

Copenhagen Business School

Cand.merc.fir.-studiet

Institut for finansiering og regnskab

Kandidatafhandling 2010



"En strategisk vurdering af Carlsbergs ekspansions- potentiale i Kina – ud fra en scenarieanalytisk tilgang"

("A strategic assessment of Carlsberg's expansion potential in China – from scenario-analytic approach")

Vejleder: Thomas Einfeldt, (Ekstern)

Udarbejdet af:

Daniel Herneth _____

Morten Dalsgaard Nielsen _____

Antal sider : Indeholder 121 sider ex. bilag (svarer til 105 normalsider inkl. 51 figurer, ex. bilag)

Indholdsfortegnelse

Executive summary	7
Introduktion.....	8
Indledning.....	8
Problemfelt.....	9
Motivation	13
Succes kriterier	13
Metode	14
Metodologi – analysestrategi.....	14
Projektets analytiske tilgang	15
Struktur.....	15
Introduktion	15
Metode	15
Carlsberg.....	16
Analyse	16
Strategisk analyse	16
Scenarieanalyse	17
Analyse og udregning af værdier.....	17
Diskussion.....	17
Konklusion	18
Data	18
Databehandling	18
Afgrænsning	19
Antagelser	20
Teoriafsnit	21
Strategisk-analyse	21

Intern analyse	22
Ekstern analyse.....	22
Scenarieanalyse.....	24
Step 1.....	26
Step 2.....	27
Step 3.....	27
Step 4.....	29
Step 5.....	29
Step 6.....	30
Værdiansættelse ved RIDO-modellen.....	30
RIDO-modellen	31
WACC.....	32
Kapitalstruktur.....	33
Långivers afkastkrav	33
Ejernes afkastkrav	34
Budgettering af kernerdriftsaktiviteten.....	35
Intern analyse	39
Kort introduktion af casevirksomheden Carlsberg.....	39
Carlsberg.....	39
Lidt historie.....	39
Carlsbergs engagement i Asien	40
Strategisk analyse	44
Intern analyse af Carlsberg.....	44
Delkonklusion	49
Ekstern analyse	50
Porters Five Forces analyse	50
Leverandørers forhandlingsmagt.....	50

Kundernes forhandlingsmagt	52
Truslen fra nye indtrængere/konkurrenter.....	53
Substituerende produkter	53
Konkurrenceintensitet.....	54
Delkonklusion	57
PESTEL analyse.....	58
Political & law – Politiske og lovgivningsmæssige forhold.....	58
Politiske forhold	58
Politisk outlook.....	59
Lovgivningsmæssige forhold	61
Economical – Økonomiske og demografiske forhold.....	62
Økonomiske forhold.....	62
Demografiske forhold:.....	64
Sociocultural – Sociale og kulturelle forhold.....	66
Technological & Envoirementel – Teknologiske og miljømæssige forhold.....	68
Opsummering i SWOT analyse	70
SWOT analyse.....	70
Strengths - styrker	71
Weakness - svagheder.....	72
Opportunities – Muligheder.....	72
Threats – trusler	74
Delkonklusion på strategisk analyse.....	75
Scenarie analyse.....	76
Step 1.....	77
Step 2.....	78
Step 3.....	80
Analyse af beslutningsfaktorer/nøglefaktorer fra step 2	80

Beslutningsfaktor 1:.....	80
Beslutningsfaktor 2:.....	82
Beslutningsfaktor 3:.....	83
Beslutningsfaktor 4:.....	84
Beslutningsfaktor 5:.....	86
Beslutningsfaktor 6:.....	87
Step 4.....	89
Step 5.....	90
Step 6.....	92
Konsekvenser for Carlsberg.....	94
Chongqing Brewery	97
Kingway	98
Delkonklusion på scenarie analyse.....	100
Værdiansættelsesprocessen	101
Valg af budgetperiode	101
Estimering af WACC.....	101
Budgettering af driftsaktivitet	106
Bestemmelse af RIDO	110
Værdiansættelse ud fra RIDO-model	111
Diskussion af resultater	113
Chongqing.....	113
Kingway	115
Chongqing vs. Kingway?	117
Konklusion	118
Litteraturliste	120
Bilag	123
Bilag 1 – Resultatopgørelse Kingway.....	123

Bilag 2 – Nettolånerente Kingway	124
Bilag 3 – Balance Kingway	125
Bilag 4 – Reformuleret balance Kingway.....	126
Bilag 5 – Resultatopgørelse Chongqing.....	127
Bilag 6 – Nettolånerente Chongqing	128
Bilag 7 – Balance Chongqing.....	129
Bilag 8 – Reformuleret balance Chongqing	130
Bilag 9 – WACC	131
Bilag 10 – Gennemsnitlig selskabsskatteprocent.....	132
Bilag 11 – Udregning af gns. salgs- og produktionsomk. for Kingway	133
Bilag 12 – Valutakurser HKD og CNY	134
Bilag 13 – Udregning af afkastkrav fra ejer Chongqing	135
Bilag 14 – Udregning af afkastkrav fra ejer Kingway	137
Bilag 15 – Udregning af gns. afgiftsprocent	139
Bilag 16 – Udregning af gns. stigning i produktionsomk.	140
Bilag 17 – Udregning af gns. salgs- og produktionsomk. for Chongqing.....	141
Bilag 18 – Proforma resultatopgørelse Chongqing (scenarie 1).....	142
Bilag 19 – Proforma resultatopgørelse Chongqing (scenarie 2).....	143
Bilag 20 – Proforma resultatopgørelse Kingway (scenarie 1)	144
Bilag 21 – Proforma resultatopgørelse Kingway (scenarie 2)	145

Executive summary

This master thesis deals with Carlsberg and their strategic positions in China. Carlsberg and their involvement in Asia will be described, so we will be able to make an analysis specifically on the Chinese beer market. Finally we make a valuation of the strategic positions we recommend for Carlsberg. Our analysis of Carlsberg and the value they can create in the Chinese market can be divided in the three phases.

The first part of the analysis focuses on the strategic aspect. Both the brewery industry and the beer market in China are analyzed, using Porter's Five Forces and PESTEL. The conclusion of the strategic analysis shows that the market holds huge potential, but also that competition is incredibly fierce.

The second part of the analysis is a scenario analysis, which acts as a link between the strategic analysis and the valuation. In the scenario analysis, the knowledge we have presented in the strategic analysis, will be summarized and evaluated in relation to future probabilities and earnings. This is also where we analyze the most optimal and plausible strategy, which we believe is to take over an existing brewery. We find that the Chongqing and Kingway brewery is the most likely investments opportunities. Furthermore we find the following two scenarios:

1. Market growth of 40%
2. Increased taxes on alcohol.

Third and last part of the analysis is the actual valuation of the Chinese market for Carlsberg. Here we use the knowledge we have accumulated throughout this thesis, to value the market under the terms we found in the scenario analysis.

We conclude that Kingway will be the best alternative of the two breweries. Under both the scenarios we find, that Kingway is undervalued and the opposite with Chongqing which is overrated.

Introduktion

Indledning

Gennem hele 2009 har ordene finansiel krise ofte været på mange analytikers læber og adskillige avisers spisesedler. Vi har været vidne til den ene store internationale virksomheds nedbrud efter den anden. Vi har endda været vidne til hele stater, som har været så gearet finansielt, at da krisen indtraf, kunne landets Nationalbank ikke tage vare på sig selv og deres horrible situation.

Der er blevet spået om, hvordan forskellige hjælpeaktioner skulle klare sig, og hvordan og ikke mindst hvornår at verdenssituationen skulle ændre sig til det bedre. Alt dette har medført en enorm frygt på de finansielle markeder. Det faktum har på mange måder gjort det nærmest umuligt at fremskaffe kapital nok til at få gang i væksten igen, da den ekstra risiko har dikteret signifikant højere risikopræmier verden over.

Asien har ofte været anset som et lidt suspekt og usikkert marked. Det skyldes primært nogle politiske forhold, men også deres generelle levevis og kultur, som på mange områder er forældet i forhold til den vestlige verden. Asien har altid været et sted, hvor virksomheder i mere veludviklede lande outsourcede deres produktion til, fordi det omkostningsmæssigt har kunnet betale sig.

Store dele af Asien er og har altid været betydelig mindre velstående end det meste af den vestlige verden. Derfor er det først i den senere tid, at man har set potentiale i Asien som marked for forskellige konsumvarer mv. I takt med forbedrede levevilkår og økonomisk vækst i mange af de større lande i Asien, er der opstået stor fokus på Asien som marked. Med de enorme folkemængder som Asien besidder, vil der for den rigtige strategi, være et kæmpe potentiale på højvolumen-afsætning af forskellige, mere eller mindre, for Asien luksuriøse konsumentvarer, herunder f.eks. øl.

Asien har aldrig været en verdensdel kendt for at drikke megen øl, men igennem det seneste årti, er de vokset til det mest øldrikkende kontinent i hele verden målt på volumen. Dette

har gjort det asiatiske ølmarked til en vigtig potentiel spiller for de store bryggerier i Verden, herunder også Carlsberg, som endnu ikke er særlig eksponeret i det asiatiske.

