

Afgrænsning

For at sætte en skæringsdato har jeg valgt at begrænset indsamlede informationer til den 1.7.2009. Informationer der er offentliggjort senere end denne dato vil således ikke blive indeholdt i denne opgave, selvom informationerne kan have indflydelse på værdiansættelsen.

Analysen vil udelukkende blive baseret på offentliggjorte informationer, hvilket medfører, at nogle relevante forhold ikke behandles. Konsekvensen af dette er, at den estimerede værdi ikke nødvendigvis er den "sande" værdi af Carlsberg, hvis en sådan kan estimeres.

Værdiansættelsen tager udelukkende udgangspunkt i en normal minoritetsinvestors synspunkt og afgrænser sig i den forbindelse fra at se ud fra den opkøbende virksomheds synspunkt, med andre ord afgrænses der fra restrukturerings- og synergipotentiale i forbindelse med opkøb. Desuden er analysen og værdiansættelsen foretaget som ekstern analyse og er derfor udelukkende udarbejdet på grundlag af offentligt tilgængelige informationer.

Da værdiansættelsen udarbejdes på baggrund af DCF-Modellen, der tager udgangspunkt i pengestrømme, vil der ikke blive foretaget en fuldstændig gennemgang og analyse af regnskabspraksis, da pengestrømme ikke påvirkes af regnskabspraksis.

Metode

Afhandlingen vil blive opdelt i 3 hovedafsnit – strategisk analyse, regnskabsanalyse samt værdiansættelse. Til gennemførelse af de forskellige analyser i denne værdiansættelse vil der gennem analyseafsnittene blive benyttet forskellige modeller. I det efterfølgende vil der blive gennemgået, hvilke modeller der danner grundlag for de enkelte analyser samt hvorfor disse modeller er valgt.

Strategisk analyse

Der findes mange politiske og samfundsmæssige faktorer der i det daglige påvirker virksomhedens omverden. Da disse faktorer kan påvirke værdien af virksomheden vil der blive foretaget en omverdensanalyse ved brug af PEST – modellen, da denne model sikrer, at de væsentligste omverdensfaktorer behandles på en struktureret måde. PEST analysen vil tage udgangspunkt i Carlsbergs 3 vigtigste markeder: Vesteuropa, Østeuropa og Asien.

PEST - analysen vil blive fulgt op af Porter's Five Competitive Forces, som har til formål at afdække de branchemæssige forhold der kan påvirke Carlsberg A/S's fremtidige indtjening. Den strategiske analyse vil blive opsummeret i en SWOT-analyse, for at give et samlet overblik over stærke og svage sider samt de muligheder og trusler Carlsberg A/S står overfor i fremtiden.

Regnskabsanalyse

På baggrund af de seneste 5 år regnskaber vil der blive udarbejdet en regnskabsanalyse af Carlsberg A/S. I analysen vil virksomhedens rentabilitet, vækst og risiko over tid blive dybdegående analyseret. På baggrund af regnskabsanalysen vil de væsentligste value-drivers blive identificeret og estimeret, med henblik på at benytte value-driverne til at udarbejde et, så vidt muligt for en ekstern investors synspunkt, realistisk budget for Carlsberg A/S over en 4-årig periode.

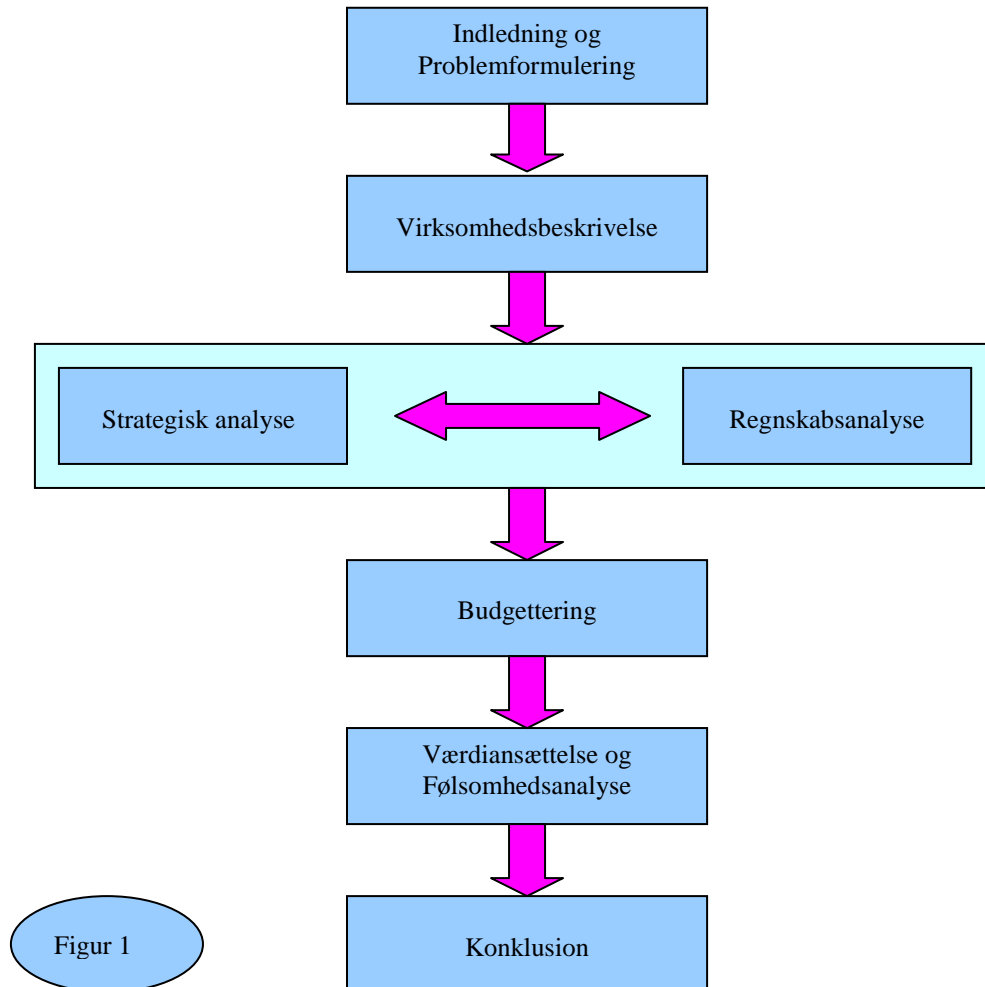
Værdiansættelse

Til den egentlige værdiansættelse er det valgt at benytte den kapitalværdibaserede DCF model til, at estimere den endelige værdi af Carlsberg A/S. Grunden til, at DCF modellen er valgt er, at den er baseret på pengestrømme, hvilket gør at modellen tager højde for mange faktorer, som der er mulighed for at tage stilling til. Disse faktorer er bl.a. kapitalstruktur, risikopræmie, omsætning, omkostningsstruktur, vækst i markedet samt fremtidige kapitalomkostninger, hvorved der opnås en værdiansættelse der inddrager forventningerne til Carlsberg A/S. Desuden ses det som en fordel at DCF modellen er uafhængig af anvendt regnskabspraksis.

På baggrund af ovenstående analyser vil der fremkomme en realistisk estimeret værdi af Carlsberg A/S. Denne værdi vil blive understøttet af en følsomhedsanalyse, hvormed de væsentligste faktorer der kan have indvirkning på DCF modellen blive fremstillet.

Opgavestruktur

Opgaven vil blive opbygget således, som det fremgår af nedenstående model.



Som det fremgår af ovenstående figur vil der efter problemformuleringen være en kort beskrivelse af Carlsberg, herunder selskabets forretningsområder. Derefter vil der blive foretaget en strategisk analyse i form af en omverdens-, branche- og virksomhedsanalyse, der sammen med en regnskabsanalyse vil danne grundlag for budgettering af Carlsberg's fremtidige indtjening. Dette budget vil videre danne grundlag for den endelige værdiansættelse, hvorefter der til slut vil blive udarbejdet en følsomhedsanalyse. Det hele vil munde ud i en konklusion, der konkluderer på hvor stor værdien af Carlsberg A/S er og hvor følsom denne værdi er overfor ændringer i de bagvedliggende faktorer

Virksomhedsprofil

Bryggeriet Carlsberg blev grundlagt i 1847 af brygger J. C. Jakobsen, der stod som en pioner i forhold til datidens bryggerier. På dette tidspunkt var København meget overbefolket, og derfor valgte J. C. Jakobsen at placere sit ny bryggeri i Valby, hvor bryggeriet stadig har sit hovedsæde. Carlsberg indtog hurtigt en førende position i Danmark, hvilket man har fastholdt til dags dato. Carlsberg har gennem tiden foretaget en række opkøb både nationalt og internationalt, hvilket har styrket til bryggeriets førerposition. Endvidere har Carlsberg historisk set været gode til at ekspandere til internationale markeder, og allerede i 1939 udgjorde Carlsberg øl 55% af Storbritanniens samlede ølimport¹.

Generelt har branchen altid været præget af sammenslutninger, som var baseret på strategiske samarbejder, hvor de enkelte bryggerier kunne beholde eget logo og produkt, men drog fordel af fælles distribution. Således bestod Tuborg af 12 københavnske bryggerier indtil Carlsberg i 1970 fusionerede med Tuborg. På det konkurrencemæssige plan ville Carlsberg med fusionen opnå en stærk dominerende markedsposition i Danmark. En anden konsekvens af fusionen med Tuborg var, at Carlsbergfondet købte 51% af alle aktierne og fik dermed aktiemajoriteten.

I 2001 fusionerede Carlsberg med norske Orkla, hvis markedsværdi næsten svarede til Carlsbergs. Derfor delte det fusionerede selskab aktiekapitalen i to, hvor Carlsberg ejede 60% af aktierne. I modsætning til Carlsberg, er Orkla et konglomerat og har udover ølaktiviteterne blandt andet aktiviteter i mediebranchen. Fusionen blev aldrig den forventede succes, hvorfor Carlsberg og Orkla blev enige om, at Carlsberg skulle købe Orklas aktieandel tilbage i 2002. Det mest positive ved Orkla fusionen var, at Carlsberg kom ind på det østeuropæiske marked, blandt andet ved et joint venture samarbejde med S&N, i form af selskabet Baltic Beverage Holding, BBH. Efter at Orkla solgte sine Carlsberg aktier blev forretningsstrategien og –grundlaget forenklet. Carlsbergs forretningsgrundlag er, at blive markedsførende indenfor brygning af øl samt læskedrikke på verdensmarkedet.

¹ www.carlsberg.com

I 2008 købte Carlsberg S&N sammen med Heineken og erhvervede derved bl.a. de resterende 50% af BBH samt det franske bryggeri Brasseries Kronenbourg².

At Carlsberg er blandt de førende i branchen for øl, ses desuden i koncernens årsrapport for 2008. I de seneste fem år har koncernen oplevet en salgsmæssig fremgang for øl målt i liter på ca. 38% eller gennemsnitligt 6,6% om året. Carlsberg sælger knap 127 hektarliter øl om året og afsætter desuden ca. 22 mio hektarliter læskedrikke³. Carlsberg har blandt andet i Danmark licens til at producere produkter fra Coca Cola Company, og producerer også egne sportsdrikke i form af bl.a. Carlsberg sport og Carlsberg kurvand.

Nedenfor er gengivet udvalgte nøgletal for Carlsberg i figur 1

Nøgletal for Carlsberg	2006	2007	2008
Nettoomsætning i mia. DKK	41.083	44.750	59.944
Resultat af primær drift før særlige poster i mia. DKK	4.046	5.262	7.979
Aktiver, Bogført værdi i mia. DKK	58.451	61.220	143.306
Dividende pr. aktie	4,8	4,8	3,5
Payout ratio	24 %	20 %	20 %

Kilde: Carlsberg årsrapport 2008

Som det ses i ovenstående har Carlsbergs udvikling været positiv de seneste 3 år, hvilket kan ses ud fra at der både har været en stigning i omsætningen såvel som en forbedring af den primære drift.

Carlsberg opererer i tre regioner, som betegnes som de tre overordnede markeder, som vil blive hyppigt refereret i denne afhandling, nemlig Vesteuropa, Østeuropa samt Asien. De tre regioner vil kort blive beskrevet i det efterfølgende.

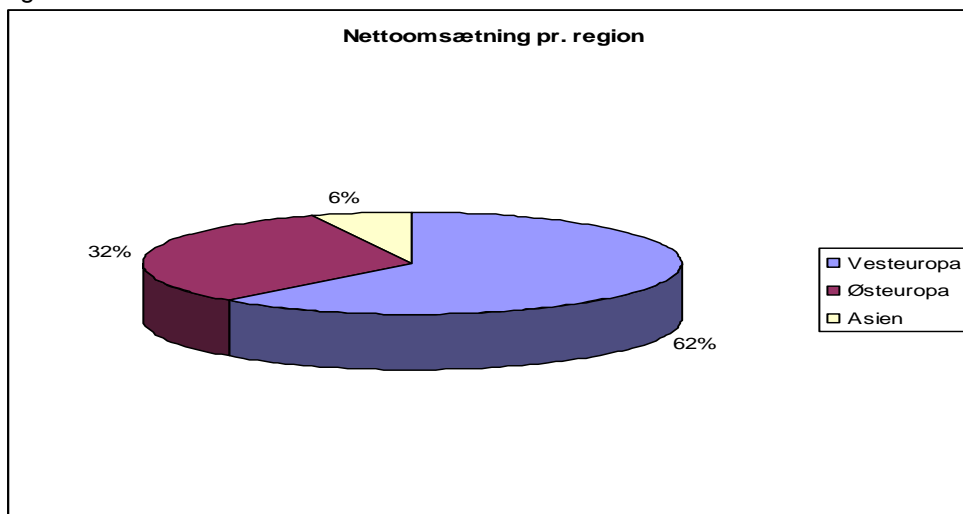
Carlsbergs markeder

For at illustrere markedernes størrelse for Carlsberg er omsætning og overskudsgrader for Carlsberg for de tre markeder vist nedenfor.

² Carlsberg årsrapport 2008, side 4

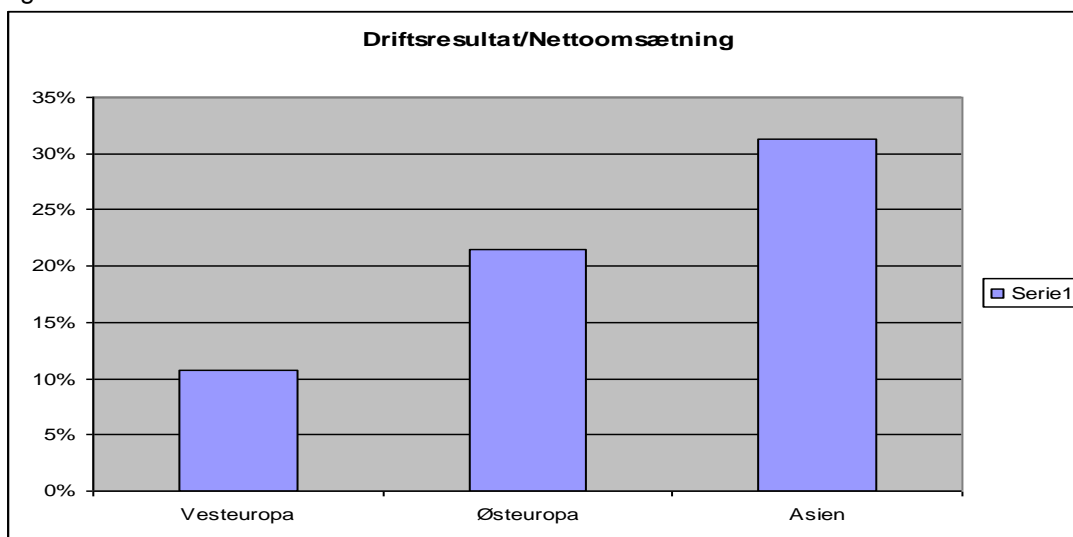
³ Carlsberg årsrapport 2008, side 9

Figur 2



Kilde: Egen tilvirkning af Carlsberg årsrapport 2008

Figur 3



Kilde: Egen tilvirkning af Carlsberg årsrapport 2008

Ud fra ovenstående figurer kan det ses at 62 % af Carlsbergs samlede omsætning stammer fra det vesteuropæiske marked. Overskudsgraden er til sammenligning den laveste af de tre markeder med ca. 11 %. Asien, som er det marked hvor Carlsberg har den højeste overskudsgrad på ca. 31 %, men den laveste omsætning

Vesteuropa

Omfatter Danmark, Norge, Sverige, Finland, Baltikum⁴, Storbritannien, Tyskland, Schweiz, Frankrig Italien, Grækenland, Portugal, Polen og Sydøsteuropa⁵.