Problemet med Asien er stadig, at selvom levestandarden er blevet øget signifikant, er der stadig meget forskel på rig og fattig. Desuden har Asien per definition ikke haft en ølkultur, som vi f.eks. ser i Europa, hvor det er meget populært at drikke øl. Derfor kan det være en svær, måske endda umulig, opgave at finde frem til en strategi, som rammer så bredt, at den kan udnytte dele af det potentiale, det asiatiske marked besidder - både hvad angår volumen og pris.

Problemfelt

Carlsbergs opkøb i Scottish & Newcastle tilbage i år 2008 åbnede døren til et af de største ølmarkeder nemlig det russiske. Med opkøbet blev Rusland det enkeltstående vigtigste marked for Carlsberg, med et bidrag på 44 % (Carlsbergs årsrapport, 2009, s. 13) af Carlsberg samlede volumen.

Markedet er dog præget af en del usikkerhed ikke mindst på den økonomiske og politiske front, hvor økonomien er underlagt olieprisens udvikling, er den politiske situation underlagt de politiske ledes lune.

Sidstnævnte scenarie er kommet til udtryk gennem en afgiftsreform på alkoholiske produkter, dette er i sig selv ikke specielt paradoksalt, da man i Rusland har store problemer alkoholmisbrug. Der hvor man kan stille sig uforstående overfor reformens udformning, er ved differentieringen af de afgifter, som de enkelte produkter er blevet pålagt. Den store synder og den mest populære drik i Rusland, vodkaen, er ikke i tilnærmelsesvis blevet pålagt samme afgifter, som eksempelvis malt fremstillede produkter. Carlsbergs egen kommentar til afgiftsreformen:

"Det russiske marked vil uden tvivl blive negativt påvirket af faktiske og fremtidige prisforhøjelser som følge af afgiftsforhøjelse på 200 % pr. 1. januar 2010" (Carlsbergs årsrapport, 2009, s. 6)

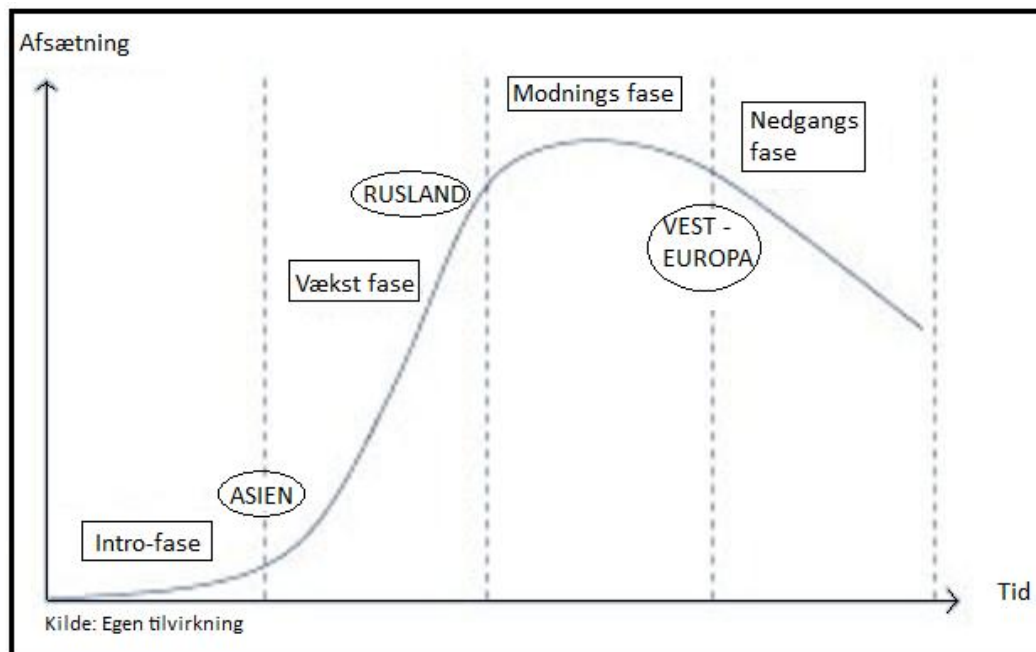
Med en forventet tilbagegang på det vigtige russiske marked, vil det for Carlsberg være naturligt at kigge mod nye vækstmarkeder, hvis strategien om forsat vækst skal realiseres. Alle de lande Carlsberg operere i kan inddeles i tre geografiske grupperinger; Nord- og Vesteuropa, Østeuropa samt Asien.

Det Nord- og Vesteuropæiske marked må siges at være et meget modent marked, hvor der i fremtiden ikke kan forventes den store vækst i omsætning. Hvorfor fokus her må rette sig med at opretholde markedsandele og omkostningsminimere. Nord- og Vesteuropa tegner sig for 43 % af Carlsbergs samlede ølvolumen, nettoomsætningen er 36,5 mia. kr. og gav i 2009 et driftsresultat på 4,2 mia. kr. (Carlsberg A/S årsrapport 2009 s. 12)

På det østeuropæiske marked er Rusland som nævnt det vigtigste marked, det kan/må stadig forventes at markedet i fremtiden vil udvikle sig yderligere i en positiv retning for så vidt angår øl-volumen. Markedet har derfor ikke toppet endnu, men er ved at have noget toppen af sit potentiale, hvorfor man i fremtid ikke kan forvente at markedet vil vokse med den hidtidige volumen hastighed. Det østeuropæiske marked tegner sig for 44 % af Carlsbergs samlede øl-volumen, nettoomsætningen var på 18,5 mia. kr. og driftsresultatet på 5,3 mia. kr. i 2009. (Carlsberg A/S årsrapport 2009 s. 13)

Det sidste område hvorpå Carlsberg operere er det asiatiske marked. Som det kan ses i grafen nedenfor, er det, det marked som er mindst modent af de tre markeder. Det må derfor forventes, at ølvolumen i fremtiden vil stige markant, hvilket gør det til et yderst interessant marked for Carlsberg, hvis intentionen om fremtidig vækst skal realiseres. Det asiatiske marked står for 13 % af Carlsbergs samlede ølvolumen, havde i 2009 et nettoresultat på 4,2 mia. kr. og et driftsresultat på 0,7 mia. kr. (Carlsberg A/S årsrapport 2009 s. 13)

Figur 1 - PLC kurve ølmarkeder



Vi har vha. PLC kurven for Carlsbergs markeder, vist at Asien er det marked med størst fremtidigt vækstpotentiale. Vi finder det derfor interessant at undersøge dette marked nærmere, men for at undgå halve sandheder og overfladiske analyser, vil vi i specialet her, koncentrere fokus omkring et enkelt af de asiatiske markeder. Vores valg er faldet på det kinesiske ølmarked, som af Carlsbergs direktør Jørgen Buhl Rasmussen karakteriseres som et af de vigtigste markeder for at skabe en platform, som kan sikre den fremtidige vækst (Laurits Harmer Lassen, 18.08.2008). Dette leder os frem til følgende problemformulering og dertilhørende arbejdsopgave:

"Hvor stor værdi kan det kinesiske marked tilføre Carlsberg?"

For bedst muligt at kunne besvare ovenstående problemformulering, er vi kommet frem til følgende erkendelsesprocesser/fokusområder, som vi i afhandlingen er nødt til at behandle:

1. Er Carlsberg gearet strategisk til at udnytte potentialet på det kinesiske marked?

- Med dette fokusområde ønsker vi at undersøge hvilken type og størrelse, virksomhed Carlsberg reelt er. Samtidigt vil vi gennemføre en intern analyse af Carlsberg, for at finde styrker og svagheder, som kan vise sig at være en forhindring eller mulighed for dem til at udnytte det potentiale, som vi i problemfeltet har konstateret, er i Kina.

2. Hvor stort er potentialet på det kinesiske marked?

- Dette fokusområde skal være med til at give en forståelse af det kinesiske marked, dets aktører samt interessenter. Til at besvare spørgsmålet vil vi gøre brug af henholdsvis en markeds- og brancheanalyse. Samtidigt vil disse analyser danne projektets empiriske grundlag.

3. Hvilken strategi bør Carlsberg anvende på det kinesiske marked?

- Vi har i de to første arbejdsspørgsmål analyseret på henholdsvis Carlsberg og markedet/branchen, vi vil i dette fokusområde bruge denne viden til at komme vores bud på den optimale ekspansionens strategi, hvis Carlsberg skal have succes på det kinesiske marked.

4. Hvordan vil fremtiden se ud med den valgte strategi?

- Vi vil med dette arbejdsspørgsmål, med den viden vi har dokumenteret projektet hidtil, ved hjælp af scenarieanalyse forsøge at konkretisere udfaldsrummet af den valgte strategi. Dette skal blandt andet være med til at give os en indikation på, om den valgte strategi er den korrekte, samt give økonomisk data til værdiansættelsen i næste fokusområde.

5. Hvad er værdien for Carlsberg, givet de følger de strategier, vi i specialet har fremlagt?

- Dette spørgsmål er det sidste i vores "femtrinsraket", som skal besvare projektets problemformulering: *"Hvor stor en værdi kan det kinesiske marked tilføre Carlsberg?"* Vi ønsker med en værdiansættelses-analyse at finde værdien for Carlsberg på det kinesiske marked, under forudsætning af, at de følger de strategier, som vil være frembragt i scenarieanalysen, givet et eller flere scenarier realiseres.

Det er vores opfattelse at brugen af arbejdsspørgsmål (fokusområder) er med til at give opgaven en intuitiv tilgang og sikre den røde tråd opgaven igennem. Samtidigt vil vi i opgaven forsøge at besvare den frembragte problemstilling i fokusområderne, således vil de automatisk komme til at fungere som en form for delkonklusion for specialet. Mere om selve opgavestrukturen og arbejdsmetoder i metodeafsnittet.

Motivation

Interessen for nærværende afhandling opstod i forbindelse med juniprojektet på cand.merc.fir-studiet, her skrev undertegnede sammen et projekt omkring Carlsbergs investering i Scottish & Newcastle. Det var i den forbindelse, vi blev opmærksomme på, i hvilket omfang det asiatiske marked meget vel kan gå hen og blive en essentiel strategisk position for de største aktører i bryggeribranchen. Vi ønsker derfor med dette projekt at få en større forståelse for det asiatiske marked med hovedfokus på Kina, samt hvilke muligheder Carlsberg har for at skabe merværdi på netop dette marked.

Succes kriterier

En solid og velargumenteret opgave, som formår at afspejle den viden og energi, som vi er gået til opgaven med. Fagligt ønsker vi, at opgaven illustrerer det niveau, som må og kan forventes af en cand.merc.fir-studerende på CBS. Vi har inden afhandlingens påbegyndelse store forventninger til samspillet mellem scenarieanalysen, som er en ny disciplin for os som cand.merc.fir-studerende, og værdiansættelsen som en er disciplin vi tidligere har stiftet

bekendtskab med. Det har som udgangspunkt været vigtigt for os, at afhandlingen skal afsøge nye vidensområder, således at vi vil blive udfordret og derved tvunget til at ligge en god arbejdsmoral for dagen.

Metode

Metodologi – analysestrategi

Til at beregne værdien af det kinesiske marked, vil vi i opgaven gøre brug af budgetterede fremtidige cash flows. Selve modellen til beregningen af investering er en statisk størrelse, hvilket gør, at den værdi vi kommer frem til, ikke i sig selv vil være bedre, end de data vi bruger til beregningen. Det giver opgaven nogle helt specielle udfordringer, da vi således er nødsaget til at komme med kvalificerede bud på, hvordan den fremtidige udvikling vil se ud på/for henholdsvis det marked, vi beskæftiger os med og den aktør, som skal agere på markedet.

For at sikre at vi i projektet finder frem til de bedst mulige estimerede cash flows, har vi valgt at benytte os af en scenarieopbygget analyse. De valgte scenarier i selve analysen, har vi analyseret os frem til ved brug af forskellige strategiske værktøjer, som vil blive gennemgået i teori afsnittet nedenfor.

Brugen af de strategiske værktøjer er med til at forbedre og kvalitetssikre de forretningsmæssige ræsonnementer, antagelser og cash flow, vi opstiller i projektet. Samtidigt er de med til at opbygge solide og realistiske scenarier for, hvordan pengestrømmen i investeringsprojektet kan tænkes at falde ud (Hedegaard, 2006, s. 52).

Vi er klar over, at de værdiestimeringer vi kan frembringe i dette projekt, er et resultat af de data vi bruger til udregningen og at en mindre afvigelse i disse data, kan have stor indflydelse på det endelige resultat. Projektet vil derfor have meget fokus på selve den strategiske investeringsanalyse, da denne er grundlaget for den endelige konklusion og besvarelse af vores problemformulering. Til trods for det usikkerhedsmoment, der vil være i vores beregninger, mener vi, at den strukturerede og analytiske tilgang er med til at sikre en tilstrækkelig datakvalitet.

Projektets analytiske tilgang

Vores erkendelsesproces er med til at give projektet en naturlig deduktiv tilgang. En deduktion består af en række udsagn, hvor hvert udsagn i rækken enten er en præmis eller følger af tidligere udsagn i kæden ved anvendelse af en logisk slutningsregel (www.denstoredanske.dk).

Konklusionerne fra foregående arbejdsspørgsmål vil derfor være en forudsætning for, at kunne besvare efterfølgende arbejdsspørgsmål og så fremdeles indtil den endelige konklusion. Således vil opgaven gå fra teori til data, udtrykke kausale sammenhænge mellem variable, indsamle kvantitativ og kvalitativ data samt tilstræbe at være struktureret. Den strategiske analyse vil dog bære præg af en mere induktiv tilgang med indsamling af data og ved valget af analyseteknik.

Struktur

Vi vil i det følgende, afsnit for afsnit, beskrive de vigtigste faktorer og tanker vi har gjort os rent strukturelt i de forskellige afsnit. Vi vil endvidere trække de teoretiske modeller frem, som benyttes.

Introduktion

I introduktionen vil læseren blive gjort bekendt med problemstilling i nærværende afhandling. Introduktionen vil indeholde en indledning, et problemfelt samt problemformuleringen med tilhørende fokusområder.

Metode

Metodeafsnittet er en forklaring på, hvordan afhandlingens opbygning og tilgang skal forstås. De metodiske overvejelser vil blive frembragt og kommenteret på. Det er således i dette afsnit, at læseren får en forståelse for, i hvilken optik analysen skal ses og tolkes på.

Carlsberg

Vi ønsker med dette afsnit at beskrive Carlsberg, for at give en bedre forståelse af, hvilken type og størrelse virksomhed vi har med at gøre. Afsnittet vil indeholde en kortere historisk gennemgang, med fokus på den seneste udvikling i Carlsberg samt perspektiver for fremtiden.

Analyse

Afhandlingen vil blive del op i tre analyseafsnit – Strategisk analyse, scenarie analyse og en værdiansættelse. Til de forskellige analyser i denne afhandling vil der i hvert analyseafsnit blive brugt forskellige modeller/metoder. I det følgende vil vi kort beskrive hvilke modeller, der danner grundlag for de enkelte analyser.

Strategisk analyse

Der findes mange politiske og samfundsmæssige faktorer i Carlsbergs omverden, som kan påvirke deres beslutningsgrundlag. Disse faktorer kan derfor påvirke værdien af det marked, vi ønsker at analysere. Til at indkapsle de faktorer, vil vi gøre brug af PEST(EL)-modellen, som er en struktureret omverdensanalyse-model. På den måde sikrer vi os, at de væsentligste samfundsmæssige aspekter bliver bearbejdet og reflekteret over.

PEST(EL)-analysen vil blive fulgt op af en "Porter's five forces"-analyse, som har til formål at afdække de branchemæssige forhold, som kan påvirke de fremtidige indtjeningsmuligheder på det kinesiske marked og derfor i sidste ende markedets værdi for Carlsberg.

Samtidigt vil der i den strategiske analyse, være en intern analyse af Carlsberg. Her vil vi gennemgå nogle centrale punkter i Carlsbergs organisation, for bedre at kunne vurdere deres styrker og svagheder, til brug for vores senere analyse af deres potentielle indtjeningsmuligheder.

Den strategiske analyse vil blive opsamlet i en SWOT-analyse, for at give et samlede billede over de stærke og svage sider, Carlsberg besidder, samt de muligheder og trusler, som er på det kinesiske marked.

Den strategiske analyse skal være med til at give en bedre forståelse for det kinesiske marked, med henblik på at kunne opstille nogle realistisk og rationelle scenarier i den efterfølgende scenarie-analyse.

Scenarieanalyse

I scenarieanalysen vil vi holde Carlsbergs strategiske muligheder op i mod de mulige scenarier, som vi har analyseret os frem til i den strategiske analyse. Rent teknisk vil vi gøre brug af en matrice, i hvilken sandsynligheden og effekten på hvert enkelt scenarier vil blive anskueliggjort. På den måde vil de mest sandsynlige scenarier og konsekvensen af disse fremgå ud fra en strategisk valgt position, som også vil blive analyseret på i scenarieanalysen. Konklusionerne vil herefter blive indarbejdet i budgetbehandlingen til brug for værdiansættelsen af markedet.

Analyse og udregning af værdier

Til at vurdere de i scenarieanalysens valgte strategier og scenarier, gør vi brug af en af de kendte værdiansættelsesmodeller. Modellen vi vælger at benytte er en residualmodel ved navn RIDO-modellen. Afsnittet gør brug af de budgetforudsætninger, som vi tidligere i de forskellige analyser finder frem til, for at være i stand til at kvantificere vores eksempler.

Diskussion

I denne del af afhandlingen ønsker vi at reflektere over de delkonklusioner, vi har frembragt, samt at gøre brug af den viden vi igennem projektet har opbygget for at stille os kritiske overfor vores resultater.

Endvidere vil afhandlingens udformning og analytiske tilgang blive diskuteret, dette ønskes således, at der før den endelige konklusion og besvarelse af problemformulering er tænkt over rapportens berettigelse samt opfyldelse af succeskriterierne for afhandlingen.

Vi går i diskussionen ind, og diskuterer de resultater, vi finder frem til i værdiansættelsesprocessen, for på den måde at dels at vurdere deres validitet, men også for at gå lidt ud over de grundlæggende antagelser, som vi gør os igennem analysen.

Konklusion

I konklusionen vil svaret på den fremsatte problemformulering blive givet. Der vil i konklusionen ikke blive frembragt ny viden, men blive opsamlet på de delkonklusioner, vi afhandlingen igennem har afsluttet visse afsnit af med. Alt det mellemliggende fra introduktionen til konklusionen indeholder således svaret på vores problemformulering, men det er i konklusionen, at alle trådene bliver samlet til et mere kort og præcist svar.