Vesteuropa er stadig et vigtigt marked i Carlsbergs forretningsportefølje, idet 62 % af omsætningen genereres herfra⁶. Regionen betegnes som det mest modne marked, med stagnerende eller faldende vækst og stabile priser. Aktørerne på dette marked må derfor vindemarkedsandele fra hinanden, hvilket er svært, da alle har velfungerende distributionsnetværk, produktionsapparater samt stærke veludviklede brands.

Figur 4

Ølforbrug i liter pr indbygger				Vækst i 2006- 2008
Land \ År	2006	2007	2008	
Danmark	84	83	81	-3,57 %
Norge	54	52	59	9,26 %
Sverige	51	52	53	3,92 %
Finland	89	91	87	-2,25 %
Baltikum ⁷	90	89	89	-1,11 %
Storbritannien	92	91	87	-5,43 %
Tyskland	116	112	108	-6,90 %
Schweiz	57	57	62	8,77 %
Frankrig	33	31	31	-6,06 %
Italien	30	32	32	6,67 %
Grækenland	38	40 ⁸	42	10,53 %
Portugal	62	61	63	1,61 %
Polen	87	92	97	11,49 %
Sydøsteuropa	82	84	86	4,88 %
Samlet	965	967	977	1,24 %

Kilde: *The Brewers of Europe*⁹ samt Carlsberg årsrapporter 2006-2008

Som det fremgår af tabellen ovenfor er det Polen, Grækenland og Norge der har en stor fremgang i konsumering af øl, men det er små markeder i forhold til eksempelvis Tyskland og Storbritannien, der begge er gået betydeligt tilbage, der er regionens vigtigste markeder. Da Carlsberg i deres årsrapporter for 2007 og 2008 ikke opgør

⁴ Estland, Letland og Litauen

⁵ Bulgarien, Kroatien, Serbien

⁶ Carlsberg årsrapport side 30

⁷ Baltikum er opgjort efter Litauen alene, da det er det eneste af landene hvor data er tilgængeligt.

⁸ Det var ikke muligt at finde data for Grækenland for 2007, hvorfor der er lavet et gennemsnitligt estimat.

⁹ www.brewersofeurope.org

nettoomsætning pr. land er det desværre ikke muligt at lave en sammenligning på, hvorvidt Carlsbergs omsætning i de enkelte lande følger udviklingen.

Udviklingen i salgsvolumen i mio. hl øl samt nettoomsætning for Carlsberg er vist nedenfor i figur 5.

Figur 5

	2006	2007	2008
Salgsvolumen i mio. hl øl	28,2	44,4	51
Nettoomsætning i mia. kr.	27,3	32	37,1

Som det fremgår af tabellen ovenfor ser det umiddelbart ud til, at Carlsberg har øget ølsalget og nettoomsætningen betydelig mere end det generelle ølforbrug i regionen og derved øget markedsandelen betydeligt. Stigningen i ølsalget fra 2007 til 2008 inkluderer salgsvolumen og nettoomsætning fra de opkøbte aktiviteter i Frankrig, Grækenland og de baltiske lande, ved købet af S&N. Opgjort organisk faldt ølsalget i Vesteuropa 1,6 %, hvilket var på niveau med den generelle markedsudvikling og resulterede i gennemsnitlige markedsandele på højde med 2007¹⁰.

Østeuropa

I Østeuropa har Carlsberg fået fuld kontrol over BBH, efter opkøbet af dele af S&N og Østeuropa omfatter nu Rusland, Ukraine, Kasakhstan, Usbekistan, Belarus samt Aserbajdsjan. I Østeuropa er Rusland klart det største marked og det vigtigste for Carlsberg, idet Rusland står for 82 % af ølsalget i regionen og 85 % af nettoomsætningen.

Figur 6

Land \ År	Ølforbrug i liter pr indbygger			Vækst i 2006-2008
	2006	2007	2008	
Rusland	67	75	87	29,85 %
Ukraine	52	58	71	36,54 %
Kasakhstan	35	34	39	11,43 %
Usbekistan	n/a	11	8	-27,27 %
Belarus	n/a	n/a	50	n/a

¹⁰ Carlsberg årsrapport 2008, side 31

Aserbajdsjan	n/a	n/a	6	n/a
Samlet	154	178	261	46,63 %

Kilde: *The Brewers of Europe*¹¹ samt Carlsberg årsrapporter 2006-2008

Som det ses af ovenstående er der stadig stigende vækst i den østeuropæiske region, hvilket primært stammer fra Rusland og Ukraine. I begge lande har der været en fremgang i Carlsbergs markedsandele, som nu er på henholdsvis 38 % og 23,8 %, hvilket bl.a. skyldes øget effektivitet efter overtagelsen af S&N, hvorved Carlsberg fik fuld kontrol over BBH, og øget markedsføring.

Udviklingen i salgsvolumen i mio. hl øl samt nettoomsætning for Carlsberg er vist nedenfor i figur 7

Figur 7

	2006	2007	2008
Salgsvolumen i mio. hl øl	23,4	29,1	46,8
Nettoomsætning i mia. kr.	7,9	10,4	19,1

Som den fremgår af tabellen har Carlsberg oplevet en stor stigning i salgsvolumen og har øget sine markedsandele. Dette er ligeledes sket på de mindre markeder som f.eks. Usbekistan samt Kasakhstan hvor Carlsberg har erobret markedsandele og er bl.a. har det største bryggeri og stærkeste ølmærke i Usbekistan. Markedsandelen er nu på henholdsvis 47,9% i Kasakhstan og 38,7 % i Usbekistan. Til trods for at tabellen viser en markant stigning i Ukraine er udviklingen stagneret i slutningen af 2008, grundet den økonomiske udvikling, samt store oversvømmelser i landet¹².

Asien

Omfatter Malaysia, Singapore, Vietnam, Kina samt Indien og udgør ca. 6 % af Carlsbergs samlede omsætning. Dette marked har en stor fremtidig betydning, grundet enorme vækstmuligheder. Desuden er Carlsberg en ledende bryggerigruppe i Asien med en væsentlig position på en række markeder, ligesom Carlsberg – mærket er et af de største internationale ølmærker i regionen¹³.

¹¹ www.brewersofeurope.org

¹² Carlsberg årsrapport 2008, side 34

¹³ Carlsberg årsrapport 2008, side 38

Asien har i mange år været en interessant region for store udenlandske selskaber, pga. høj vækst, lave lønomkostninger og mange forbrugere. På ølmarkedet har man ligeledes set en fremgang, hvilket fremgår af nedenstående tabel 6:

Figur 8

Ølforbrug i liter pr indbygger				Vækst i
Land \ År	2006	2007	2008	2006-2008
Malaysia	5	5	5	0,00%
Singapore	16	19	18	12,50%
Vietnam	15	17	21	40,00%
Kina	25	29	32	28,00%
Indien	n/a	n/a	1	n/a
Samlet	61	70	77	26,23%

Kilde: Carlsberg årsrapporter 2006-2008

Fremgangen i Asien er størst i Vietnam og Kina, hvor Kina må betegnes som værende det mest attraktive marked i denne region. I Kina er Carlsberg primært repræsenteret i Vestkina, med en markedsandel på 59 %, hvor Vestkina tegner sig for 53 % af ølforbruget i Kina¹⁴.

Udviklingen i salgsvolumen i mio. hl øl samt nettoomsætning for Carlsberg er vist nedenfor:

Figur 9

	2006	2007	2008
Salgsvolumen i mio. hl øl	7,7	9,9	11,5
Nettoomsætning i mia. kr.	2,3	2,9	3,6

Ovenstående tabel viser at Carlsbergs afsætning i denne region er lav, men kraftigt stigende, hvilket følger forbruget i regionen. Der er en stigende tendens til ændring i forbrugeradfærden i de nyere markeder, hvor forbrugerne skifter spiritus ud med øl. Carlsberg har en stærk udgangsposition i denne region der regnes for den region med størst vækstpotentiale¹⁵.

¹⁴ Carlsberg årsrapport 2008, side 17

¹⁵ Carlsberg årsrapport 2008, side 38

Strategisk analyse

I dette kapitel vil der blive foretaget en strategisk analyse af Carlsberg, som i forbindelse med værdiansættelse vil blive benyttet til at identificere og analysere de faktorer der har indflydelse på Carlsbergs fremtidige indtjening samt udvikling og derved påvirker den endelige budgettering

Struktur-mæssigt vil den strategiske analyse indledningsvis omhandle en beskrivelsen omverdensanalyse, som udformes ved hjælp af PEST modellen hvorefter brancheforholdene for Carlsberg og virksomhedens konkurrenter vil blive analyseret ud fra Porters Five Competitive Forces. Endelig vil kapitlet indeholde en intern analyse af Carlsberg i form af en SWOT analyse, som samtidig benyttes som opsamlings værktøj på den strategiske analyse der slutteligt vil ende i en delkonklusion.

PEST-analyse

I det efterfølgende vil der blive foretaget en PEST-analyse, hvor de væsentligste faktorer fra omverdenen, der påvirker eller kan have signifikant indflydelse på Carlsberg gennemgås. I nedenstående tabel er de enkelte faktorer oplyst.

Figur 10

Politiske forhold <ul style="list-style-type: none"> • Skatter og afgifter • Miljøbeskyttelse • Konkurrencelovgivning • Anden lovgivning 	Økonomiske forhold <ul style="list-style-type: none"> • Konjunktur
Socialkulturelle forhold <ul style="list-style-type: none"> • Livsstil og forbrugsvaner 	Teknologiske forhold <ul style="list-style-type: none"> • Teknologisk udvikling

Politiske forhold

Skatter og afgifter

Selvom de fleste vesteuropæiske lande er medlem af EU, er moms og afgifter på øl og læskedrikke ikke harmoniseret. Ifølge tal fra bryggeribranchen har Sverige, Danmark, Finland og Storbritannien, alle markeder hvor Carlsberg er markedsleder,

nogen af de højeste afgifter i EU¹⁶. De høje afgifter påvirker salgspriserne, således at afgifterne kommer til at virke forbrugsregulerende.

En konsekvens af skat- og afgiftsforskelle markeder imellem er parallelimport og grænsehandel. Et eksempel herpå er, at Danmark, som fortsat har høje afgifter i forhold til andre EU lande og grænser op til Tyskland, der har en af de laveste øl- og sodavandsafgifter i EU. Dette kan ses ud fra at hver femte øl der drikkes i Danmark er importeret fra Tyskland¹⁷. For Carlsbergs vedkommende i Danmark formodes tabet dog at være begrænset, da 9 ud af 10 øl, der købes ved den dansk-tyske grænsehandel er produceret i Danmark.

Det forretningsområde, hvor parallelimport skader Carlsberg mest, er umiddelbart for læskedrikke produceret på licens fra Coca Cola. Her er Carlsberg stort set kun repræsenteret på det vesteuropæiske marked og er især stærkt positioneret i de nordiske lande, hvor afgiften er høj. Årsagen til, at Carlsberg er ramt hårdest på dette område skyldes, at parallelimporten kommer fra lande hvor Carlsberg ikke er repræsenteret. Bryggeriforeningen har estimeret, at der i 2006 er importeret ca. 20 mio. liter øl og sodavand illegalt i Danmark, mens grænsehandlen i 2006 tegner sig for henholdsvis 95 mio. liter øl og sodavand. Bryggeriforeningen melder ligeledes om at grænsehandlen såvel som parallelimporten de seneste år har været stabil og forventer den fortsat vil være det¹⁸.

Ovenfor er det primært afgifterne på det vesteuropæiske marked, er behandlet, men forholdene er de samme på de andre markeder. Godt nok er der ikke så høje afgifter i Østeuropa og Asien, men en afgiftsregulering har sandsynligvis større betydning på disse markeder, idet den gennemsnitlige disponible indkomst er lavere.

Generelt kan siges at en ændring i afgifter sandsynligvis vil på virke Carlsbergs salg på det pågældende marked. Samtidig kan udviklingen i afgifter på substituerbare produkter, såsom spiritus og vin også have en effekt på ølsalget

¹⁶ www.bryggeriforeningen.dk

¹⁷ www.bryggeriforeningen.dk , "Danskerne køber hver 5. øl og sodavand syd for grænsen eller illegalt"

¹⁸ www.bryggeriforeningen.dk , "Danskerne køber hver 5. øl og sodavand syd for grænsen eller illegalt"

Miljøbeskyttelse

Regler om miljøbeskyttelse har en effekt på de omkostninger, der er forbundet med produktion og salg af øl og læskedrikke. Miljøbeskyttelse kan primært fremkomme som en afgift på emballage eller krav om emballagens karakteristika. Miljøbeskyttelse i form af afgifter har til formål at adfærdsregulere salget af øl og læskedrikke af miljømæssige hensyn, bl.a. pga. stort forbrug af vand til produktion og benzin til distribution. Desuden er der bl.a. i Danmark et effektivt pantsystem på bl.a. ølflasker og dåser, der skal sikre, at emballagen bliver leveret retur til genbrug.

Konkurrencelovgivning

Konkurrencelovgivningen påvirker kun Carlsberg her nu på det nordiske marked, hvor Carlsberg har en meget høj markedsandel. Dette har indflydelse på Carlsbergs muligheder for at opnå vækst gennem akkvisitioner. Dette skyldes, at Carlsberg, der f.eks. i Danmark har en markedsandel på 63 %, ved en akkvisition af f.eks. Bryggerigruppen Royal Unibrew, mere eller mindre vil opnå monopol på markedet, hvilket de danske myndigheder aldrig vil tillade.

Anden lovgivning

Som det sidste påvirker staten indirekte forbruget af alkohol ved lovgivning der i forbindelse med kørsel kun tillader små mængder eller som f.eks. Schweiz og Sverige ingen alkohol for bilisten. Da alkohol oftest kombineres med festlige lejligheder, har mange lande en lovgivning om, at personer under en given alder ikke må få udskænket alkohol på beværtninger, hvilket begrænser det yngre segments muligheder for forbruge øl. Desuden er der aldersgrænse på hvor gammel man skal være for at kunne købe øl i detailhandelen, hvilket ligeledes kan begrænse forbruget af øl.

Økonomiske forhold

Konjunktur

Befolkningens disponible indkomst har begrænset påvirkning af ølsalget på det vesteuropæiske marked, mens det østeuropæiske og asiatiske marked påvirkes kraftigere. Dette skyldes bl.a. at den disponible indkomst er lavere i store dele af

Østeuropa og Asien og køb af øl derfor er mere mærkbart. Derudover er der endnu ikke skabt helt samme præferencer som på de vesteuropæiske markeder, hvorfor forbrugerne ved indkomstændring vil være mere tilbøjelig til at skifte til billigere ølmærker eller substituerende produkter.

For Carlsberg har den økonomiske udvikling, som den nuværende finanskriser, mindre betydning i forhold til mængden af ølforbrug. F.eks. forventes der stadig vækst i ølforbruget i henholdsvis Østeuropa og Asien, hvilket skyldes en stigende middelklasse samt stigende tendens til, at adoptere den vestlige øl-kultur¹⁹.

Den økonomiske udvikling har derimod stor indvirkning på Carlsbergs muligheder for udvidelse gennem akquisitioner, grundet finanskrisens store påvirkning af især banksektoren, hvilket kan gøre det sværere for Carlsberg at rejse den fornødne kapital.

Socialkulturelle forhold

Livsstil og forbrugsvaner

Ændringer i livsstil og forbrugsvaner hænger ofte sammen, da livsstilsændringer som oftest vil medføre, at forbrugeren omlægger sine forbrugsvaner. Som eksempel herpå kan nævnes, at efterspørgslen efter Carlsbergs produkter ville blive påvirket negativt, hvis en sund livsstil uden alkohol blev trendy i f.eks. Rusland.