Data

De data, som vil blive brugt i nærværende projekt, vil hovedsageligt bestå af sekundærdata. At det er sekundært data vil sige, at det tidligere har været bearbejdet, hvorfor det i nogle tilfælde ikke er så pålideligt som primærdata. Vi er opmærksomme på dette. Samtidigt anerkender vi at vores kilder, som primært vil være Carlsberg, forskellige analysebureauer samt databanker, er underlagt nogle kvalitetskrav og restriktioner i deres formidling af information/data, hvorfor vi anser disse for at være troværdige. Det samme gør sig gældende for, hvad vi ellers må bruge af forskellige fagbøger og lignende.

Databehandling

Den strategiske analyse vil primært bygge på sekundærkvalitativt data. De benyttede data vil komme fra Carlsbergs egne årsrapporter, landerapporter samt markedsrapporter omkring Kina og det kinesiske marked.

Den strategiske analyse vil være struktureret omkring henholdsvis PEST(EL)-modellen og "Porters five forces" (begge beskrevet andetsteds i rapporten). Ligeledes vil der til

beskrivelse af Carlsbergs interne forhold gøres brug af Carlsbergs egne rapporter, men samtidigt vil også artikler fra diverse nyhedsmagasiner blive brugt.

Den kvalitative databehandling, skal være med til at give projektet en bedre forståelse af det kinesiske ølmarked, som vi i projektet ønsker at værdisætte. Samtidigt skal den kvalitative dataanalyse, understøtte projektets udarbejdelse af kvantitativt data, til brug for den egentlige værdiansættelse.

Som bindeled mellem den kvalitative og kvantitative data benytter vi scenarie-analysemetodikken. Scenarieanalysens dispositioner vil brugt til at modellere den fremtidige indtjenings/omkostningsudvikling på det kinesiske marked. Med udgangspunkt i regnskabstal fra www.businessweek.com, og ved brug udviklingstendenserne fundet i scenarieanalyse, vil det nu være muligt at opstille budgetter for en given fremtidig periode. Således vil det også være muligt at udlede den fremtidige forventede residualindkomst til brug i værdiansættelsen.

Afgrænsning

Til trods for dette er et større projekt, vælger vi alligevel at afgrænse os fra ting, som vi mener, vil gøre projektet overfladisk og uskarpt. Det er et ønske at udarbejde kvalitet frem for kvantitet, hvilket betyder, at projektet på nogle områder indsnævres til at se på, efter vores vurdering, de kun mest interessante og relevante ting. Nedenstående vil vi præsentere vores generelle afgrænsninger.

Som udgangspunkt vil bryggerier med grænse op til Kina, som har mulighed for at levere til de kinesiske forbrugere, ikke blive behandlet i dette projekt. Vi ønsker ikke at medtage dem i vores vurdering, da vi mener, det bliver for perifert. Vi ønsker i den forbindelse heller ikke at inddrage, handelsmuligheder uden for Kinas grænser, ved opkøb i et kinesisk bryggeri.

Når vi i vores scenarieanalyse mv. ser på forskellige andre bryggerier i Kina, vælger vi kun at analysere på den kinesiske del af de virksomheder, uanset om de skulle have nogle dattervirksomheder andre steder.

Vi baserer hele afhandlingen på offentliggjorte informationer, således vi er på lige fod med alle andre eksterne analytikere. Det gør, at der er nogle relevante forhold (intern viden), som ikke vil kunne behandles, hvorfor vi afgrænser os fra disse.

Vi vælger at tro på i vores kontekst, at regnskabspraksis ikke spiller nogen rolle, så derfor afgrænser vi os fra at se på denne problemstilling i projektet, selvom det i praksis er en essentiel faktor.

Antagelser

Da Carlsberg er en børsnoteret virksomhed, antager vi i overensstemmelse med den gængse økonomiske teori, at de udelukkede vil tage beslutninger, som er til deres eget bedste. En almindelig grundantagelse er, at virksomheden altid vil vælge det alternativ, som giver det største afkast (Bitsch Olsen og Pedersen, 2004, s. 140).

Det vil få betydning i projektets udvælgelse af de strategier, som vil blive udvalgt i fokusområde 3: *"Hvilken strategi bør Carlsberg anvende på det kinesiske marked?"*. Her skal den beslutning, som ligger til grund for den valgte strategi, udelukkende være baseret ud fra en økonomisk vurdering, og ikke eksempelvis en "corporate social responsibility" beslutning.

Det er i nærværende afhandling, antaget at Carlsberg har de fornødne ressourcer til at gennemfører de strategiske handlingsplaner, som vi analyserer os frem til vil være den optimale strategi. Denne antagelse skal ses i lyset af, at det ikke er Carlsbergs nuværende økonomiske situation (økonomisk råderum/ikke økonomisk råderum), som er fokus for afhandlingen, men værdien af det kinesiske marked givet de følger en bestemt strategi. Skulle vi tage stilling til Carlsbergs nuværende situation, ville opgavens problemstilling derfor have været en anden.

Alt økonomisk data i projektet tager udgangspunkt i ultimo regnskabsår. Således vil alt vores data have samme start og slutpunkt. På den måde er vores udregninger sammenlignelige for et givent årstal. For eksempel er omregningen af regnskabstal for år 2009 sket med valutakursen opgjort ultimo 2009 osv..

Teoriafsnit

I følgende delafsnit vil der blive gennemgået den teori, som vi kommer til at benytte os af gennem den resterende del af projektet. Vi vil søge at diskutere og argumentere bedst muligt, hvorfor vi vælger disse teorier frem for andre, og hvorfor vi mener, de er relevante i denne sammenhæng.

Der vil være dele af den teori, som vi benytter i opgaven, der ikke vil blive behandlet her. Det skyldes primært, at vi anser denne som almen viden, om ikke andet så i hvert fald for målgruppen af dette projekt. Der er derfor visse økonomiske grundlæggende antagelser, som vi ikke vil komme nærmere ind på her, da det er vores mening er for banalt til at gå nærmere i detaljer med.

Selve opgaven er som beskrevet i metoden opbygget i otte trin, hvor vi starter med en introduktion og slutter af med en konklusion. Det vil primært være i de tre midterste afsnit, hhv. den strategiske analyse, scenarie analysen og værdianalysen, hvor vi vil gøre brug af den frembragte teoretiske viden inden for emnerne. Vi vil i dette teoriafsnit gennemgå de modeller, vi vælger at trække ind i opgaven, og vil så vidt muligt argumentere for, hvorfor vi vælger disse frem for andre tilgange.

Strategisk-analyse

I det følgende delafsnit gennemgås de modeller, som benyttes til den strategiske analyse. Den strategiske analyse indeholder følgende punkter; Kort introduktion om Carlsberg og deres engagement i Kina, intern analyse af Carlsbergs styrker og svagheder, ekstern analyse af de udledte potentielle markeder i Asien.

Den strategiske analyse deles op i en ekstern omverdenanalyse og en intern analyse af forholdene i Carlsberg. Omverdensanalysen går ud på at afdække muligheder og trusler for fremtidig indtjening, mens de interne analyser i virksomheden består i at identificere stærke og svage sider (Jens O. Elling et al, 1998). Den interne og eksterne analyse opsummeres slutteligt i en SWOT, for på den måde at konkretisere de forskellige problemstillinger.

Intern analyse

For at karakteriserer hvilke styrker og svagheder, som er internt i Carlsberg, har vi valgt at gøre brug af Jens. O. Elling tilgang til interne analyser. Således bliver den interne analyse opdelt i fokus områder:

- Mål og værdier
- Struktur og systemer
- Ressourcer (Materielle, Immaterielle og humane) og kompetencer

Kortlægning af en virksomheds ressourcer er vanskelig og vil ikke kunne gøres dybtgående af en ekstern analytiker (Jens O. Elling et al 1998, s. 57). Vi tilstræber dog, ved hjælp af Carlsbergs egne rapporter og artikler fra diverse medier, at give et nuanceret billede af Carlsbergs interne situation, med det forbehold som ligger i den fornævnte begrænsning.

Ekstern analyse

At vurdere en virksomheds omgivelser effektivt kræver, at man har en organisation, der besidder evnen til at samle og analysere væsentlige markedsdata. Konkurrenceanalyser og markedsanalyser er fortrolige for succesfuldt virksomheder. Så med det for øje udforsker vi, hvad både primær og sekundær research lærer os om effektiv vurdering af eksterne faktorer og virksomhedens omgivelser (Rigsby & Greco, 2005, s. 27).

Det er ikke målet for en effektiv markedsresearch og analyse at udvikle en liste over hver eneste mulige indflydelsesfaktor, men nærmere at identificere nøgletrends og muligheder på markedet (Rigsby & Greco, 2005, s. 28). Fokus for den eksterne strategiske analyse vil således være at skabe overblik over de vigtigste udviklinger og fremtidige trends til brug for vores scenarieanalyse.