For Carlsberg er de socialkulturelle forhold af høj betydning, da Carlsberg i høj grad kan udnytte nye forbrugertrends og kulturelle begivenheder, kommercielt.

Forbrugernes adfærd skifter over tid i takt med at det øvrige samfund ændrer sig.

Ændringer i forbrugsvaner er noget Carlsberg skal være yderst opmærksom på, for

at tilpasse sin markedsføringsstrategi. Et eksempel hvor Carlsberg forfejlede sin opfattelse af forbrugertrenden, var i sommeren 2004, hvor man på det danske

marked lancerede en nydesignet flaske uden ændring af indholdet. Strategien var

baseret på, at forbrugerne ville betale en merpris for det samme produkt i nyt design.

Den nye flaske fik desuden designet nye kasser, til stor gene for mange barer og

¹⁹ Business Insight, "Future trends in beer and wine"

cafeer, da den ny kasse ikke passede ind i køleanlægget. Flasken blev en stor fiasko for Carlsberg og er i dag stort set afviklet. Langt mere fornuftigt var det, da Carlsberg åbnede bryggeriet, Jacobsen i 2005, som udelukkende producerer specialøl med høj kvalitet, for at tilbyde et godt produkt til det relative nye og voksende segment²⁰.

Teknologiske forhold

Udvikling

Som produkt bliver øl formentlig aldrig forældet, men det gør metoderne til forarbejdning og produktion. Produktion af øl var tidligere et manuelt håndværk, men er nu blevet et næsten fuldt ud automatiseret industrielt masseproduceret produkt. De fleste store bryggeriers omkostningsminimeringsstrategi, er baseret på nøje at følge med i den teknologiske udvikling, for at minimere den gennemsnitlige stk. pris pr. producerede liter øl. Heri er elementerne kogekar, renseanlæg, logistikken og it vigtige teknologiske forhold. Carlsberg har eksempelvis moderniseret sit bryggeri i Fredericia, således at bryggeriet nu er i stand til, at forsyne hele det danske marked samt eksport til blandt andet Tyskland, hvilket har medført at det historiske bryggeri i Valby er lukket²¹.

Sammenfatning af PEST – analyse

PEST-analysen har vist, at de politiske, økonomiske, socialkulturelle og teknologiske forhold alle har betydning for Carlsbergs ageren på ølmarkedet. Carlsberg vil få store udfordringer i de kommende år, idet den politiske bevågenhed, i især Vesteuropa, på sundhed kan medføre restriktioner på alkohol. Desuden opleves der i Vesteuropa en stigende ændring i forbrugeradfærden, hvilket Carlsberg ligeledes skal forholde sig til i fremtiden.

Desuden skal Carlsberg forholde sig til den nuværende finanskrisen, da det er umuligt, at spå om hvornår krisen vender. Det er ligeledes svært for Carlsberg, at vide hvor

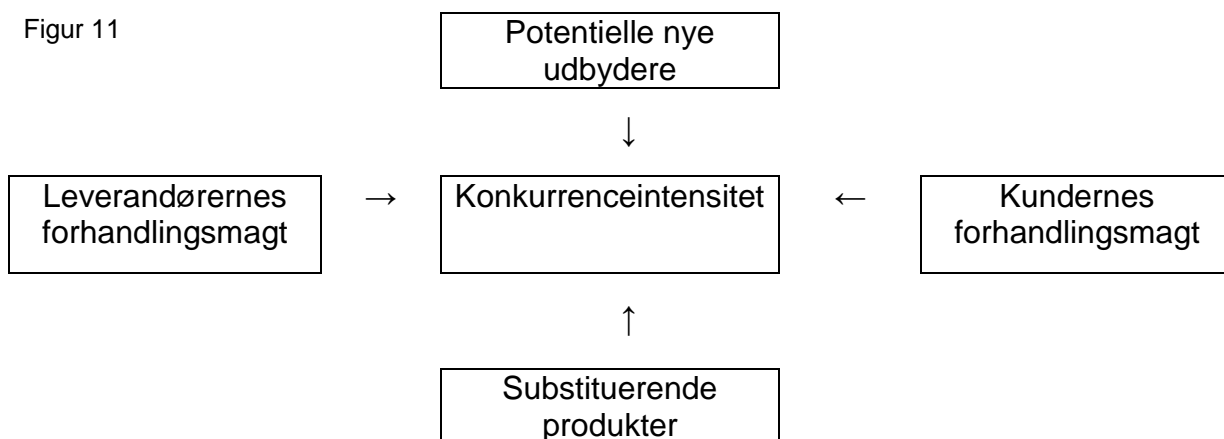
²⁰ www.carlsberg.dk

²¹ www.carlsberg.com

stor en effekt finanskrisen kan få på det fremtidige ølforbrug. Som det ser ud nu er påvirkningen af lille betydning.

Brancheforhold

I dette afsnit vil der blive foretaget en analyse af de brancher hvor Dong Energy er repræsenteret gennem Porters Five Forces modellen. Modellen anvendes til beskrivelse af de specifikke brancheforhold, der påvirker energibranchen og til brug for fastlæggelse af konkurrenceintensiteten i branchen. Michael Porter postulerer, at en branches vækst og indtjeningsmuligheder afhænger af 5 forhold²². Modellen er vist i nedenstående figur:



Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandører til ølbranchen er primært landbruget, da ingredienserne for at brygge øl er malt, humle, vand, alkohol og gær. Ingredienserne har i visse tilfælde et lokalt præg, da man f.eks. typisk tilsætter ris i Kina og majs i vesteuropæiske lande. En global aktør som Carlsberg, har mulighed for at handle på råvarebørser i hele verdenen, og er derfor ligeledes påvirket af en god rishøst i Kina, såvel som en succesfuld høst af byg i eksempelvis Danmark.

De fleste bryggerier handler deres råvarer på det pågældende lands råvarebørs. Dermed har branchen mulighed for at diversificere sin risiko, ved at handle futures,

²² Michael E. Porter: "Competitive Strategy", kapitel 1

forward kontrakter og andre derivater, som har til formål at afdække pris- og leveringsrisici. Leverandørernes forhandlingsstyrke afhænger i høj grad af det nuværende udbud og efterspørgsel. Det er til bryggeriernes fordel at råvare har en relativ kort holdbarhedsdato, og den enkelte landmand, skal afsætte sine afgrøder inden en given dato, hvorfor landmændene har incitament til, at indgå leveringsaftaler på forhånd.

Carlsberg har valgt at sikre leverancen af deres vigtigste råvare gennem det 100% ejede datterselskab Danish Malting Group. Denne strategi bevirker, at styrkeforholdet mellem Carlsberg og leverandør elimineres betragteligt. Det vurderes derfor, at leverandørernes forhandlingsstyrke overfor Carlsberg er lille.

Kundernes forhandlingsstyrke

Carlsberg handler ikke direkte med slutbrugeren, men er minimum et led forinden. Carlsbergs kunder er primært detailhandlen, restaurationsbranchen og underholdningsindustrien. Underholdningsindustrien defineres som koncerter, sportsarrangementer og midlertidige forlystelsesparker, som f.eks. festivaler.

Detailhandlen består typisk af få meget store kunder, grundet en øget konsolidering af supermarkederne. Grundet størrelsen af den enkelte aktør har detailbranchen forudsætningerne for en god forhandlerposition overfor Carlsberg. Derudover har detailhandlen øget udvalget af ølmærker gennem de seneste år, og med en skiftende forbrugeradfærd, jf. afsnittet om socialkulturelle forhold, øger dette konkurrencen mellem ølproducenterne, hvilket styrker kundernes forhandlingsstyrke. Omvendt har Carlsberg-mærket en høj præference i f.eks. Danmark, hvilket medfører at detailhandlen skal have Carlsbergs øl i deres sortiment grundet slutkundernes præferencer.

Underholdningsindustriens forhandlingsmagt er uigennemskuelig, da mange koncerter, sportsarrangementer og øvrige events typisk har deres øl-leverandør som sponsor for det pågældende arrangement. Dermed bliver afhængighedsforholdet gensidigt, da man ved udskiftning af øl-leverandør også mister en sponsor.

I restaurationsbranchen er Carlsberg utvivlsomt den stærke part på de markeder, hvor man er en dominerende spiller. Eksempelvis har mange restauratører været nødsaget til at vælge Carlsberg, da kunderne efterspurgte et af Carlsbergs brands. Derved har restauratøren sværere ved at vælge et lavpris bryggeri som leverandør. Endvidere ser man samme type gensidigt afhængighedsforhold, som hos underholdningsbranchen, ved at Carlsberg, ligesom de øvrige leverandører, stiller fadølsanlæg og køleskabe til rådighed. Man henter gerne de tomme ølkasser, for at erstatte dem med fyldte osv. Carlsberg tilbyder deres kunder en større pakke end blot øl for, at skabe kundeloyalitet.

På markeder, hvor Carlsberg er knap så dominerende, er Carlsberg den svage part, der skal forsøge, at komme ind på markedet. Her har man to muligheder, hvor den ene er at kunden øger sit udbud af fadøl og/eller ølflasker til også at omfatte Carlsbergs mærker. Eller at kunderne dropper en eksisterende udbyder. At kunder udvider sit sortiment ses eksempelvis i England, hvor pubberne med den fornødne kapacitet har mange forskellige mærker.

Sammenfattende er det de store bryggerier, der har den stærkeste forhandlerposition, da man har et differentieret produkt og typisk et eller flere stærke brands, som slutkunderne efterspørger.

Adgangsbarrierer

Generelt har branchen høje faste omkostninger ved etablering og vedligeholdelse af et moderne bryggeri. Derfor er det som aktør vigtigt, at have en relativ høj afsætningsvolumen, da man kan opnå stordriftsfordele ved produktion, administration og distribution. For en ny spiller kræver den en betydelig investering i et produktionsapparat. Arbejdskraftens størrelse varierer for det enkelte bryggeri, da det afhænger af, hvor automatiseret bryggeriet er. Udover produktion er logistik en væsentlig faktor, da de høje kapacitetsomkostninger gør, at bryggeriet opnår en væsentlig lavere omkostning pr. produceret liter øl ved høj kapacitetsudnyttelse, da især lageromkostninger og til dels transportomkostninger er tilnærmelsesvis konstante på kort sigt. Derfor skal bryggerierne undgå at transportere halvfylde

lastbiler og inaktive chauffører der har perioder hvor de ikke kører pga. manglende efterspørgsel.

De eksisterende distributionskanaler såsom supermarkedskæder, restaurationsbranchen og underholdningsindustrien har typisk indgået aftaler med bryggeriet om fast levering. Mange bryggerier forsøger, at skabe kundeloyalitet ved f.eks. foræring af merchandise, koncertbilletter, opstille fadølsanlæg og køleskabe med logo. Denne form for netværk og kundeloyalitet har nye aktører ikke. Ligeledes har nye aktører heller ikke veludviklede brands, som er skabt gennem en mangeårig markedsføringsindsats.

På det vesteuropæiske marked er det lykkedes for en ny type aktører, som de eksisterende bryggerier ikke hidtil har betragtet som en væsentlig konkurrent, at erobre markedsandele ved, at udnytte et nyfundet nichemarked, nemlig de såkaldte microbryggerier. Carlsberg har dog besvaret konkurrencen fra microbryggerierne, ved at åbne det nye bryggeri, Jacobsen, som primært producerer specialøl.

På baggrund af omkostningerne og tidsforbruget, for at blive en reel konkurrent, er truslen for nye aktører, der kan skade Carlsbergs konkurrenceevne signifikant, meget lille. Den største trussel er eksisterende aktører, der forsøger at gøre indtog på markeder, hvor der er relativ få udbydere.

Substituerende produkter

Generelt har øl mange substituerende produkter, da det er en drikkevare. Dels findes der utallige former for drikkevarer der indeholder alkohol, som kan bruges i samme anledninger som øl, og endelig er der mange drikkevarer uden tilsætning af alkohol, f.eks. kaffe, the, sodavand, juice, mælk, vand mm. En opdeling af begivenheder er relevant i forbindelse med substitutterne til øl. Overordnet er der tre kategorier af begivenheder, hvor størstedelen af øl indtages. Næmlig i forbindelse med:

- Sociale begivenheder: private fester, middage o. lign.
- Kommercielle arrangementer: koncerter, sportsbegivenheder, events
- Beværtninger med alkoholbevilling: besøg på barer, pubber, værtshuse, restauranter mm.

De største substitutter for øl er stærkere former for alkohol, spiritus og vin. Afhængig af landets kultur og tradition, har øl forskellige markedsvilkår. Eksempelvis er det sjældent at man får vodka serveret på en finere restaurant i Danmark, hvorimod det er en tradition i Rusland.

I forbindelse med mad, hvor drikkevarer serveres som tilbehør, er vin den største substitut, hvor det f.eks. er en del af den franske kultur, at der drikkes vin til aftensmaden. Udover de kulturelle omstændigheder, er de sociale normer ligeledes af stor betydning, idet vi i mange lande er forbundet med højere social status end øl.

I den sidste gruppe er kaffe og the en særskilt gruppe der kan udgøre en væsentlig substitut. Mange lande i det vestlige Europa har befolkningsgrupper, hvor det er en del af kulturen, at man efter endt arbejdsdag går på den lokale beværtning for, at nyde socialt samvær mens man drikker en øl. Et eksempel på en modgruppe, er segmentet som i højre grad foretrækker cafe-miljøet, hvor man primært nyder kaffe og the.

Endelig er sundhed og velvære på mode i den vestlige verden, hvor man ser flere og flere overvægtige mennesker. Derfor har mange lands regeringer taget forskellige initiativer for, at fremme befolkningens sundhed. I Danmark er der eksempelvis

kampagner fra sundhedsstyrelsen om, at man aldrig skal indtage mere end 5 genstande på samme aften, eller flere end 21 eller 14 genstande, for henholdsvis mænd og kvinder, om ugen. Bryggeriernes produkter øger ved højt jævnlige forbrug risikoen for alkoholisme (øl) og fedme (sodavand), til skade for samfundet, både socialt og økonomisk. Sammenfattende er sundhedsbølgen en indirekte substitut, der kan medføre et øget forbrug af direkte nonalkohol substitutter, såsom vand, kaffe og the.

Truslen fra substituerende produkter til øl er mange, men til gengæld er ølmarkedet enormt. Truslen om at alternative produkter er i stand til, at erstatte øl er urealistisk. Dog bør bryggerierne, både på kort og længere sigt, fastholde sit produkts position, som det foretrak i forbindelse med mad, sportsevents, koncerter mm. Lykkedes dette er truslen fra substituerende produkter meget lille.

Konkurrencesituationen i branchen

Overordnet set vurderes det, at konkurrenceintensiteten er middel. Det skyldes, at der på de største markeder er få store globale udbydere, som kan udnytte stordriftsfordele, har veludviklede brands og et etableret distributionsnetværk.

Vesteuropa har en høj konkurrenceintensitet, idet markedet er kendetegnet ved stagnerende vækst, ligeværdige konkurrenter, hvorfor konkurrencen består i, at tage markedsandele fra konkurrenterne, hvilket typisk er omkostningstungt.

Det østeuropæiske marked er præget af en mindre konkurrenceintensitet end det vesteuropæiske, da markedet fortsat er i vækst, hvor de store internationale bryggerier er ved at etablere sig på markedet.

Det asiatiske marked er det med den laveste konkurrenceintensitet. Markedet er i vækst, men stadig tidligt i modningsfasen. De store globale bryggerier er begyndt at investere i dette marked, hvilket indikerer at konkurrenceintensiteten de kommende år vil nærme sig det østeuropæiske marked.

Overordnet set er det desuden lykkedes de store udbydere at holde nye truende udbydere ude fra markedet, blandt andet pga. høje etableringsomkostninger. Dog er det lykkedes for microbryggerierne, at tage markedsandel ved at tilbyde specialøl til et mindre segment. Endvidere truer de mange substituerende produkter ølbranchen, hvis ikke denne formår på længere sigt at reagere på denne trussel. Her har bryggerierne en udfordring med, at konkurrere mod cage miljøet, hvor der primært udbydes kaffe og the.

Delkonklusion Strategisk analyse

Den strategiske analyse har haft til formål, at identificere styrker, svagheder, muligheder og trusler for Carlsberg. I det efterfølgende er foretaget opsummering af den strategiske analyse gennem en SWOT analyse som skal give et indblik i Carlsbergs styrkeprofil. Elementerne er opstillet i nedenstående figur:

Figur 12

Styrker	Svagheder
<ul style="list-style-type: none">• Stærkt brand• Udnyttelse af stordriftsfordele	<ul style="list-style-type: none">• Kraftig konkurrenceintensitet• Finanskriser
Muligheder	Trusler
<ul style="list-style-type: none">• Vækstmarkederne i Østeuropa og Asien• Politiske faktorer	<ul style="list-style-type: none">• Politiske faktorer

Styrker

Carlsberg har gennem mange års intensiveret markedsføringsstrategi, skabt et stærkt brand, i bl.a. Carlsberg og Tuborg mærket, gennem bl.a. sponsorater til f.eks. FC København og Liverpool FC samt EM 2008. Carlsberg har ligeledes gennem opkøb fået yderligere stærke mærker i porteføljen som f.eks. Carlsberg Chill i Kina, Baltika i Østeuropa samt 1664, der som Carlsberg og Tuborg mærkerne er et internationalt mærke.

Carlsberg har oprettet egne excellence programmer, med det formål at øge effektiviteten i organisationen. Carlsbergs seneste tiltag for at øge effektiviteten

yderligere og derigennem opnå endnu bedre stordriftsfordele, er ved åbningen af det nye bryggeri i Fredericia. Bryggeriet er ved fuld kapacitetsudnyttelse i stand til, at producere nok øl til at forsyne Skandinavien.

Svagheder

Konkurrenceintensiteten på det vesteuropæiske marked er meget høj, hvilket gør det svært for Carlsberg at øge sine markedsandele gennem organisk vækst. Dette skyldes at der er flere store bryggerier i denne region, som ligeledes er kendetegnet ved stærke brands og stordriftsfordele. Derfor ligger de største vækstmuligheder i Vesteuropa i at stjæle markedsandele fra konkurrenterne eller opkøbe dem.

Begge dele er omkostningstungt, hvorfor finanskrisen her er listet som en svaghed. Finanskrisen har ikke umiddelbart påvirket det globale ølforbrug. Men der hvor finanskrisen sætter sine spor, da bankerne gennem det sidste år har været mindre villige til at låne penge ud og samtidig hævet deres rentemarginaler betydeligt. Begge dele gør det henholdsvis sværere og dyrere for Carlsberg at skulle låne penge i fremtiden.

Muligheder

For Carlsberg er der store muligheder i vækstmarkederne i Østeuropa og Asien, hvor de primære markeder er henholdsvis Rusland og Vestkina. Der er forventninger til, at der fortsat vil være vækst i disse regioner til trods for den globale finanskrisen.

Derudover har Carlsberg styrket sin position i Rusland yderligere gennem akkvisitionen af S&N sammen med Heineken, hvilket har givet Carlsberg fuldt ejerskab over BBH, der bl.a. har Baltika mærket i sit sortiment, hvilket er meget populært i Østeuropa.

Desuden er der opsejling til en meget langsigtet forbrugeradfærdsændring i bl.a. Rusland, der er med til at styrke forventningen om høje vækstrater. Det fremgår f.eks. af en rapport fra Business Insights, jf. afsnittet om budgettering af nettoomsætning, at den russiske regering ønsker at befolkningen skal skifte vodkaen ud med bl.a. øl, da det indeholder mindre alkohol.

Trusler

De politiske faktorer er en trussel for Carlsberg på det vesteuropæiske marked. Grunden hertil er, at der både fra forbrugernes såvel som politikernes side, er kommet betydeligt større fokus på sundhed. Da regulært ølforbrug kan medvirke til øget fedme hos befolkningen, giver det ligeledes et øget fokus hos politikere, der gennem lovgivning vil forsøge at påvirke forbrugeradfærden i retning væk fra alkohol. Dog kan det konkluderes, at selvom der kommer stadig flere lovgivningsmæssige tiltag samt øgede afgifter på alkohol, har dette mindre indvirkning på Carlsbergs fremtidige afsætning.

Regnskabsanalyse

I dette kapitel foretages en regnskabsanalyse med udgangspunkt i koncernens årsrapporter fra 2004 – 2008. Regnskabsanalysen har til formål, at kunne vurdere udviklingen i Carlsbergs finansielle præstationer, og det vurderes at en periode på 5 år, vil være tilstrækkelig for at give et retvisende billede af Carlsbergs udvikling og vil sammen med bl.a. den strategiske analyse danne grundlag for budgetteringen til værdiansættelsen.

Revisionspåtegning

Revisionspåtegningen fra selskabets revisorer er afgivet uden forbehold eller supplerende for alle årene i analyseperioden. Dette indikerer, at periodens årsrapporter giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling samt af koncernens aktiviteter og pengestrømme i overensstemmelse med IRFS. At årsrapporterne er forsynet med en revisorpåtegning uden forbehold betyder endvidere, at selskabet opfylder going concern forudsætningen. Dette betyder, at selskabet forventes, at fortsætte driften og at selskabet desuden er i stand til at opfylde sine betalingsforpligtelser, når de forfalder til betaling i mindst et år frem.

Revisorerne har ikke afgivet nogen supplerende oplysninger, hvilket indikerer, at ledelsen handler indenfor lovens retningslinjer og samtidig giver påtegningen en vis grad af sikkerhed for, at den oplyste regnskabspraksis bliver overholdt.

Revisionspåtegningerne vil således ikke give anledning til yderligere korrektioner eller specielle forhold.

Reformulering af regnskab

I det efterfølgende er Carlsbergs resultatopgørelse og balance opstillet reformuleret til analytisk brug. De væsentligste af posterne vil derefter blive yderligere gennemgået.

Figur 13

Reformuleret Resultatopgørelse						
Note	DKK mio.	2004	2005	2006	2007	2008
	Nettoomsætning	36.284	38.047	41.083	44.750	59.944
		-	-	-	-	-
1	Produktionsomkostninger	16.461	17.213	18.420	20.776	28.736
	Bruttoresultat	19.823	20.834	22.663	23.974	31.208
		-	-	-	-	-
1	Salgs og distributionsomkostninger	12.043	12.578	13.256	13.621	16.775
1	Administrationsomkostninger	-2.408	-2.585	-2.724	-2.817	-3.632
1	Andre Driftsindtægter, netto	627	620	469	588	1.060
2	Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	210	232	85	101	81
3	Særlige poster	-598	-386	-48	-421	-1.641
	Indtjeningsbidraget (EBITDA)	5.611	6.137	7.189	7.804	10.301
1	Af- og nedskrivninger	-2.808	-3.005	-3.303	-2.969	-3.963
	Resultat af primær drift (EBIT)	2.803	3.132	3.886	4.835	6.338
4	Skat af resultat af primær drift	-650	-861	-1.100	-1.388	710
	Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	2.153	2.271	2.786	3.447	7.048
	Finansielle indtægter	666	548	725	651	1310
	Finansielle omkostninger	-1818	-1788	-1582	-1852	-4766
4	Skat af finansielle poster	268	340	242	350	-386
	Koncernresultat	1.269	1.371	2.171	2.596	3.206
	Minoritetsinteresser	-169	-261	-287	-299	-575
	Årets resultat	1.100	1.110	1.884	2.297	2.631

Kilde: Egen tilvirkning af Carlsbergs årsrapporter 2004-2008

Figur 14

Reformuleret Balance						
Aktiver						
Note	DKK mio.	2004	2005	2006	2007	2008
	Immaterielle aktiver	19.489	20.672	21.279	21.205	84.678
	Materielle aktiver	20.435	20.355	20.367	22.109	34.043
	Kapitalandel i associerede virksomheder	1.750	1.105	579	622	2.224
	Udskudte skatteaktiver	867	1.005	822	733	1.254
	Anlægsaktiver i alt	42.541	43.137	43.047	44.669	122.199
	Varebeholdninger	2.883	2.866	3.220	3.818	5.317
5	Tilgodehavender fra salg og servicetjenester	5.577	5.417	5.437	5.756	5.724
	Tilgodehavender skat	82	132	84	62	262
	Periodeafgrænsningsposter	610	587	917	950	1.211
	Hensatte forpligtelser i alt	-6.153	-6.382	-6.408	-6.350	-15.224
	Leverandørgæld	-4.074	-4.513	-5.147	-5.833	-7.993
	Selskabsskat	-710	-720	-187	-197	-279
	Anden gæld	-4.886	-5.174	-4.856	-5.611	-9.905
	Arbejdskapital, netto	-6.671	-7.787	-6.940	-7.405	-20.887
	Investeret kapital	35.870	35.350	36.107	37.264	101.312
Passiver						
Note	DKK mio.	2004	2005	2006	2007	2008
	Egenkapital for aktionærer i Carlsberg A/S	15.084	17.968	17.597	18.621	55.521
	Minoritetsinteresser	1.708	1.528	1.390	1.323	5.230
	Koncernegenkapital	16.792	19.496	18.987	19.944	60.751
	Langfristede gældsforpligtelser i alt	21.726	17.830	16.295	19.405	43.493
	Kreditinstitutter	3.357	8.213	6.556	3.869	5.291
2	Tilgodehavende fra associerede virksomheder	-555	-209	-221	-28	-6
5	Andre tilgodehavender, finansielle anlægsaktiver	-2.818	-4.603	-2.734	-3.486	-5.441
	Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	0	10	1	0	368
	Aktiver bestemt for salg	-279	-328	-109	-34	-162
	Værdipapirer og likvider	-2.353	-5.059	-2.668	-2.406	-2.982
	Nettorentebærende gæld	19.078	15.854	17.120	17.320	40.561
	Investeret kapital	35.870	35.350	36.107	37.264	101.312

Kilde: Egen tilvirkning af Carlsbergs årsrapporter 2004-2008

Note 1 Af - og nedskrivninger

I Carlsbergs årsrapporter er af - og nedskrivninger fordelt på de enkelte funktioner.

De er i noterne specificeret på de enkelte funktioner således:

Figur 15

Afskrivninger	2004	2005	2006	2007	2008
Produktionsomkostninger	1.604	1.666	1.731	1.647	2.512
Salgs og distributionsomkostninger	790	754	917	907	817
Administrationsomkostninger	399	376	341	306	302
Andre driftsindtægter, netto	15	209	202	103	332
Særlige poster	-	-	112	6	-
Afskrivninger i alt	2.808	3.005	3.303	2.969	3.963

Kilde: Egen tilvirkning af Carlsbergs årsrapporter 2004-2008

Note 2 Associerede virksomheder

Ud fra Carlsbergs koncernoversigt synes de fleste af de associerede virksomheder, at vedrøre bryggerirelaterede aktiviteter, hvorfor kapitalandele i associerede virksomheder samt afkastet herfra er klassificeret som en del af driften. Det fremgår ikke af Carlsbergs årsrapport, hvorvidt tilgodehavender hos associerede virksomheder er af driftsmæssig eller finansiell karakter. Da posten udgør en lille del af Carlsbergs samlede balancesum, bibeholdes placeringen som et finansielt aktiv.

Note 3 Særlige poster

Særlige poster varierer beløbsmæssigt betydeligt over tid. I f.eks. 2006 udgjorde særlige poster 48 mio. kr. mens det i 2008 udgjorde 1.641 mio. kr. Som det fremgår af anvendt regnskabspraksis omfatter særlige poster indtægter og omkostninger der har særlig karakter i forhold til gruppens indtjeningsskabende driftsaktiviteter. Endvidere indeholder særlige poster andre væsentlige beløb af engangskaraktter, såsom nedskrivninger af goodwill og gevinster ved frasalg af aktiviteter. Det vurderes derfor, at det må forventes, at der jævnligt vil være behov for at tilpasse organisationen, restrukturere visse del af koncernen osv., hvorfor særlige poster bibeholdes som en del af den primære drift.

Note 4 Selskabsskat

I Carlsbergs årsregnskab er selskabsskatten vist som en samlet post.

Selskabsskatten dækker over effekten af både driftsmæssige og finansielle indtægter og omkostninger. I noten for selskabsskat er det ikke givet oplysninger der kan hjælpe til fordeling af selskabsskatten. Der er derfor foretaget et estimat af den skat der hviler på henholdsvis driftsresultatet og nettofinansieringsomkostningerne. Dette skøn er foretaget med udgangspunkt i Carlsbergs effektive skattesats, som er vist i nedenstående tabel.

Figur 16

	2004	2005	2006	2007	2008
Årets effektive skatteprocent	23,20 %	27,50 %	28,30 %	28,70 %	-11,20 %

Kilde: Carlsbergs årsrapporter 2004-2008, note om selskabsskat

Note 5 Tilgodehavender

Tilgodehavender er i noten i Carlsbergs årsregnskab, opdelt primært i tilgodehavender fra salg og serviceydelse, hvilket er direkte henført til driften.

Derudover er primære tilgodehavende udlån til hovedsagligt restaurationsbranchen, hvilket klassificeres som finansielt aktiv.

Nøgletalsanalyse

I dette afsnit vil der blive foretaget en kort rentabilitetsanalyse, da måling af rentabiliteten anses for at være en vigtig del af regnskabsanalysen. En god rentabilitet er vigtig for en virksomheds fremtidige overlevelse og signalerer økonomisk sundhed og styrker endvidere mulighederne for gode samarbejdsaftaler med såvel kunder som leverandører. Derefter vil der være en kort analyse af egenkapitalens forrentning

Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i følgende nøgletal

- Afkastningsgrad
- Overskudsgrad
- Omsætningshastighed

Ovenstående nøgletal er alle beregnet ud fra reformuleret resultatopgørelse og balance og er vist i følgende tabel.

Figur 17

Nøgletal	2004	2005	2006	2007	2008
Afkastningsgrad	6,00 %	6,42 %	7,72 %	9,25 %	6,96 %
Overskudsgrad	5,93 %	5,97 %	6,78 %	7,70 %	11,76 %
Omsætningshastighed	1,01	1,08	1,14	1,20	0,59

Kilde: Egen tilvirkning

Afkastningsgrad

Afkastningsgraden er det overordnede rentabilitetsmål for driften, der er et udtryk for forrentningen af den investerede kapital i procent. Afkastningsgraden er defineret ud fra følgende formel²³:

$$\text{Afkastningsgrad}(AG) = \frac{\text{Resultat af primær drift}}{\text{Investeret kapital}}$$

Ved beregningen tages der udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse og balance, jf. tidligere afsnit. Det skal hertil bemærkes at der benyttes gennemsnitstal for investeret kapital og beregningsmetoden forudsætter, at der sker en jævn udvikling i investeret kapital henover året. Som det kan ses af tabellen har Carlsberg en jævnt stigende afkastningsgrad, med undtagelse af 2008, hvor den falder knap 25 %. Dette er et udtryk for støj ved beregningsmetoden, der er opstået ved akquisitionen af S&N. For yderligere at kunne forklare faldet i afkastningsgraden i 2008 kan denne dekomponeres i henholdsvis overskudsgrad og omsætningshastighed.

²³ C. V. Petersen og T. Plenborg "Regnskabsanalyse for beslutningstagere", side 150

Overskudsgrad

Afkastningsgraden udtrykker virksomhedens forrentning af den investerede kapital. Nøgletallet er imidlertid ikke i stand til at forklare udviklingstendenser i rentabiliteten, hvor rentabiliteten er stigende over det meste af perioden. Tendenserne analyseres gennem overskudsgrad og omsætningshastighed, hvor overskudsgraden defineres ud fra følgende formel²⁴:

$$\text{Overskudsgrad} = \frac{\text{Resultat af primær drift efter skat}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Overskudsgraden beskriver indtægts-/omkostningsforholdet og er et udtryk for driftsresultatet pr. omsat krone. Carlsbergs overskudsgrad er stabilt stigende for det meste af perioden, med undtagelse af 2008, hvor der indtræffer en stor stigning. Dette er umiddelbart et udtryk for at Carlsberg i forbindelse med akkvisitionen af S&N i 2008 har øget det driftsmæssige overskud, hvilket kunne tyde på synergieffekter i driften.

Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden er et udtryk for virksomhedens kapitalbinding og udtrykker virksomhedens evne til at tilpasse investeret kapital til et givet niveau for omsætningen. Omsætningshastigheden for investeret kapital defineres ud fra følgende formel²⁵:

$$\text{Omsætningshastighed} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Investeret kapital}}$$

Carlsbergs omsætningshastighed er stødt stigende frem til 2007, hvilket betyder at investeringsbehovet er faldende for at opretholde samme niveau af nettoomsætning. I 2008 er der et kraftigt fald i omsætningshastigheden, hvilket er et udtryk for hvor investeringstungt det har været for Carlsberg at overtage S&N. Desuden fortæller omsætningshastigheden at det er nye investeringer der har påvirket til faldet i afkastningsgraden.

²⁴ C. V. Petersen og T. Plenborg "Regnskabsanalyse for beslutningstagere", side 164

²⁵ C. V. Petersen og T. Plenborg "Regnskabsanalyse for beslutningstagere", side 165

Overordnet set for udviklingen i Carlsbergs nøgletal er der en grov spring af den ændring der forventes i forbrugeradfærden, jf. tidligere afsnit. Dette skyldes at den lave omsætnings hastighed og høje overskudsgrad er et udtryk for at branchen bevæger sig i retning af at være investeringstung og give højere profitmargin. Dette understøttes af at forbrugerne i stigende grad efterspørger de lidt dyrere specialøl. Dette er som nævnt en grov udledning da det er svært at udlede på baggrund af et år.

Egenkapitalens forrentning

I analysen af Carlsbergs rentabilitet blev der taget udgangspunkt i AG, der er et udtryk for den forrentning, som Carlsberg er i stand til at skabe på den investerede kapital. Den investerede kapital dækker imidlertid over forskellige kapitaltyper, hvilket typisk er egenkapital og fremmedkapital. Aktionærene aflønnes først når renter og afdrag på fremmedkapitalen er betalt. Forrentningen af egenkapitalen bliver derved mere usikker, hvilket gør investeringen i virksomheden mere risikofyldt for aktionæren end for fremmedkapitalindskyderen.

Fra aktionærens synspunkt skal man kun inddrage fremmedkapital i virksomheden, såfremt man kan forrente fremmedkapitalen, med en højere rente end lånerenten. Har virksomheden f.eks. en afkastningsgrad der overstiger lånerenten (også kaldet SPREAD), tjener virksomheden på fremmedkapitalen og er derved i stand til at genere en forrentning af egenkapitalen der overstiger afkastningsgraden, ved hjælp af finansiel gearing.

Figur 18

Nøgletal	2004	2005	2006	2007	2008
Afkastningsgrad	6,00%	6,42%	7,72%	9,25%	6,96%
Egenkapitalforrentning	7,56%	7,03%	11,43%	13,02%	5,28%
Spread	1,37 %	0,75 %	4,12 %	4,34 %	-2,52 %
Finansiel gearing	1,136	0,813	0,902	0,868	0,668

Kilde: Egen tilvirkning

Egenkapitalens forrentning for Carlsberg er meget svingende. Der er stigende tendenser i perioden frem til 2007, med et enkelt lille dyk i 2005. Efter et fald i 2005

er kapitalstrukturen forholdsvis stabil i frem til 2007, hvor der samtidig er en stigning i spreaded, hvilket indikerer at Carlsberg bliver bedre til at profitere på fremmekapitalen. I 2008 taber Carlsberg penge på fremmedkapitalen. Der har i året 2008 været betydelige investeringer der delvist er finansieret gennem en aktieemission, hvilket kan ses ud af faldet i den finansielle gearing. Samtidig kan den negative spread, som indikerer højere låneomkostninger i forhold til afkastningsgraden som ligeledes er faldet for 2008, underbygge formodningen om at prisen på fremmedkapital har været stigende grundet tidligere omtalt global finanskriser.

Delkonklusion regnskabsanalyse

Det kan konkluderes at Carlsberg er at betragte som en rentabel virksomhed, der er i stand til at udnytte stordriftsfordele, hvilket kommer til udtryk gennem stigende overskudsgrad. Derudover giver omsætningshastigheden indtrykket af at det kræver større investeringer at opretholde nettoomsætningen. Dette understøttes af den høje konkurrenceintensitet der er gældende på især det vesteuropæiske marked, hvor det er stadig mere omkostningstungt i form af opkøb eller øget markedsføring for at øge markedsandele og derved omsætningen.

Det kan ligeledes konkluderes at Carlsberg har været gennem en periode med stigende forrentning på egenkapitalen. Samtidig har Carlsberg været i stand til at øge spreaded, hvilket er et udtryk for at Carlsberg er blevet bedre til at profitere på fremmedkapitalen. Dette er dog ændret for 2008 hvor det vurderes at det er en effekt af de høje investeringer i forbindelse med overtagelsen af S&N, der delvist blev finansieret gennem aktieemission, hvilket set ud fra tidligere år har været en dyrere form for finansiering i forhold til fremmedkapital.

Budgettering

I en branche med meget høj vækst eller cyklus anvendes en længere budgetteringsperiode end i brancher med lav vækst og med forholdsvis konstant indtjeningsniveau. På grund af usikkerheden ved lange budgetperioder, vælges ofte en kortere periode, hvor der foretages detaljeret budgettering. I det efterfølgende, foretages en budgettering af elementerne, der udgør den primære drift for budgetperioden 2009 til terminalåret 2013. Grunden til at der er valgt en budgetperiode på 5 år, skyldes at størstedelen af Carlsbergs omsætning kommer fra Vesteuropa, som er et marked med lav vækst og forholdsvis konstant indtjeningsniveau.

Nettoomsætning

Budgettering af nettoomsætningen vil blive opdelt i Carlsbergs tre markeder, Vesteuropa, Østeuropa samt Asien. Dette skyldes bl.a. at Vesteuropa, som er Carlsbergs største marked, har stagnerende vækst, mens Østeuropa udgør stadig større del af den samlede omsætning og Asien er et marked i vækst.

Vesteuropa

Konkurrenceintensiteten vil forblive uændret de næste år i dette marked. Desuden vil markedets store aktører i højere grad øge sin produktdifferentiering, som er dyrere end traditionel masseproduceret øl. Her har Carlsberg et færdigudviklet koncept, i form af indvielsen af bryggeriet Jakobsen, der netop har til formål at brygge specialøl, for at imødekomme den nuværende og fremtidigt stigende konkurrence fra de såkaldte microbryggerier. I budgettet er der ikke foretaget en opdeling af traditionel og specialøl, hvorfor budgetteringen er rettet på den totale nettoomsætning.

Ifølge en rapport fra Business Insights forventes der for Vesteuropa at være en gennemsnitlig årlig stigning på 1,0 %, hvilket er målt på omsætningsværdien, i perioden for 2007 – 2011²⁶. Det antages derfor at nettoomsætningen for Vesteuropa vil stige med 1,0 % p.a. med udgangspunkt i nettoomsætningen for 2008.

²⁶ Business Insights "Future trends in beer and wine", side 16

Østeuropa

Regionens største marked er Rusland, som derfor vægtes tungest i budgetteringen af regionen. I Østeuropa forbruges der relativt lidt øl, målt pr. indbygger i forhold til det vesteuropæiske marked. De østeuropæiske forbrugere er formentlig den gruppe i verden der har det største forbrug af alkohol målt pr. indbygger. Derfor har denne region et stort potentiale indenfor øl, men det kræver en ændring i forbrugernes alkohol præferencer. Denne proces er allerede startet med bl.a. indgreb fra regeringen, der ønsker at forbrugerne i Rusland skifter vodkaen ud med øl, hvilket medvirker til at markedet er i enorm vækst²⁷.

Ifølge en rapport fra Business Insights forventes der for Østeuropa at være en gennemsnitlig årlig vækst på 5,6 %, målt på den samlede omsætning, for perioden 2007 – 2011²⁸. Ligeledes forventes en gennemsnitlig årlig vækst i Rusland på 9,6 % for samme periode. Det antages at denne vækst holder for henholdsvis Østeuropa og Rusland selv efter år 2011. Da Rusland tegner sig for 85 % af Carlsbergs omsætning i Østeuropa vil Ruslands vækst påvirke den forventede vækst for Østeuropa forholdsmæssigt. Det vil sige at der for Østeuropa forventes en årlig vækst på 9,0 % på nettoomsætningen, med udgangspunkt i 2008.

Asien

Af Carlsbergs tre regioner, er Asien den sværeste at vurdere. Carlsbergs største marked er Vestkina, hvor Carlsberg i Vestkina har en markedsandel på 59 %²⁹, mens de øvrige aktiviteter er spredt ud over Malaysia, Singapore, Vietnam og Indien. Asien er den af Carlsbergs regioner med det laveste ølforbrug og, med undtagelse af Rusland den region med størst forventelige vækst³⁰.

Der er tre konkrete karakteristika, som i Asien er forskellig fra Vest- og Østeuropa. For det første er BNP pr. indbygger væsentlig lavere. For det andet er der kulturelle forskelle, som ikke opmuntrer forbrugerne til at drikke øl. Endelig er produktionen af

²⁷ Business Insights "Future trends in beer and wine", side 17

²⁸ Business Insights "Future trends in beer and wine", side 16

²⁹ Carlsberg årsrapport 2008, side 17

³⁰ Business Insights "Future trends in beer and wine", side 16

byg, som er en væsentlig ingrediens i øl, relativt lavere pr. indbygger, og med en mindre udviklet økonomi, betragtes øl brygget på byg formentlig som et luksuøst gode. Derimod er produktionen af ris kolossal, hvilket gør at forudsætningerne for en god ølkultur tilstede, eftersom ris kan erstatte byg i produktionen.

Ifølge en rapport fra Business Insights forventes der for Asien at være en stigende tendens i ølforbrug, hvilket skyldes at der som i bl.a. Rusland, er en stigende middelklasse med øget disponibel indkomst³¹. For Asien forventes en gennemsnitlig årlig vækst på 3,9 %, målt på den samlede omsætning, for perioden 2007 – 2011³². Ligeledes forventes en gennemsnitlig årlig vækst i Kina på 8,7 % for samme periode. Det antages at denne vækst holder for henholdsvis Asien og Kina selv efter år 2011. Carlsberg har en markedsandel på 59 % i Vestkina, der står for ca. 53 % af Kinas samlede ølforbrug³³. Vestkina er Carlsbergs vigtigste marked i denne region, samt det marked med størst vækstforventninger i regionen, hvilket gør dette marked til Carlsbergs vigtigste i denne region i fremtiden. Da det ikke har været muligt at finde oplysninger om hvor stor en del Vestkina udgør af den samlede omsætning for Asien, er det vurderet, at den årlige vækstrate for Kina til udarbejdelse af budgettet. Det har også været med i overvejelserne at Asien stadig kun tegner sig for 6 % af den samlede nettoomsætning, hvorfor denne vækstrate har ringe betydning for det samlede billede.

Ikke fordelt

I Carlsbergs årsregnskab af 2008 fremgår det af note 2, der inddeler bl.a. nettoomsætninger i segmenterne Vesteuropa, Østeuropa, Asien samt ikke fordelt(øvrige). Den øvrige del af nettoomsætningen er fastholdt som et fast beløb i budgetperioden, da denne post er signifikant lille og der kunne argumenteres for at den er tilpas ubetydelig til at kunne undlades.

³¹ Business Insights "Future trends in beer and wine", side 17

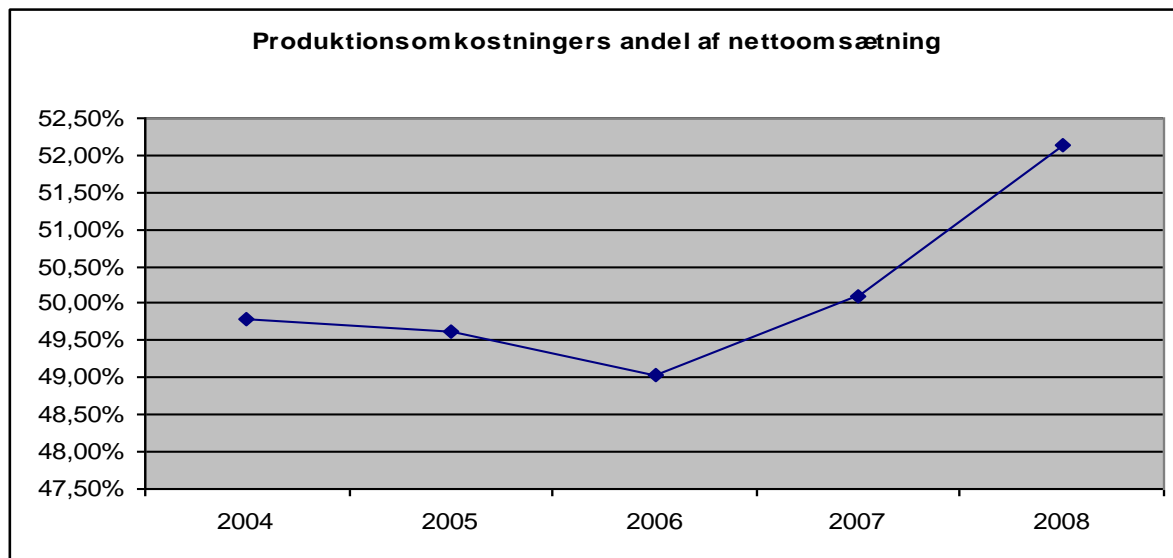
³² Business Insights "Future trends in beer and wine", side 16

³³ Carlsberg årsrapport 2008, side 17

Produktionsomkostninger

Den historiske udvikling af produktionsomkostningerne er vist i den efterfølgende figur som en procent andel af den samlede omsætning for de seneste 5 år.

Figur 19



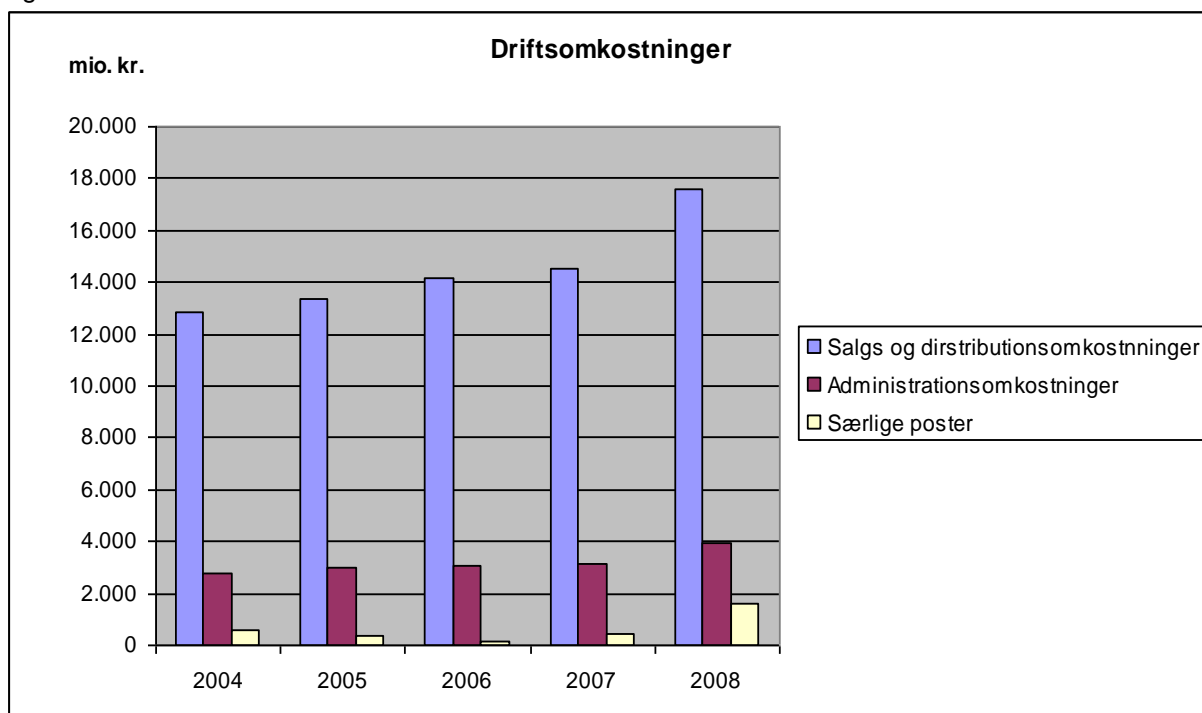
Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående figur, har produktionsomkostningerne i årene 2004-2007 ligget stabilt lige under 50 % af nettoomsætningen. Den stigning der opleves i 2008, kommer primært fra Østeuropa, hvilket skyldes akkvisitionen af S&N. Det forventes at Carlsberg er i stand til, at effektivisere produktionen således at produktionsomkostningerne estimeres til at udgøre 50,14 % af nettoomsætningen, hvilket er taget ud fra en gennemsnitsbetragtning gennem de seneste 5 år.