Til at kortlægge den konkurrencemæssige situation/brancheforhold på det kinesiske marked, har vi valgt at gøre brug af Porters Five Forces. Modellen bruger fem områder til at beskrive den konkurrence, som omgiver et bestemt marked, de fem områder er (Plenborg & Gruelund, 2002, s. 23):

- Konkurrenceintensitet
- Adgangsbarrierer
- Kundernes styrkeposition
- Leverandørernes styrkeposition
- Substituerende produkter

Porters Five Forces giver i henhold til problemstillingen mulighed for at analysere på, hvorvidt der i den konkurrencemæssige situation i fremtiden åbnes eller lukkes døre for Carlsberg. Porter hævder, at ved at identificere og vurdere branchens vigtigste strukturelle træk, kan man afgøre konkurrencekræfternes styrke og herudfra den mulige fortjeneste. Det vil gøre os i stand til følgende (Rigsby & Greco, 2005, s. 32):

- At identificere de vigtigste strukturelle træk hos Carlsberg, der påvirker konkurrenceadfærden og indtjeningsevnen, samt analysere på forholdene mellem branchestruktur, konkurrence og indtjeningsniveau.
- At bruge tegn på strukturelle tendenser i branchen til at forudsige forandringer i profitabiliteten.
- At identificere Carlsbergs muligheder for at påvirke branchestrukturen med henblik på at moderere konkurrenceintensiteten og forbedre indtjeningsevnen.
- At analysere konkurrence- og kundekrav i en branche for at kunne identificere nøglesuccesfaktorer – dvs. muligheder for konkurrencemæssig fordel i branchen.

Porters Five Forces vil både give viden omkring den eksterne situation for Carlsberg, men også hvilke interne styrke og svagheder, de må have i forhold til de fem parametre.

Til at undersøge det kinesiske marked og dets fremtidige muligheder, har vi valgt at gøre brug af PEST(EL)-modellen. Modellen beskriver de eksterne faktorer, som virksomheden ikke selv har indvirkning på, men som den samtidigt kan agere i forhold til, derfor kaldes PEST(EL) modellen også for en omverdensanalyse. PEST(EL)-modellen inddeles i følgende fire faktorer (Plenborg & Gruelund, 2002, s. 20):

- **Political & law** – Politiske og lovgivningsmæssige forhold.
- **Economical** – Økonomiske og demografiske forhold.
- **Sociocultural** – Sociale og kulturelle forhold.
- **Technological & Envoirementel** – Teknologiske og miljømæssige forhold.

PEST(EL)-modellen, som vi gør brug af i den strategiske analyse, skal være med til at give en bedre forståelse for de økonomiske og samfundsmæssige mekanismer, som påvirker Carlsbergs engagement på det kinesiske marked. Samtidigt vil vi i scenarieanalysens step 2-3 trække store veksler på den viden, som vi frembringer i PEST(EL) mere herom i teoribeskrivelsen af scenarieanalyse.

Til at vurdere Carlsbergs strategiske position på det kinesiske marked, vil vi gøre brug af en SWOT-analyse. Modellen til brug for SWOT-analysen indeholder følgende fire faktorer:

- **Strengths** - Styrker
- **Weaknesses** - Svagheder
- **Opportunities** – Muligheder
- **Threats** - Trusler

Den interne analyse omkring Carlsberg, vil danne grundlag for de styrker og svagheder, som vi kan frembringe i vores SWOT-analyse. De muligheder og trusler, som er for Carlsberg på det kinesiske marked, finder vi gennem de før nævnte modeller PEST(EL) og Porters Five Forces. Med udgangspunkt i SWOT-modellen vil vi derfor kunne konkludere på Carlsbergs samlede strategiske situation på det kinesiske marked.

Scenarieanalyse

Vi vil i vores strategiske analyse gøre brug af tankegangen, som ligger bag scenarieanalyse, således at vi skiller os ud i forhold til den gængse strategiske analyse, som ses i forbindelse med en almen værdiansættelse.

Scenarieanalysen går i alt sin enkelthed ud på, at man forsøger at skabe et indblik i fremtidens muligheder, således at en organisation kan foretage de nødvendige investeringer og andre beslutninger nu frem for at gøre det for sent ude i fremtiden. For at relatere det til Carlsberg, kan man for vores problemstilling, benytte metodikken til klarlægge Carlsbergs muligheder i Kina, ved at forudsige og diskutere forskellige strategiske og makroøkonomiske scenarier.

Normalt når man taler om scenariemetodikken, ønsker man at understrege at metoden bør adskille sig fra andre fremtidsrelaterede metoder, såsom forecasting, prædiktion og prognoseskrivning (Sørensen og Vidal, 1999, s. 77), men da vi, som sagt, ønsker at gøre vores analyser brugbare til en værdianalyse, bliver vi nødt til at inddrage noget kvantitativt fra de nævnte metodikker.

Overordnet set når man taler om scenariemetodikker, findes der to "skoler" hhv. den amerikanske og den franske. Den amerikanske tankegang baseres på det kvantitative, hvor man primært anvender systemanalyseteknikker og statistik. Hvorimod den franske skole benyttes på en mere uformel måde. Den er baseret på erfaring, intuition, subjektivitet og diskussion (Sørensen og Vidal, 1999, s. 85-86).

Det er vores plan at benytte det vigtigste fra begge verdener. I vores søgen på litteratur om emnet, er vi stødt på teoretikerne Liam Fahey og Robert M. Randall, som har skrevet værket: "Learning from the Future – competitive foresight scenarios" (Fahey og Randall, 1998). De beskæftiger sig med en blanding fra begge verdener, hvorfor vi finder det oplagt primært at tage udgangspunkt i deres metodik.

Bogen definerer scenarielæring således: *"Organisationer, der søger at lære fra fremtidens brug af metoder, der kombinerer scenarieudvikling og beslutningsprocessor inden for strategi. Denne proces kan hjælpe en organisation til at forstå, hvordan de i fremtiden skal agere rent strategisk, med andre ord skal man lægge fundamentet for morgendagen, mens man konkurrerer for at vinde i dags markedsandele (Fahey og Randall, 1998, s. 3-4)."* Bogens forfattere mener, at enhver organisation bør implementere scenarietænkning, hvis de tror på følgende (Fahey og Randall, 1998, s. 4):

- At der i fremtiden vil være en signifikant forskel i produkter, kunder, distribution, udbydere, konkurrenter, teknologi og lovmæssige reguleringer i forhold til nu.
- At en række af fremtidige alternative scenarier, som er betydelig forskellige fra hinanden, vil have indflydelse på dens fremtidige strategiske beslutningstagning.
- At til trods for at mange af nutidens trends vil smitte af på fremtidens, vil mange overraskende scenarier indtræde og have en effekt på virksomhedens handlemåde og drift.

Da vi i denne opgave mener og tror på flere af de tre ovenstående punkter, vil gøre sig gældende for Carlsbergs fremtidige færden i Kina, finder vi det oplagt at benytte os af Liam Fahey og Robert M. Randalls tilgang til scenarieanalyse (The six-step process).

”The six-step process” betegnes som en intuitiv og logisk tilgang til scenarier. For første gang man stødte på denne metode, var hos Royal Dutch/Shell, der søgte at finde en logisk, formel og disciplineret metode til at benytte information, analyse og strukturerede opgavetilgange (Fahey og Randall, 1998, s. 81-82).

Modellen tager udgangspunkt i to grundlæggende antagelser, nemlig at scenarierne skal holde fokus på nødvendigheden af en beslutning, strategi eller et tiltag, og at de skal være logisk struktureret og af intern karakter. For at henhøre det til Carlsberg og vores problemstilling, passer denne metode godt, da vi står overfor at skulle bedømme potentialet af det kinesiske marked, dvs. hvorvidt det er et rentabelt tiltag at ekspandere i Kina.

For at gå nærmere og mere konkret ind i modellen, vil vi i det følgende gennemgå de seks trin slavisk.

Step 1

Det første step består i at finde frem til hvilke strategiske beslutninger, der skal til for at få fokus på scenarierne. Med andre ord skal man specificere og finde frem til, hvilke beslutninger, der skal træffes, dvs. hvilke strategier en given virksomhed har til rådighed. Ved at målrette scenarierne for at de i den sidste ende kan være med til at træffe en eller flere konkrete beslutninger (Fahey og Randall, 1998, s. 84-85).

Step 2

Når ovenstående beslutning er tænkt igennem og truffet, skal man efterfølgende analysere på nøgelfaktorer eller beslutningsfaktorer. Dvs. hvilke ting kunne man tænke sig at vide om fremtiden?

Disse beslutningsfaktorer kunne f.eks. udmunde sig i:

- Markedets størrelse, vækst og volatilitet
- Økonomiske langsigtede estimer
- Lovmæssige reguleringer
- Konkurrence forhold
- Teknologisk tilgængelighed og kapacitet

Som den opmærksomme læser sikkert har opdaget, ligger dette step meget op ad, hvad vi beskriver tidligere i teori afsnittet under den strategiske analyse. Vi ønsker i dette step, at arbejde videre på med viden, som vi oparbejder i blandt andet PESTEL analysen, da dette intuitivt giver god mening.

En vigtig ting at notere sig i dette step, er at alle disse beslutningsfaktorer relaterer til nogle større, udenforstående og ukontrollerbare faktorer, som den enkelte virksomhed ikke har nogen direkte indvirkning på. Dermed ikke sagt, at de interne faktorer, som en virksomhed besidder, ikke er vigtige i denne sammenhæng - men da virksomheden kun har beskeden indvirkning på sådanne faktorer, vil de interne faktorer spille en større rolle i en strategis planlægnings fase - frem for her hvor der tales om udvikling af fremtidige scenarier (Fahey og Randall, 1998, s. 85-86).