Driftsomkostninger

Den historiske udvikling af Carlsbergs driftsomkostninger, som er salgs- og distributionsomkostninger, administrationsomkostninger samt særlige poster, fremgår af nedenstående figur. Særlige poster er medtaget som en del af driftsomkostningerne på baggrund af regnskabsanalysen jf. note 3.

Figur 20



Kilde: Egen tilvirkning

Salgs og distributionsomkostninger

Som det fremgår af figuren, er den historiske udvikling af salgs- og distributionsomkostninger meget stabil, med undtagelse af 2008, hvor omkostningerne tager et større spring. Dette spring skyldes umiddelbart effekten af de overtagne elementer fra akkvisitionen af S&N. Det vurderes at Carlsberg vil være i stand til, at fortsætte samme stabile udvikling, hvorfor den gennemsnitlige årlige vækstrate er udregnet for årene 2004-2007. Vækstraten er 4,23 % og vil blive benyttet til at estimere fremtidige salgs- og distributionsomkostninger med udgangspunkt i 2008.

Administrationsomkostninger

Som det fremgår af figuren, er den historiske udvikling af administrationsomkostningerne ligeledes meget stabil, med undtagelse af 2008, hvor administrationsomkostningerne stiger mere end tidligere. Dette spring skyldes umiddelbart effekten af de overtagne elementer fra akkvisitionen af S&N. Det vurderes at Carlsberg vil være i stand til, at fortsætte samme stabile udvikling, hvorfor den gennemsnitlige årlige vækstrate er udregnet for årene 2004-2007. Vækstraten er

3,63 % og vil blive benyttet til at estimere fremtidige administrationsomkostninger med udgangspunkt i 2008

Særlige poster

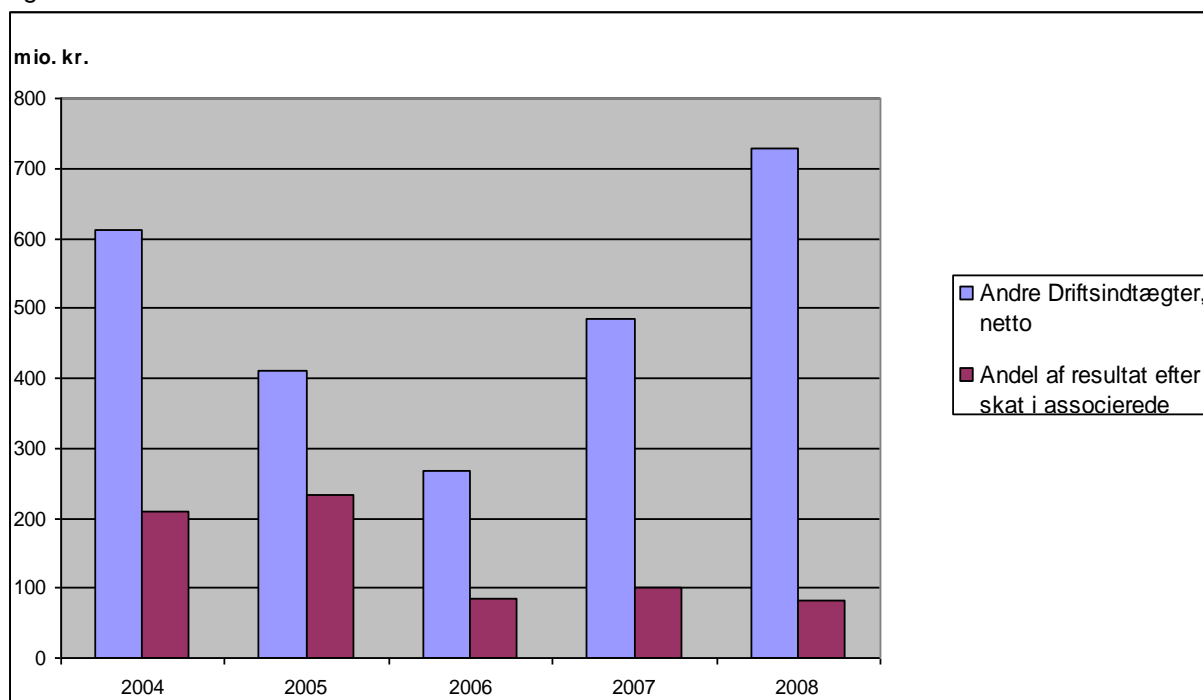
Den historiske udvikling af særlige poster har været alt andet end stabil, hvilket også fremgår af figur 20. Som det ses med de øvrige driftsomkostninger er de særlige poster også ekstra høje i 2008, hvilket bl.a. er påvirket af frasalget af Carlsbergs aktiviteter i Tyrkiet, med betydelige tab³⁴. Ses der bort fra 2008, er særlige poster stadig ikke stabil men holder sig inden for et interval på 160 – 600 mio. kr. I årene 2004 – 2007 udgør særlige poster gennemsnitligt 1 % af den samlede nettoomsætning. Umiddelbart er særlige poster den sværeste af driftsomkostningerne at skulle estimere, men det vurderes, at særlige poster for fremtiden vil ligge stabilt på 1 % af den samlede nettoomsætning, idet der ikke umiddelbart er forretningsområder der står til salg med forventelig tab.

³⁴ Carlsberg årsrapport 2008, side 85

Andre driftsindtægter

Den historiske udvikling af Carlsbergs andre driftsindtægter, som er andre driftsindtægter, netto samt andel af resultat fra associerede selskaber, fremgår af nedenstående figur

Figur 21

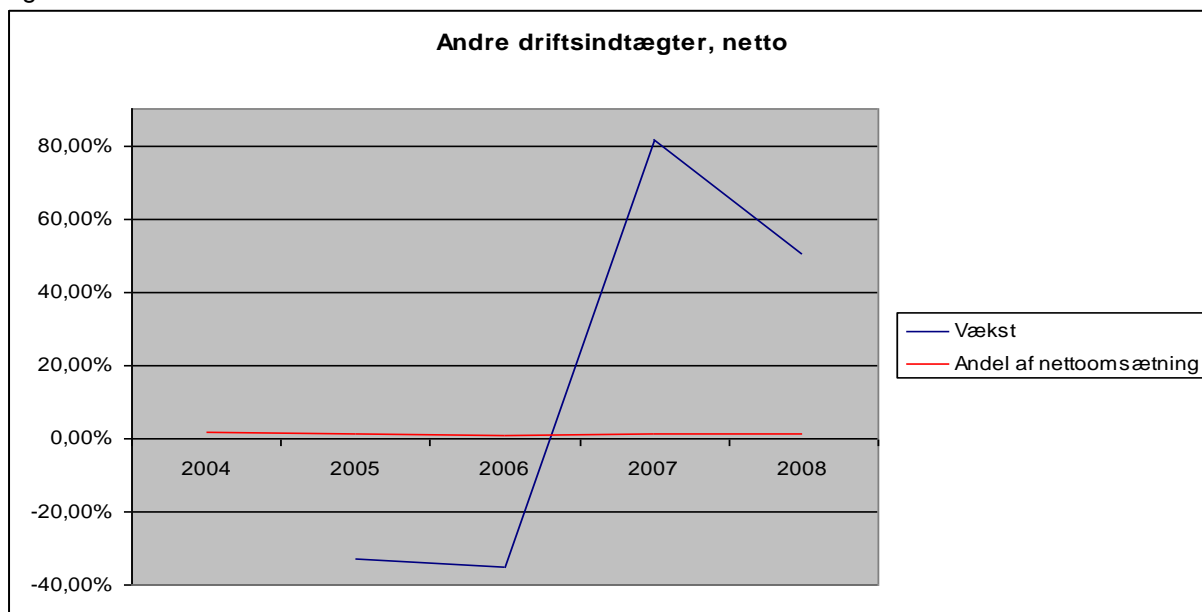


Kilde: Egen tilvirkning

Andre driftsindtægter, netto

Andre driftsindtægter, netto udgør en sammenslutning af posterne, andre driftsindtægter og andre driftsudgifter. Denne post har, som særlige poster, være meget svingende gennem de seneste 5 år. I nedenstående graf er udviklingen af andre driftsindtægter vist som henholdsvis årlig vækst og som andel af nettoomsætningen.

Figur 22



Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af figuren er andel af nettoomsætningen den mest stabile, hvorfor denne anvendes til budgetteringen. Derfor anvendes den gennemsnitlige andel af nettoomsætningen for hele perioden, som er 1,21 %, til estimering af fremtidige poster.

Andel af resultat fra associerede selskaber

Som det fremgår af figur X, har andel af resultat fra associerede selskaber har været stabil i årene 2006 – 2008. Det forventes at denne stabilitet fortsætter og derfor er andel af resultat fra associerede selskaber fastholdt, som et fast beløb i budgetperioden, da denne post er signifikant lille og der kunne argumenteres for at den er tilpas ubetydelig til at kunne undlades.

Ud fra ovenstående betragtninger er Carlsbergs budget for årene 2009-2013 estimeret således:

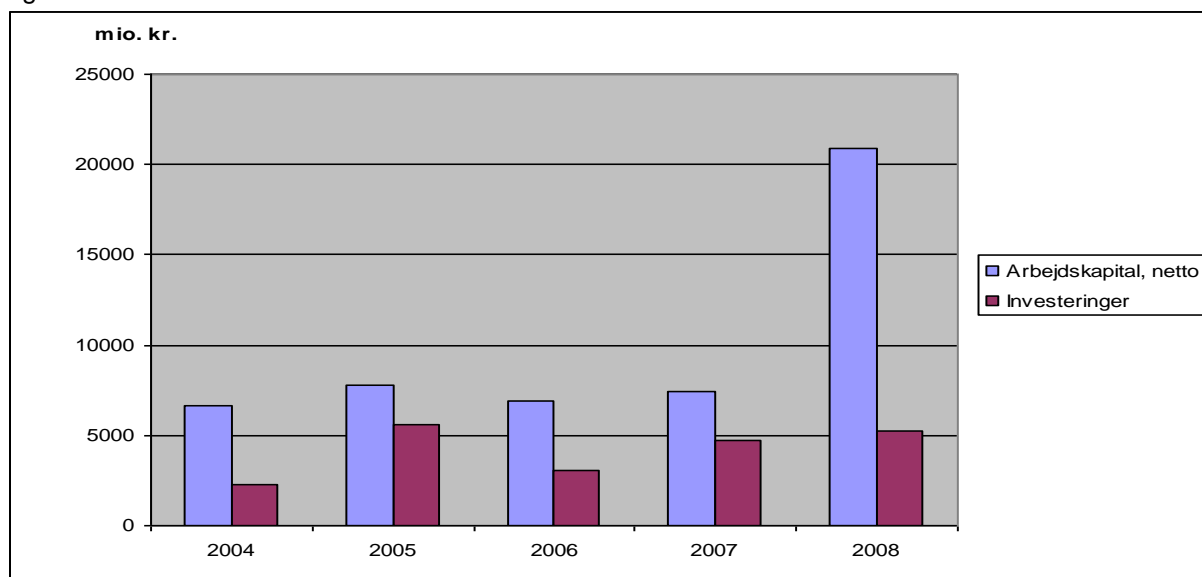
Figur 23

DKK mio.	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Nettoomsætning:						
Vesteuropa	37.128	37.499	37.874	38.253	38.636	39.022
Østeuropa	19.137	20.859	22.737	24.783	27.013	29.445
Asien	3.555	3.864	4.200	4.566	4.963	5.395
Øvrige	124	124	124	124	124	124
Nettoomsætning	59.944	62.347	64.935	67.726	70.736	73.985
Produktionsomkostninger	-31.248	-31.261	-32.559	-33.958	-35.467	-37.096
Bruttoresultat	28.696	31.086	32.377	33.768	35.269	36.889
Salgs og distributionsomkostninger	-17.592	-18.336	-19.112	-19.920	-20.763	-21.641
Administrationsomkostninger	-3.934	-4.077	-4.225	-4.378	-4.537	-4.702
Andre Driftsindtægter, netto	728	711	740	772	806	843
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	81	89	89	89	89	89
Særlige poster	-1.641	-623	-649	-677	-707	-740
Resultat af primær drift (EBIT)	6.338	8.850	9.220	9.654	10.157	10.739

Balanceposter

Fra balancen er der umiddelbart kun to poster der er udarbejdet budgettal på, til brug for senere estimering af Free Cash Flow (FCF). De to balanceposter er henholdsvis arbejdskapital, netto samt investeringer.

Figur 24



Arbejdskapital, netto

Som det fremgår af ovenstående figur, er arbejdskapitalen forholdsvis stabil, med undtagelse af 2008, hvilket primært er afledt af posterne, varelager, hensatte forpligtelser samt anden gæld. Det forventes, at arbejdskapitalen vil fortsætte sin stabile udvikling efter 2008. Da det er ændringen i arbejdskapitalen fra år til år der senere danner grundlag for denne budgettering, er det valgt at fastsætte arbejdskapitalen som en procentandel af nettoomsætningen. Det forudsættes desuden at denne andel vil være konstant i budgetperioden. Da arbejdskapitalen for 2008 vil influere i budgetestimerne er andelen fastsat med udgangspunkt i 2008. derfor estimeres arbejdskapitalen som 35 % af den nettoomsætningen.

Investeringer

I figur 24 kan det ses at Carlsbergs investeringer holder et nogenlunde stabilt niveau. Der er i denne analyse taget udgangspunkt i operationelle investeringer. Grunden hertil er at der bl.a. har været frasalg af Carlsbergs aktiviteter i Tyrkiet, hvilket ville have fjernet stabiliteten. Det forventes umiddelbart er der i budgetperioden ikke sker nogen frasalg af Carlsbergs driftsaktiviteter. De operationelle investeringer er valgt af denne årsag, da det vil give et mere retvisende billede af fremtidige investeringer. Investeringerne er i efterfølgende figur vist i forhold til nettoomsætningen:

Figur 25

	2004	2005	2006	2007	2008	Gennemsnit
Investeringer/nettoomsætning	6,17%	14,71%	7,50%	10,55%	8,69%	9,52%

Kilde: Egen tilvirkning

Til budgettering af investeringer er ud fra ovenstående, valgt at benytte en gennemsnitlig andel af nettoomsætningen, som udgør 9,52 %, til estimering af fremtidige investeringer i budgetperioden.

I nedenstående figur er vist budgetteret estimerer for arbejdskapital og investeringer:

Figur 26

DKK mio.	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	Terminal
Arbejdskapital, netto	20.887	21.821	22.728	23.705	24.759	25.896
Ændring i arbejdskapital		934	906	977	1.054	1.138
Investeringer		5.938	6.184	6.450	6.737	7.047

Kilde: Egen tilvirkning

Værdiansættelse

DCF – Modellen

Til værdiansættelsen af Carlsberg anvendes DCF-modellen, hvor værdien ud fra långivers og ejers synsvinkel måles. Værdien beregnes ud fra følgende formel³⁵:

$$EV_0 = \sum \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

For at kunne estimere værdien af Carlsberg, tilbagediskonteres de budgetterede pengestrømme, som forventes Carlsberg vil have i fremtiden. Da der vil være for stor usikkerhed forbundet med at budgettere samtlige pengestrømme i Carlsbergs levetid, opdeles budgettet i en budgetperiode og en terminalperiode³⁶.

$$EV_0 = \sum \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Budgetperioden udgør som hovedregel 10 – 15 år³⁷ afhængig af, hvilken konkurrencemæssig situation virksomheden er i, samt hvordan den underliggende markedsvækst er. I en branche med meget høj vækst eller cyklus anvendes en længere budgetteringsperiode end i brancher med lav vækst og med forholdsvis konstant indtjeningsniveau. På grund af usikkerheden ved lange budgetperioder, vælges ofte en kortere periode, hvor der foretages detaljeret budgettering, jf. kapitel 8, budgettering.