Step 3

I det tredje step søger man at fastsætte de eksterne faktorer og styrker, som vil have en indvirkning på værdien af de fremtidige strategiske beslutninger. Selvom det ikke er forudbestemt, hvilken model man skal bruge i dette step, foreslår Fahey og Randall, at man tager udgangspunkt i modellen SEPT, som også ligger op af tankerne bag PESTEL, hvorfor det også er relevant at trække fra den viden vi får i den strategiske analyse.

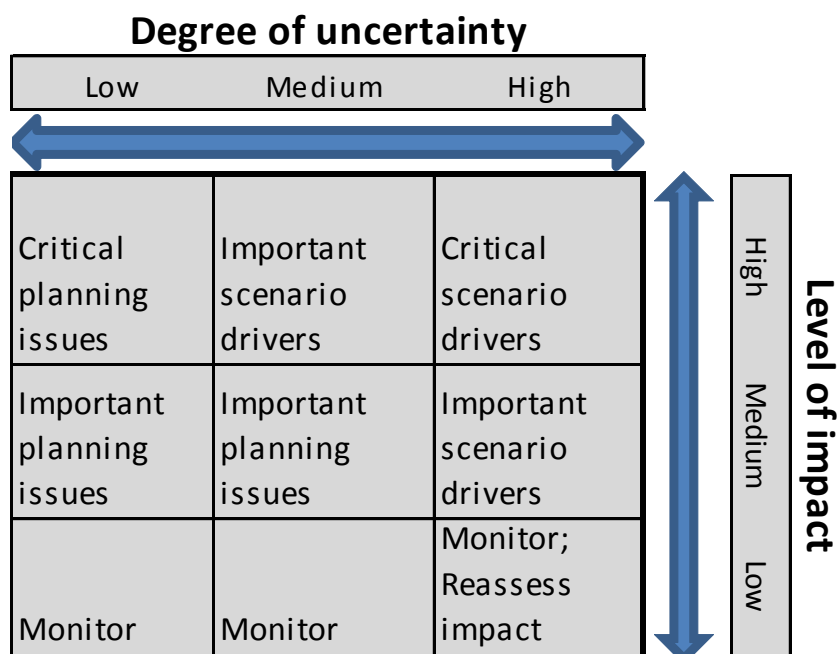
Modellen hjælper analytikeren til at strukturere viden omkring mikro- og makroøkonomiske forhold i forbindelse med case virksomheden. Målet er at opbygge en god og holdbar "conceptual model" af det relevante miljø, en model, som er så komplet som mulig i forhold, hvilke kritiske trends og forcer virksomheden står over for. Til dette vil de modeller, som vi benytter i den strategiske analyse et udmærket værktøj.

Det er endvidere et mål at opbygge et klart billede af præcist de faktorer, som gør sig gældende i den fremtidige verden, som virksomheden potentielt vil befinde sig i, herunder f.eks.:

- Betydelige trends og usikkerheder
- Underliggende faktorer, som vil spille en betydelig rolle for de ændringer, der vil ske i fremtiden.

Det anbefales, når man har fundet frem til de relevante beslutningsfaktorer, at sortere i dem alt efter relevans og usikkerhed. Vi vil i denne opgave benytte en matrice, for at gøre det mere overskueligt:

Figur 2



Kilde: Fahay og Randall, 1998, s. 89

Ved at benytte ovenstående figur, kan man fokusere på hvilke scenarier, som er af højeste vigtighed. I forhold til projektets formål, vil denne model gøre det overskueligt hvilke faktorer af scenarierne, som vi skal lægge mest vægt på hen mod vores endelig værdiansættelse.

Step 4

Fahey og Randall kalder dette step for hjertet af modellen. Det er her, at man finder frem til hvilke dele af scenarierne, som giver mest mening af beskæftige sig med. Selvom man grovsorterer mængden i step 3, er det stadig nødvendigt at gøre det helt skarpt i dette step.

Vi vil i dette projekt på forhånd begrænse antallet af scenarier, som vi vil beskæftige os med, så derfor er dette step ikke så essentielt for projektet, som det er i almen praksis.

Normalt vil man selvfølgelig, jf. figur 2, vælge og udvikle de strategiske faktorer i de forskellige scenarier, som har den højeste grad "impact", samtidig med en mellem til lav grad af "uncertainty". Dvs. dem i den umiddelbare øvre venstre halvdel af figuren (Fahey og Randall, 1998, s. 89-90). Men det er dog ikke nødvendigvis tilfælde for os i denne afhandling, da vi vælger de scenarier ud, som giver mest mening for vores problemformulering.

Step 5

Dette step opstiller nogle kriterier, som gør det lettere at vælge de rigtige og vigtigste faktorer, som omtalt i step 4. Ud fra en tankegang om, at man bør udforske et minimum af forskellige scenarier, er følgende fem kriterier opstillet:

- Scenarierne skal være mulige og realistiske, og ligge inden for hvad der jævnligt sker.
- De forskellige scenarier skal variere betydeligt fra hinanden, således det ene scenarie ikke blot bliver en variant af det andet.
- De skal være internt konsistente, således at scenariet ikke har et eller andet "downside", som gør det urentabelt.
- Hvert scenarie skal indeholde specifik indsigt om fremtiden, som understøtter det beslutningsfokus, der tidligere er valgt.

- Scenarierne skal udfordre virksomhedens kontroversielle viden om fremtiden.

Benyttes disse kriterier, vil det muliggøre en udvælgelse af de mest værdifulde scenarier, på den letteste måde. Det vil også være muligt at eliminere de scenarier, som ikke er plausible og/eller inkonsistente (Fahey og Randall, 1998, s. 90-92).

Step 6

Det er i step 6 at den egentlige analyse i detaljen sker. Det er her, at man finder frem til hvilke implikationer, der foreligger i de forskellige scenarier. Modellen er oprindeligt tænkt som et værktøj til virksomheder, som de kan tilpasse deres strategi, til de mest sandsynlige scenarier. Derved vælges de strategier, som bidrager med mest mulig værdi.

Vi vælger at benytte dele fra teorien om scenarieanalysen ud fra den baggrund, at man får et bredere og mere gennemsigtig output og til dels mere håndgribeligt. Vi vil i scenarieanalysen forsøge at bruge en kvalitativ tilgang i diskussionen, for til sidst at ende ud i nogle mere konkrete bud på, hvad de forskellige scenarier kan generere af værdi for Carlsberg. Det er derfor ønskeligt, at vi under hvert scenarie kan opstille nogle konkrete væksttal (intervaller) til brug for budgetopstillingen og ikke mindst værdiansættelsen. Vi vil derfor benytte 6 step i modellen, som en rettesnor, men ikke fuldt ud, da det efter vores mening ikke vil give det mest retvisende billede af, den verden vi ønsker at tegne.

Værdiansættelse ved RIDO-modellen

Jævnfør projektets arbejdsspørgsmål 5 vil vi i opgaven værdiansætte de strategiske beslutninger i forskellige scenarier, som vi behandler i scenarieanalysen. Det er planen, at vi for hvert scenarie finder frem til nogle forskellige nøgletal, som vi efterfølgende kan bruge i selve værdiansættelsesprocessen. Disse nøgletal er som følger: WACC (weighted average cost of capital), vækst- og budgettal. Vi vil i det følgende komme nærmere ind på disse begreber; hvordan vi benytter dem, og hvorfor det giver mening at benytte netop dem i vores værdiansættelse.

RIDO-modellen

RIDO-modellen er en residualindkomstmodel, som generelt gør brug af forecast af residualindkomst til at værdiansætte egenkapitalen, for at finde en virksomheds eller et projekts værdi. Modellen er en pendant til DCF-modellen, hvorfor der ikke er de store forskelle de to imellem (Elling & Sørensen, 2005, s. 44-46).

Som sagt, vil vi vurdere vores valgte scenarier både ud fra en kvalitativ og en kvantitativ metode, til den kvantitative del vil vi benytte en lidt modificeret RIDO-model.

RIDO-modellen tager udgangspunkt i driften, hvorfor vi ser store fordele ved denne. Dette skyldes, dels at det kan være svært i vores tilfælde at finde dybdegående data, men også at vi tror at det meste af værdien ligger i driften snarere end alt muligt andet.

Modellen tager udgangspunkt i samme tankegang som andre modeller, hvor man dels opstiller et budget for en "livscyklus", som varer frem til et tidspunkt, hvor det ikke længere giver mening at forudsige noget om fremtiden, samt at man tror på at der indtræder en "steady-state" med konstant fremtidig vækst.

Formlen for den gængse RIDO-model ser således ud (Sørensen, 2009, s. 46):

$$V_0^E = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(WACC-g)(1+WACC)^T}$$

Hvor, V_0^E = Markedsværdien af egenkapitalen

RIDO= residualindkomsten fra driften

$WACC$ = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

g = den forventede vækstrate i terminalperioden

EK_0 = Den bogførte værdi af egenkapital på tidspunkt 0.