Efter budgetteringen er foretaget, skal der udarbejdes en terminalværdi for terminalperioden. Der skal kun udregnes en værdi for terminalperioden, da denne er karakteriseret ved konstant vækst. En af forudsætningerne for, at anvende den to-periodiske værdiansættelsesmodel er, at alle budgetvariable udvikler sig konstant i terminalperioden, og når dette sker opnås steady state³⁸. Væksten i terminalperioden, bør ikke sættes meget højere end væksten i økonomien. Hvis der

³⁵ FSRs notat om værdiansættelse, side 43

³⁶ FSRs notat om værdiansættelse, side 43

³⁷ Valuation, side 234

³⁸ Valuation, side 234

sættes en alt for høj vækst, vil dette medføre, at virksomheden bliver urealistisk stor i forhold til økonomien.

Ud over modellen, der benyttes i den to-periodiske værdiansættelsesmodel, er der andre metoder til beregning af terminalværdien. Den mest korrekte metode, er at anvende en model med en lang eksplicit budgetperiode. Ved denne metode anvendes en budgetperiode på mindst 100 år, hvorefter man ser bort fra yderligere pengestrømme, da disse ikke vil have en væsentlig betydning for værdiansættelsen, eftersom de bliver tilbagediskonteret. Modellen er især velegnet til værdiansættelse af virksomheder inden for råstofindustrien, da disse virksomheder har en begrænset levetid. Det vurderes, at Carlsberg bygger på et solidt forretningsgrundlag og derfor betragtes selskabets levetid ikke som begrænset, hvorfor der ikke er foretaget budgettering over 100 år. En så lang budgetperiode kræver en stor viden om selskabets fremtidige udvikling og det er svært at forestille sig, at nogen har en sådan viden.

Som nævnt i afsnittet om budgettering afhænger budgetperiodens længde blandt andet af virksomhedens konkurrencemæssige styrker og svagheder, konkurrenceintensiteten i branchen samt den underliggende markedsvækst. Det er valgt, at foretage værdiansættelsen på baggrund af 4 budgetår samt et terminalår jf. tidligere budgetteringsafsnit.

Til værdiansættelsen af Carlsberg vil den diskonterede cash-flow model (DCF) blive anvendt. Værdiestimationen sker ved, at den frie pengestrøm i budgetteringsperioden estimeres og tilbagediskonteres til nutidsværdi. Hertil lægges nutidsværdien af terminalværdien. Den frie pengestrøm er det beløb der står til rådighed til aflønning af fremmed- og egenkapitalindskyderne. Renten hvormed den frie pengestrøm tilbagediskonteres, skal derfor afspejle det afkastkrav, som modtagerne af pengestrømmen har.

WACC

Fordi den frie pengestrøm skal aflønne både fremmed- og egenkapitalindskyderne, anvendes weighted average cost of capital (WACC). WACC er den diskonteringsrente, der skal anvendes til at diskontere de frie pengestrømme for Carlsberg. Værdien fra residualperioden kan ofte udgøre 70 % af den samlede markedsværdi, sæfremt man vælger en 5-årig budgetperiode, hvilket betyder at WACC har stor betydning for den endelige værdiansættelse. WACC beregnes ud fra følgende formel:

$$WACC = GA * k_d * (1 - t) + EKA * k_e ,$$

hvor:

GA = Gældsandel

EKA = Egenkapitalsandel

kd = Fremmedkapitalomkostninger

t = Marginal selskabsskattesats

ke = Ejerafkastkrav

Kapitalstruktur

Værdien af fremmedkapitalen svarer til nutidsværdien af kontrakt aftalte fremtidige betalinger til fremmedkapitalindskyderne. For at finde nutidsværdien af betalingerne tilbagediskonteres de med en rente der indkalkulerer risikoen forbundet med betalingerne. Markedsværdien af fremmedkapitalen kan værdiansættes ved at estimere risikoen for misligholdelse og de forventede betalinger til långiver i tilfælde af misligholdelse. Hvorvidt denne metode bør anvendes afhænger af hvilken type gæld virksomheden har:

Ifølge Carlsbergs regnskabspraksis indregnes rentebærende gæld:

*"... indregnes ved lånoptagelse til det modtagne provenu efter fradrag af afholdte transaktionsomkostninger. I efterfølgende perioder måles de finansielle forpligtelser til amortiseret kostpris"*³⁹

³⁹ Carlsberg årsrapport 2008, side 136

Ud fra selskabets regnskabspraksis kan det udledes, at selskabets gæld optages til markedsværdi, da nominelværdi med fradrag af kurstab afspejler nutidsværdien af kontraktaftalte fremtidige betalinger til fremmedkapitalindskyderne. Det kan også udledes af regnskabspraksis, at selskabet ikke efterfølgende værdiansætter gælden til markedsværdi, da amortiseret kostpris intet har med markedsværdi af gæld at gøre.

Kapitalstrukturen kan derefter udregnes således:

Figur 27 udregning af kapitalstruktur:

Nettorentebærende gæld	40.561
Investeret kapital	101.312
Gældsandel	0,4004
Egenkapitalsandel	0,5996

Kilde Egen tilvirkning og reformuleret balance

Fremmedkapitalomkostninger

Carlsbergs gæld består hovedsageligt af fast forrentede lån, hvorfor renten ikke er påvirket i særlig høj grad af markedsrenten. Ved at anvende tallene fra Carlsbergs årsregnskaber kan man estimere lånerenten.

Figur 28 opgørelse over Carlsbergs lånerente

	2004	2005	2006	2007	2008
Renteudgifter	1168	1173	1189	1262	2635
Rentebærende Gæld	19.078	15.854	17.120	17.320	40.561
Lånerente	6,12%	7,40%	6,95%	7,29%	6,50%

Kilde Egen tilvirkning

Selvom størstedelen af gælden er fastforrentet, varierer lånerenten gennem de seneste 5 år, og der vil med stor sandsynlighed også være variation i lånerenten. Det vurderes umiddelbart, at variationen i lånerenten imødeses bedst ved at benytte den gennemsnitlige rente for de 5 år. Derfor benyttes der en lånerente på 6,85 % i den videre værdiansættelse.

Marginal selskabsskattesats

Set ud fra et historisk perspektiv har danske selskaber oplevet en faldende selskabsskattesats, og sidste gang staten sænkede selskabsskatten var i forbindelse med lovændringen af selskabsskatteloven i 2007. her blev selskabsskattesatsen sænket fra 28 % til 25 %. For budgetperioden forventes det ikke, at selskabsskatten

ændres, hvorfor den nuværende selskabsskattesats på 25 % vil gælde for hele budgetperioden.

Ejerafkastskrav

Til bestemmelse af egenkapitalomkostninger tages udgangspunkt i CAPM, hvor ejerafkastskravet estimeres ud fra følgende formel⁴⁰:

$$k_e = r_f + \beta(E(r_m)) * r_f$$

Hvor:

Ke = Afkastskrav

Rf = Risikofri rente

β = Virksomhedens systematiske risiko

rm - rf = Markedets forventede risikopræmie.

Risikofri rente

Antagelsen om en flad rentestruktur passer sjældent på virkeligheden, men uden denne antagelse ville det være nødvendigt at beregne en risikofri rente og risikopræmie for hver periode i DCF – modellen for, at indarbejde rentestrukturen. Da værdiansættelsen i denne afhandling forudsætter, at virksomheden forsætter i det uendelige, vil det kræve overvældende mængde estimer, der kun i bedste fald anslås at kunne øge præcisionen marginalt. Det nærmeste man kan komme på en målbar risikofri rente i Danmark, er renten på statsobligationer, da kreditrisikoen på statsobligationer må antages at være ikke eksisterende.

Det er normal praksis ved værdiansættelse at benytte den effektive rente fra en 10-årig toneangivende statsobligation⁴¹. Derfor benyttes en risikofri rente på 3,85 % til beregning af ejers afkastkrav⁴².

⁴⁰ FSRs notat om værdiansættelse, side 54

⁴¹ FSRs notat om værdiansættelse, side 55

⁴² <http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite/?Instrument=CSE62676> – historisk kursinformation fra den 1 juli.

Systematisk risiko

Ideen med CAPM er, at kun en del af risikoen kan bortdiversificeres. Den del der ikke kan elimineres ved at investere i en diversificeret portefølje, bør indgå i prisdannelsen på en aktie. Beta er derfor et risikomål for de virksomhedsspecifikke risici og er den værdi i CAPM, der afgør, hvor risikopræmien for det enkelte aktiv er i forhold til svingninger i aktiemarkedet som helhed. Beta for Carlsberg estimeres ud fra den driftsmæssige og finansielle risiko. Der tages udgangspunkt i følgende oversigt:

Figur 29

Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4 – 0,6
Lav	Middel	Lav	0,6 – 0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85 – 1,15
Middel	Lav	Lav	0,6 – 0,85
Middel	Middel	Neutral	0,85 – 1,15
Middel	Høj	Høj	1,15 – 1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85 – 1,15
Høj	Middel	Høj	1,15 – 1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Kilde: FSRs notat om værdiansættelse, side 59

Med udgangspunkt i Carlsbergs kreditrating⁴³, som siden 2007 og til begyndelsen af 2009 har vekslet i perioder mellem kreditrating A og AA. Den seneste rating Carlsberg har modtaget fra D&B rating er AAA, hvilket tyder på meget lav samlet risiko. Set over de seneste 2 år er det dog kun den ene top rating der er givet Carlsberg, og ud fra en gennemsnitsbetragtning fra de to øvrige kreditrating niveauer, vurderes det, at en beta på 0,85, vil kunne give et retvisende billede ved beregningen af ejers afkastkrav. Dette skyldes at det vurderes at Carlsberg med undtagelse af seneste kreditrating har lav risiko. Vekslingen mellem kreditrating A og AA, der vurderes at udgøre henholdsvis øvre og nedre grænse for beta intervallet, Lav. Grunden til, at den øvre grænse benyttes er, at der gennem de seneste 2 år er der en overvægt af ratings med udfaldet A.

⁴³ http://borsen.dk/2475/?action=rating_report&id=30-584-8194&country=dk , se evt. Bilag 4

Risikopræmie

Risikopræmien er den præmie, investor kræver for at investere i aktier i forhold til en risikofri investering med samme varighed. Hvilket vil sige, at risikopræmien er det tillæg, investor kræver i forhold til den risikofri rente. CAPM bygger på forventninger og det er derfor den forventede risikopræmie, der indgår i modellen.

Estimationen af risikopræmien rejser en række spørgsmål. Afkastet på markedsporteføljen består ifølge CAPMs forudsætninger af afkastet på samtlige aktiver og ikke kun finansielle fordringer. I praksis er det ikke muligt at måle afkastet på samtlige aktiver og man afgrænser som følge deraf markedsporteføljen, således at man kun beregner det forventede afkast på aktiemarkedet.

Der er to metoder til at beregne risikopræmien:

- Historiske kursobservationer (ex post metoden).
- Investorenes konsensusforventninger (ex ante metoden)

Af de to metoder er der store måleproblemer med ex ante i forhold til ex post metoden. Investorenes konsensusforventninger er tæt på umuligt at måle i dette tilfælde. Derfor estimeres risikopræmien ud fra ex post metoden.

I Danmark er der foretaget en række empiriske undersøgelser af risikopræmiens størrelse, der alle er opgjort efter ex post metoden. Resultaterne er vist nedenfor

Figur 30

Forfatter	Tidsperiode	Risikopræmie
Christiansen og Lystbæk	1915 - 1993	Ca. 2 %
Nielsen & Risager	1922 - 1995	Ca. 3 %
Parum	1925 - 1997	Ca. 3 %

Kilde: FSRs notat om værdiansættelse, side 60

Når man betragter det historiske afkast på det amerikanske marked, findes der et langt større udbud af afkastdata. Imidlertid fører det større udbud af historiske undersøgelser ikke til meget større sikkerhed i resultatet, bl.a. fordi der er stor uenighed, om hvordan man opgør risikopræmien mest korrekt. Risikopræmien på det amerikanske aktiemarked er opgjort til mellem 4,1 % og 7,5 %⁴⁴.

⁴⁴ Tom Copeland m.fl. Valuation – Measuring and managing the value of companies, side 217 - 220

Ifølge en rapport fra PWC, er det normal praksis i forbindelse med estimering af ejers afkastkrav, at benytte en risikopræmie på ca. 4 – 5 %⁴⁵.

Ud fra ovenstående betragtninger vil der i denne analyse blive benyttet en risikopræmie på 4 %, hvilket afspejler sig i at det amerikanske marked generelt har højere risikopræmie end det danske marked. Desuden er Carlsberg en international virksomhed, hvorfor Carlsberg bør estimere risikopræmie ud fra et globalt marked. Risikopræmien på 4 % er vurderet ud fra en mellemtung mellem det danske og amerikanske marked og med anbefalingen fra PWC i mente.

Det er nu muligt at beregne ejers afkastkrav for Carlsberg:

Figur 31

Risikofri rente	Beta	Risikopræmie	Ejers afkastkrav
3,85 %	0,85	4 %	7,22 %

Kilde: Egen tilvirkning.

Carlsbergs WACC

Efter ovenstående vurdering og estimering af de nødvendige parametre, er det nu muligt at beregne WACC for Carlsberg.

$$WACC = 0,4 * 0,0685 * 0,75 + 0,6 * 0,0722 = 6,39\%$$

I DCF modellen benyttes WACC som tilbagediskonteringsfaktor, da denne tager højde for både aktionærernes og kreditorernes afkastkrav.

Værdiansættelsesberegning

Beregning af FCF

Med udgangspunkt i budgettet bestemmes den frie pengestrøm, ved korrigerer for skat, forskydning i arbejdskapital og investeringsaktiviteter. FCF fremgår af følgende figur:

⁴⁵ <http://www.pwc.com/dk/da/publikationer/driftsoekonomisk-merværdi.jhtml>

Figur 32

DKK mio.	2009e	2010e	2011e	2012e	Terminal
EBITDA ⁴⁶	10.014	10.433	10.916	11.471	12.107
Skat af EBIT	-2.212	-2.305	-2.413	-2.539	-2.685
Forskydning af arbejdskapital	934	906	977	1.054	1.138
Investeringer	-5.938	-6.184	-6.450	-6.737	-7.047
FCF	2.798	2.850	3.029	3.249	3.513

Kilde: Egen tilvirkning

Da de beregnede FCF's falder på forskellige tidspunkter, tilbagediskonteres disse til udgangsåret for at få et udtryk for værdien af FCF i dag. De estimerede FCF's diskonteres som ultimotal ved brug af WACC som diskonteringsfaktor.

Nutidsværdien af budgetperioden udgør: 10.200 mio. kr.

Nutidsværdien af Terminalperioden kan udregnes til 76.131 mio. kr.

I terminalperioden forudsættes en vækst på 3 % af FCF. Ved en beregning på den årlige gennemsnitlige vækst i FCF på over 4 %, hvilket er vurderet til at være urealistisk bl.a. på baggrund af at Vesteuropa som står for 62 % af Carlsbergs omsætning kun har en estimeret vækst på 1 %. Desuden vurderes det at bl.a. det Østeuropæiske marked efter terminalperioden vil opleve en stagnation i væksten, grundet at Østeuropa vil nærme sig vesteuropæiske konkurrencetilstande, jf. strategisk analyse.

⁴⁶ EBITDA er udregnet gennem et budget af den reformulerede resultatopgørelse med samme drivers som den originale, se evt. bilag 3

Markedsværdi af egenkapitalen.

I nedenstående figur foretages en værdiestimation af Carlsberg samt beregningen af aktiekursen baseret på, at pengestrømme falder ultimo året samt fuld udnyttelse af renteskatteskjoldet.

Figur 33

Værdi 1. juli 2009

DKK mio.	
Nutidsværdi, budgetperiode	10.200
Nutidsværdi terminalperiode	76.131
Enterprice Value	86.331
Markedsværdi af ikke driftsmæssige aktiver	8.591
Virksomhedsværdi	94.922
Markedsværdi , rentebærende gæld	40.561
Egenkapitalens værdi	54.361
Antal Aktier	152.554.000

Estimeret kurs, Carlsberg B - aktie	356,34
--	---------------

Officiel aktiekurs 1. juli 2009 352

Kilde: Egen tilvirkning

Med de valgte forudsætninger estimeres den teoretiske aktiekurs på Carlsbergs aktier til at udgøre 356,34 kr. pr. aktie.