Man finder lidt simpelt sagt residualindkomsten fra driften ved at tage driftsoverskuddet og fratrække normaloverskuddet fra driften, jf. nedenfor.

RIDO er givet ved følgende formel (Sørensen, 2009, s. 326):

$$RIDO_t = DO_t - (WACC \times NDA_{t-1})$$

Hvor, DO_t = Det normaliserede driftsoverskud efter skat

NDA = Nettodriftsaktiverne (investeret kapital)

WACC

Til at bedømme de scenarier vi analyser for Carlsbergs fremtidige færden i Kina, tager vi udgangspunkt i en nutidsværditankegang, dvs. en vurdering af de forskellige projekters potentielle nutidsværdi i casescenarierne. Vi vil, som sagt, benytte en RIDO-model til at vurdere om en given strategi i tilfælde af et scenarie, vil tilføre Carlsberg værdi. Da WACC'en er en meget følsom og til tider drilsk størrelse, får den sit helt eget afsnit, for vi kan finde frem til, hvorfor den er så essentiel.

WACC'en fortæller noget om en virksomheds kapitalstruktur, om ejernes (aktionærernes) og långivernes afkastkrav. Den er derfor essentiel, når man skal udregne en diskonteringsfaktor til beregning af nutidsværdier på projekter.

Formlen for WACC nedenfor er et produkt af flere størrelser, som skal findes før WACC kan udregnes. Som udgangspunkt er alle størrelserne ukendte, og skal derfor beregnes inden selve WACC (Sørensen, 2009, s. 54):

$$WACC = R_D \times \frac{D}{V} \times (1 - T) + R_E \times \frac{E}{V}$$

Hvor, R_D = långivernes afkastkrav

$\frac{D}{V}$ = markedsværdien af gældsandelen

$\frac{E}{V}$ = markedsværdien af egenkapitalandelen

T = den marginale skatteprocent

R_E = ejernes afkastkrav

Med andre ord udtrykker WACC det forventede afkast på den investerede kapital, og selvom WACC i standardform indeholder afkastkrav på fremmedkapital og fra aktionærerne, kan

man sagtens udvide den således at den medtager andre finansieringsformer såsom minoritetsinteresser og hybrid finansiering, som f.eks. konvertible obligationer (Plenborg & Petersen, 2005, s. 167). I det følgende analyseres WACC'ens bestanddele, hhv. kapitalstruktur, lånerenten, den marginale skatteprocent og ejernes afkastkrav.

Kapitalstruktur

Når man skal beregne en virksomheds kapitalstruktur benyttes markedsværdier, for at finde forholdet mellem gæld- og egenkapitalandel i forhold til den samlede værdi ($\frac{D}{V}$ og $\frac{E}{V}$).

Egenkapitalandelen bliver beregnet med den seneste børskurs ganget med antallet af udstående aktier, da denne giver den seneste værdi af en virksomheds egenkapital.

Markedsværdien af egenkapitalandelen kan ligeledes ansues som egenkapitalen divideret med summen af den netto rentebærende gæld summeret med egenkapitalen.

Alternativet til disse opgørelsesmetoder er enten at benytte en kapitalstruktur fra en sammenlignelig virksomhed, som umiddelbart frivilligt oplyser deres langsigtede kapitalstruktur. Dette kan dog imidlertid være et problem, så derfor kan man benytte en gennemsnitlig kapitalstruktur for en hel branche.

Långivers afkastkrav

Långivernes afkastkrav består af følgende (Sørensen, 2009, s. 56):

$$R_D = (R_f + R_s) \times (1 - T)$$

Hvor, R_f = Den risikofrie rente (samme som ved ejerens afkastkrav)

R_s = Nettolånerente

T = den effektive skatteprocent

Nettolånerenten er defineret ved en vægtning mellem en virksomheds finansielle omkostninger i forhold til den rentebærende gæld, i mange tilfælde som et gennemsnit over flere år.

Den risikofrie rente findes som den effektive rente på f.eks. en lang stående obligation, evt. en statsobligation. Det skal dog understreges, at der ikke findes en ting i den økonomiske verden, som er risikofri, jf. "No free lunch" teoremet.

Den effektive skatteprocent kan observeres ud fra et gennemsnitligt forhold mellem selskabsskatten og resultatet efter skat.

Ejernes afkastkrav

Der findes flere forskellige modeller, der kan estimere ejernes afkastkrav deriblandt CAPM (capital asset pricing model), APT (arbitrage pricing theory) og Three factor modellen (fama french). I dette projekt benyttes CAPM, der beskrives som følger (Sørensen, 2009, s. 51):

$$\text{CAPM: } R_E = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Hvor, R_f = Risikofri rente

β_i = Betaværdien for en virksomhed

$E(R_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

Dvs. at ejernes afkastkrav er en kombination af dels den risikofrie rente og dels et risikotillæg, som bestemmes ud fra markedsrisikoen.

Ideen med CAPM er, at investorer skal belønnes for den ekstra risiko, der tages ved at investere i aktier frem for statsobligationer.

Betaværdien måler den systematiske risiko, og ifølge CAPM er den med til at bestemme det forventede afkast, ud fra hvor risikobetonet en virksomhed er i forhold til aktiemarkedet, som pr. definition har en beta-værdi på 1. Den statistiske betaværdi findes, som følger: (Brealy et al., 2007, s. 298):

$$\beta_i = \frac{\sigma^2_{\text{Virksomhed}}}{\sigma^2_{\text{Aktiemarked}}} * \text{Korr}(\text{Virksomhed}; \text{Aktiemarked})$$

Når den statistiske beta er fundet, går vi også ind og laver en vurdering ud fra nedenstående figur, for efterfølgende at finde et gennemsnit af de to betaer.

Figur 3 - Oversigt over betaer

Driftmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0.4-0.6
Lav	Neutral	Lav	0.6-0.85
Lav	Høj	Neutral	0.85-1.15
Neutral	Lav	Lav	0.6-0.85
Neutral	Neutral	Neutral	0.85-1.15
Neutral	Høj	Høj	1.15-1.4
Høj	Lav	Neutral	0.85-1.15
Høj	Neutral	Høj	1.15-1.4
Høj	Høj	Meget høj	1.4 +

Kilde: Plenborg & Gruelund, 2002, s. 59

For at kunne estimere det forventede afkast på markedsporteføljen eller den såkaldte risikopræmie, benytter man data for en årrække, som man finder sigende. Heraf måler man det årlige afkast på, for på den måde at finde det gennemsnitlige og dermed forventede afkast.

Budgettering af kernerdriftsaktiviteten

Før man kan komme til den endelige værdiansættelse, skal man udarbejde en proforma budgettering og regnskabsopstilling, hvor man benytter den makroøkonomiske og strategiske analyses resultater (Elling og Sørensen, 2005, s. 25-26).

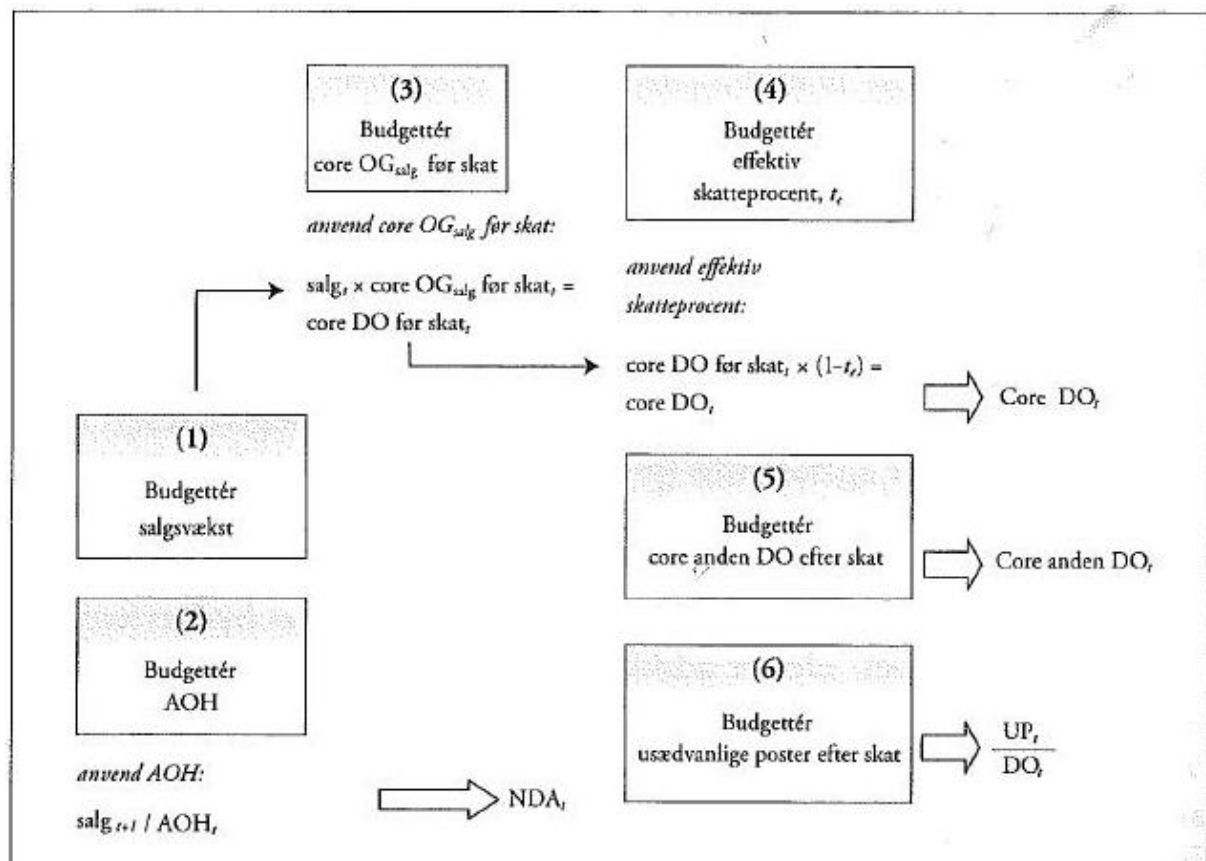
Værdien som et projekt eller en virksomhed generere til sine ejere eller investorer, vil være et resultat af de relationer, der findes mellem drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteter. Det er derfor essentielt at opstille et budget for disse aktiviteter, for at være i stand til at sætte en værdi derpå. Budgettet opstilles på basis af en resultatopgørelse, dvs. som et slags proforma regnskab (Elling og Sørensen, 2005, s. 225).