Følsomhedsanalyse

Ovenstående aktiekurs er teoretisk estimeret på baggrund af nogle forudsætninger og antagelser. I det efterfølgende analyseres det hvor stor indflydelse 2 af de mest følsomme parametre har på den endelige kurs.

Figur 34, aktiekurser ved ændring af beta og vækst i terminalperioden.

Beta\Vækst	2,50%	3%	3,50%
0,6	387,16	482,06	618,47
0,85	292,14	356,41	442,79
1,15	210,93	254,13	309,31
1,4	160,52	192,96	233,1

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående figur, er aktiekursen yderst følsom overfor ændringer i henholdsvis beta værdien samt væksten der benyttes til estimering af terminalværdien.

Delkonklusion værdiansættelse

På baggrund af budgetteringen er Carlsbergs aktiekurs beregnet til 356,34 kr. Denne aktiekurs er udover budgettet afhængig af den fastsatte Beta og væksten i terminalperioden, der som udgangspunkt er fastsat til henholdsvis 0,85 og 3 %.

WACC'en for Carlsberg bør afspejle den fremtidig kapitalstruktur og dermed det fremtidige afkastkrav fra investorerne. WACC'en på 6,39 % er beregnet på baggrund af den estimeret beta, der er fundet ud fra en betragtning af Carlsbergs samlede drifts og finansielle risici. Som det fremgår af figuren er det beregnede aktiekurs meget følsom overfor ændringer i beta, hvorfor det kan konkluderes, at, alt andet lige, kan beta – estimationen vurderes som god.

Terminalvæksten er fastsat til 3 %, hvilket er højere, end hvad man kan forvente, at inflationen vil være. Dette skyldes de store vækstmuligheder i Østeuropa og Asien, men samtidig forventes væksten i Østeuropa at stagnere i terminalperioden, hvorfor det konkluderes at væksten ikke bør vurderes til at være højere.

Konklusion

Carlsberg er på nuværende tidspunkt en stor aktør på det internationale ølmarked, hvilket Carlsberg utvivlsomt vil forblive med at være i årene fremover.

I den strategiske analyse kunne det konkluderes, at Carlsberg opererer på tre meget forskellige markeder, det vesteuropæiske, det østeuropæiske samt det asiatiske marked, men, at den overordnede strategiske situation er gunstig for Carlsberg. Carlsberg opererer på et modent pengestrømsgenerende Vesteuropæisk marked og derudover opererer Carlsberg på et østeuropæisk marked der, for branchen har høje avancer og endda høj vækst. Her konkluderes, at Carlsberg har et forspring i forhold til sine konkurrenter. Endelig opererer Carlsberg på det asiatiske marked, som på lang sigt kan blive et meget attraktivt marked, hvor der allerede nu er høje vækstrater at spore.

Desuden konkluderes det, at konkurrenceintensiteten er middel, hvilket bl.a. skyldes, at der på de største markeder er få store globale udbydere, som kan udnytte stordriftsfordel, har veludviklede brands og et etableret distributionsnetværk. Stordriftsfordel og andre rationaliseringstiltag er i høj grad nødvendige, da kundernes forhandlingsmagt formentlig er stigende, som følge af større sammenslutninger i detailhandelen. Samtidig bør de etablerede udbydere ikke frygte konkurrence fra nye udbydere, da branchen har høje etableringsomkostninger. Dog er det lykkedes for microbryggerierne at tage markedsandele ved at tilbyde specialøl til et nichesegment. Omvendt er mange markeder for længst mættet, hvorfor konkurrencen består i, at tage markedsandel fra hinanden, hvilket især er tilfældet på det vesteuropæiske marked.

Foruden konkurrenceintensiteten er de politiske, økonomiske, socialkulturelle og teknologiske forhold væsentlige forudsætninger for at kunne drive forretning. Carlsberg vil i de kommende år stå overfor store udfordringer, især på det vesteuropæiske marked, hvor der i højere grad er fokus på sundhed, hvilket kan få en negativ betydning i relation til afsætning af øl. Endvidere understøttes denne tendens af flere landes regeringer, der med flere former for lovgivning, både direkte

og indirekte påvirker ølforbrugenes adfærd negativt. Politisk stabilitet har vist sig at give Carlsberg forretningsmuligheder i Østeuropa, samtidig med at de socialkulturelle tendenser er ved at omdanne Østeuropa og Asien til regioner der foretrækker øl, når alkohol skal indtages.

Det kan konkluderes at Carlsberg er at betragte som en rentabel virksomhed, der er i stand til at udnytte stordriftsfordele, hvilket kommer til udtryk gennem stigende overskudsgrad. Derudover giver omsætningshastigheden indtrykket af at det kræver større investeringer at opretholde nettoomsætningen. Dette understøttes af den høje konkurrenceintensitet der er gældende på især det vesteuropæiske marked, hvor det er stadig mere omkostningstungt i form af opkøb eller øget markedsføring for at øge markedsandele og derved omsætningen.

Det kan ligeledes konkluderes at Carlsberg har været gennem en periode med stigende forrentning på egenkapitalen. Samtidig har Carlsberg været i stand til at øge spreaden, hvilket er et udtryk for at Carlsberg er blevet bedre til at profitere på fremmedkapitalen. Dette er dog ændret for 2008 hvor det vurderes at det er en effekt af de høje investeringer i forbindelse med overtagelsen af S&N, der delvist blev finansieret gennem aktieemission, hvilket set ud fra tidligere år har været en dyrere form for finansiering i forhold til fremmedkapital

Aktiekursen for Carlsberg er meget følsom overfor væksten i terminalperioden og kapitalomkostningerne, gennem beta. Der forventes en vækst i terminalperioden på 3 %, Kapitalomkostningerne er beregnet på baggrund af en forventet beta værdi på 0,85, hvilket har givet kapitalomkostninger på 6,39 %. Således fremkommer Carlsbergs aktiekurs på 356,34 kr.

Denne aktiekurs ligger højere end markedskursen pr. 1 juli 2009 på 352 kr, og konklusionen bliver derfor, at aktien er undervurderet og investorerne bør investere i aktien, grundet muligheden for at kunne opnå en gevinst.

Litteraturliste

Forfatter	Titel	Forlag/udgave
Christian V. Petersen og Thomas Plenborg	Regnskabsanalyse for beslutningstagere	Forlaget Thomson/1. udgave
Jens O. Elling	Regnskabsanalyse og værdiansættelse	Gads / 1 udgave
Tom Copeland, Tim Koller & Jack Murrin	Valuation – measuring and managing the value of companies	John Wiley & sons inc. / 3 udgave
FSR	Fagligt nota om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse	Rådgivningsudvalget
Michael E. Porter	Competitive Strategi	Free press
Carlsberg A/S	Q1 financial statement 2009	
Carlsberg A/S	Årsrapport 2004	
Carlsberg A/S	Årsrapport 2005	
Carlsberg A/S	Årsrapport 2006	
Carlsberg A/S	Årsrapport 2007	
Carlsberg A/S	Årsrapport 2008	
Heineken	Årsrapport 2008	
Business Insights	Future trends in beer and wine	
www.globalbusinessinsights.com		
www.nationalbanken.dk		
www.borsen.dk	D&B rating rapport	D&B
www.euromonitor.com		
www.thebrewersofeurope.org		
www.bryggeriforeningen.dk		
www.forbrugerraadet.dk		
www.carlsberg.com		
Børsen	Flytning og markedsdyk presser bryggerikæmpe	10. juni. 2009
Børsen	Carlsberg tryner konkurrenter i Rusland	7. maj 2009
Børsen	Nyt Carlsberg-bryggeri kokser	6. maj 2009
Børsen	Skattereformen fortjener et sundhedstjek	6. maj 2009
Børsen	Priskrig presser små bryggerier	19. juni 2009

Bilag 1 – Resultatopgørelse

Resultatopgørelse					
DKK mia.	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning	49.690	51.847	55.753	60.111	76.557
	-	-	-	-	-
Øl og læskedrikafgifter m.m.	13.406	13.800	14.670	15.361	16.613
Nettoomsætning	36.284	38.047	41.083	44.750	59.944
	-	-	-	-	-
Produktionsomkostninger	18.065	18.879	20.151	22.423	31.248
Bruttoresultat	18.219	19.168	20.932	22.327	28.696
	-	-	-	-	-
Salgs og distributionsomkostninger	12.833	13.332	14.173	14.528	17.592
Administrationsomkostninger	-2.807	-2.961	-3.065	-3.123	-3.934
Andre Driftsindtægter	1.078	876	660	933	1.178
Andre driftsomkostninger	-466	-465	-393	-448	-450
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	210	232	85	101	81
Resultat af primær drift før særlige poster	3.401	3.518	4.046	5.262	7.979
Særlige poster	-598	-386	-160	-427	-1.641
Finansielle indtægter	666	548	725	651	1.310
Finansielle omkostninger	-1.818	-1.788	-1.582	-1.852	-4.766
Resultat før skat	1.651	1.892	3.029	3.634	2.882
Selskabsskat	-382	-521	-858	-1.038	324
Koncernresultat	1.269	1.371	2.171	2.596	3.206
Minoritetsinteresser	-169	-261	-287	-299	-575
Årets resultat	1100	1110	1884	2297	2631

Bilag 2 – Balance

Balance					
Aktiver					
DKK mio.	2004	2005	2006	2007	2008
Langfristede aktiver:					
Immaterielle aktiver	19.489	20.672	21.279	21.205	84.678
Materielle aktiver	20.435	20.355	20.367	22.109	34.043
Kapitalandel i associerede virksomheder	1.750	1.105	579	622	2.224
Værdipapirer	524	2.710	170	123	118
Tilgodehavender	1.290	1.235	1.139	1.476	1.707
Udskudte skatteaktiver	867	1.005	822	733	1.254
Pensionsaktiver	-	21	14	11	2
langfristede aktiver i alt	44.355	47.103	44.370	46.279	124.026
Kortfristede aktiver:					
Varebeholdninger	2.883	2.866	3.220	3.818	5.317
Tilgodehavender fra kunder	6.290	5.979	6.108	6.341	6.369
Tilgodehavende skat	82	132	84	62	262
Andre tilgodehavender	1.370	3.015	1.145	1.453	3.095
Periodeafgrænsningsposter	610	587	917	950	1.211
Værdipapirer	71	109	8	34	7
Likvide beholdninger	1.758	2.240	2.490	2.249	2.857
Kortfristede aktiver i alt	13.064	14.928	13.972	14.907	19.118
Aktiver bestemt for salg	279	328	109	34	162
Aktiver i alt	57.698	62.359	58.451	61.220	143.306

Passiver

DKK mio.	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital:					
Atiekapital	1.526	1.526	1.526	1.526	3.051
Reserver	13.558	16.442	16.071	17.095	52.470
Egenkapital for aktionærer i Carlsberg A/S	15.084	17.968	17.597	18.621	55.521
Minoritetsinteresser	1.708	1.528	1.390	1.323	5.230
Egenkapital i alt	16.792	19.496	18.987	19.944	60.751
Langfristede forpligtelser:					
Lån	21.708	17.765	16.241	19.385	43.230
Pensioner og lignende forpligtelser	1.889	2.061	2.006	2.220	1.793
Udskudt skat	2.334	2.362	2.425	2.191	9.803
Hensatte forpligtelser	189	195	366	249	1.498
Anden gæld	18	65	54	20	263
Langfristede forpligtelser i alt	26.138	22.448	21.092	24.065	56.587
Kortfristede forpligtelser					
Lån	3.357	8.213	6.556	3.869	5.291
Leverandørgæld	4.074	4.513	5.147	5.833	7.993
Tilbagebetalingsforpligtelse vedrørende emballage	1.260	1.224	1.159	1.207	1.455
Hensatte forpligtelser	481	561	466	494	677
Selskabsskat	710	720	187	197	279
Anden gæld mv.	4.886	5.174	4.856	5.611	9.905
Kortfristede forpligtelser i alt	14.768	20.405	18.371	17.211	25.600
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	-	10	1	-	368
Forpligtelser i alt	40.906	42.863	39.464	41.276	82.555
Passiver i alt	57.698	62.359	58.451	61.220	143.306

Bilag 3 – Budgetteret reformulerede resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse						
DKK mio.	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	Ter
Nettoomsætning:						
Vesteuropa	37.128	37.499	37.874	38.253	38.636	3
Østeuropa	19.137	20.859	22.737	24.783	27.013	2
Asien	3.555	3.864	4.200	4.566	4.963	
Øvrige	124	124	125	126	127	
Nettoomsætning	59.944	62.347	64.936	67.728	70.739	7
	-	-	-	-	-	
Produktionsomkostninger	31.248	31.261	32.559	33.959	35.469	-3
Bruttoresultat	31.208	31.086	32.377	33.769	35.271	3
	-	-	-	-	-	
Salgs og distributionsomkostninger	16.775	17.485	18.224	18.995	19.799	-2
Administrationsomkostninger	-3.632	-3.764	-3.900	-4.042	-4.189	.
Andre Driftsindtægter	1.060	711	740	772	806	
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	81	89	89	89	89	
Særlige poster	-1.641	-623	-649	-677	-707	
Indtjeningsbidraget (EBITDA)	10.301	10.014	10.433	10.916	11.471	1
Af- og nedskrivninger	-3.963	-1.165	-1.212	-1.262	-1.314	.
Resultat af primær drift (EBIT)	6.338	8.850	9.220	9.654	10.157	1
Skat af resultat af primær drift	-710	2.212	2.305	2.413	2.539	
Arbejdskapital, netto	20.887	21.821	22.728	23.705	24.759	2
Forskydning af arbejdskapital		934	906	977	1.054	
Investeringer		5.938	6.184	6.450	6.737	
Free Cash Flow	11.011	2.798	2.850	3.029	3.249	

Bilag 4 – D&B kreditrating

D&B Rating rapport

Forespurgte: Carlsberg A/S

Dato: 05-08-2009

Kaldenavn: Carlsberg A/S

Adresse: Ny Carlsberg Vej 100

Reg.nr.: 43.698

D-U-N-S Nr.: 30-584-8194

Cvr-nr: 61056416

Telefon: 79 23 11 22

Fax:

Hjemmeside: <http://www.carlsberg.com>

E-mail: carlsberg@carlsberg.com

AAA

Højeste kreditværdighed

Maks. kredit 50.000 DKK/1000

Ratinghistorik

Dato	Rating	Maks.kredit, DKK/1000	Regnskab
24-05-2009	AAA	50.000	31-12-2008
09-04-2009	AA	45.000	31-12-2008
23-03-2009	AA		31-12-2008
26-12-2008	A		31-12-2007
09-07-2008	AA		31-12-2007
16-06-2008	A		31-12-2007
15-01-2008	A	49.393	31-12-2006
15-01-2008	A		31-12-2007
31-12-2007	A	49.393	31-12-2006
19-10-2007	A	49.393	31-12-2006
14-09-2007	A	49.393	31-12-2006
14-09-2007	A	49.393	31-12-2006
14-09-2007	A	40.000	31-12-2006
24-07-2007	AA	32.880	31-12-2005
14-07-2007	AA	32.880	31-12-2005
11-06-2007	AA	32.880	31-12-2005
31-05-2007	AA	32.880	31-12-2005
25-05-2007	AA	32.880	31-12-2005

14-05-2007 AA	32.880	31-12-2005
14-05-2007 AA	32.880	31-12-2005
14-05-2007 AA	32.880	31-12-2005
14-05-2007 AA	32.880	31-12-2005
25-04-2007 AA	32.880	31-12-2005
08-02-2007 A	29.227	31-12-2005
15-06-2006 A	29.227	
10-04-2006 A	29.227	
06-04-2006 A	28.127	
06-09-2005 AA	45.000	
03-05-2005 AA	45.000	
15-04-2004 AA	45.000	
27-03-2003 AA	45.000	
02-04-2002 AAA	50.000	
30-03-2001 AAA	50.000	
21-11-2000 AA	45.000	
11-08-2000 AA	45.000	
17-03-2000 AA		