Da der i denne afhandling er tale om en værdiansættelse af forskellige scenarier og strategier, og ikke en egentlig værdiansættelse i almindelig forstand, vil vi begrænse antallet af forudsætninger for virksomhedens fremtid. På den måde gør vi det mere overskueligt for læseren, hvordan vi kommer frem til vores endelig resultat. Til det er RIDO-modellen god.

I budgetteringsfasen tager man udgangspunkt i budgettering af hhv. salg, driftsoverskud og investeringer i kerne netto driftsaktiviteter (NDA). Budgetteringen involverer følgende værdidrivere: vækstrater for salget, overskudsgraden fra salg før skat, effektiv skatteprocent samt aktivernes omsætningshastighed (AOH).

For at illustrere dette, vil nedenstående figur være ganske bevendt (Sørensen, 2009, s. 314).

Figur 4 - Illustration af budgetteringsprocessen



Kilde: (Sørensen, 2009, s. 321)

Ad 1: I dette punkt opstilles et salgsbudget, som baseres på de antagelser og vækstestimer, der fremkommer i scenarieanalysen. Der findes nogle generelle regler for, hvordan væksten normalt udarter sig i virksomheder, som afhænger af modningsstatus, PLC kurvens antagelser (Sørensen, 2009, s. 321-322).

Ad 2: Ved at budgettere omsætningshastigheder AOH, kan efterfølgende findes frem til størrelsen af nettodriftsaktiverne NDA. (Sørensen & Elling, 2005, s. 228).

AOH = nettoomsætning / gns. NDA .

NDA = salg X 1/kerne AOH (Sørensen, 2009, s. 324).

Til at finde den gennemsnitlige NDA (investeret kapital), tager vi udgangspunkt i en reformuleret balance for de to foregående år for de casevirksomheder, vi kommer til at arbejde med. Dette giver den gns. NDA og AOH i åbningsåret. . (Sørensen, 2009, s. 324-325)

Ad 3: Her budgetteres overskudsgraden fra salget, for på den måde at komme frem til driftsoverskuddet.

Driftsoverskud fra salg = salg X core OG (Sørensen, 2009, s. 325).

Ad 4: Når den effektive skattesats skal budgetteres, vil man se på skatten på driftsoverskuddet i forhold til driftsoverskuddet før skat. Her vil man gå ind og holde skattesatsen fra forskellige lande adskilt, for at få det mest præcise og sigende resultat. . (Sørensen, 2009, s. 325)

Ad 5: I dette punkt estimeres driftsoverskuddet, som senere efter step 6 skal bruges til at udregne RIDO. (Sørensen, 2009, s. 326)

Ad 6: De udsædvanlige poster kan være meget svære at budgettere, så ofte sættes disse til nul.

Med prognoser mv. over DO og NDA, samt en beregning af virksomheden WACC ud fra driften, kan RIDO efterfølgende bestemmes. (Sørensen, 2009, s. 326)

RIDO = DO – (WACC X kerne NDA)

Efter gennemgang af ovenstående skal vi bestemme en relevant budgetperiode, og teoretisk set vil en uendelig periode give det mest retvisende resultat. Men da det imidlertid ikke er muligt, bestemmes en periode frem til, hvor vi mener, at væksten fremover vil være konstant (jf. terminalperioden). Terminal perioden skal indtræde, når følgende betingelser tilnærmelsesvis er indtrådt:

- Vækst i salg er faldet til en konstant vækstrate.
- Overskudsgrad er konstant.
- Omsætningshastighed forbliver konstant.

Ovenstående betingelser vil sørge for, at alle poster i proforma opgørelsen vil have samme konstante vækst som i salget. Det vil også være nødvendigt at inddrage faktorer og information fra den strategiske analyse, for at kunne opbygge og finde frem til en valid budgetperiode (Elling og Sørensen, 2005, s. 234-235).

Intern analyse

Kort introduktion af casevirksomheden Carlsberg

Carlsberg

Dette afsnit skal være med til at give en bedre forståelse af Carlsberg og deres engagement i Asien. Samtidigt skal afsnittet vise, hvilke strategiske dispositioner Carlsberg allerede har gjort sig på markedet. Dette afsnit vil være et vigtigt empirisk grundlag for den strategiske analyse, ydermere vil Carlsbergs fortrukne ekspansionsstrategi blive brugt som udgangspunkt i den senere scenarieanalyse.

Lidt historie

Carlsberg A/S er et dansk bryggeriselskab grundlagt i 1847 af J. C. Jacobsen. I dag er Carlsberg blandt de førende i verden med bryggerier i omkring 50 lande, og bryggeriets premiummærke Carlsberg sælges på mere end 150 markeder. (Carlsberg årsrapport 2009, s. 2)

Carlsberg er godt repræsenteret i Vest- og Østeuropa, men mindre i Asien. Især på de skandinaviske markeder, Tyskland og Schweiz står bryggeriet godt, ligesom det i Rusland har en markedsandel på omkring 40 % gennem firmaet Baltic Beverages Holding (BBH) (Carlsberg A/S årsrapport 2009, s. 15). I Danmark er Carlsberg aktiv gennem det 100 % ejede aktieselskab Carlsberg Danmark.

I januar 2008 fremkom Carlsberg og konkurrenten Heineken med et fælles bud på S&N svarende til 104 mia. kr., som S&N's ejere accepterede. Købet gik endeligt igennem i april 2008. Herved overtog Carlsberg med den største handel i selskabets historie bl.a. S&N's andel af BBH, det franske bryggeri Kronenbourg og græske Mythos.

Carlsbergs ølproduktion var i 2009 på 116,0 mio. hl opgjort pro rata (ift. ejerandel), og selskabet omsatte for 59,4 mia. kr. (Carlsberg A/S årsrapport 2009, s. 4-5)

Carlsbergs engagement i Asien

Carlsberg har i stigende grad øget deres tilstedeværelse på det asiatiske marked, gennem de sidste 10 år. Købet af S&N handlede måske i første omgang, om at få kontrol over det østeuropæiske marked, som i dag også er Carlsbergs vigtigste marked og udgør 44 % af Carlsbergs samlede volumen. Det er dog værd at bemærke, at man med købet samtidigt overtog S&N's andel på 18 % af aktierne i det kinesiske bryggeri Chongqing Brewery, som er det syvende største i Kina (Euromonitor, Beer China).

Carlsberg beskriver selv det asiatiske marked således:

"Asien omfatter gamle modne Carlsberg-markeder og nye ølmarkeder i bl.a. Kina, Indokina og Indien. De asiatiske ølmarkeder er kendetegnet ved høje indbyggertal, voksende økonomier, stigende indkomst pr. indbygger og en stadig forbedring af infrastrukturen. Ølforbruget pr. indbygger er generelt lavt på regionens nye markeder, men det forventes at stige kraftigt i de kommende år. De internationale bryggerier har en høj tilstedeværelse i regionen, ofte i form af joint ventures eller investeringer i lokale bryggerier." (Carlsberg årsrapport 2009 s. 13)

Figur 5 - Markedsoversigt Asien

Asien								
	Befolkning (mio.)	BNP pr. indbygger(USD)	BNP vækst(pct.)	Markedets modenhed(1-3)	Bryggerier	Markedsandel	Ølforbrug pr. indbygger (liter)	Øl: Andel af samlede alkohol- forbrug (pct.)
Malaysia	27,0	13.520	-1,7	3	1	44,1	5	67
Singapore	4,2	38.889	-2,1	3	-	20,4	19	67
Kina	1.325,6	6.719	8,3	1			33	49
- Vestkina					19	59,1		
Vietnam	86,2	2.940	4,7	1	5	34,7	27	75
Laos	6,8	2.200	6,0	1	2	98,7	n/a	n/a
Cambodija	14,7	1.888	-1,5	1	1	41,0	n/a	n/a
Indien	1.140,0	3.117	6,5	1	4	-	1	3

Kilde: Carlsberg årsrapport 2009 Egen tilvirkning

Ovenstående figur viser data for det asiatiske marked, det er ikke svært at få øje på det kinesiske markeds betydning. Den store befolkning, ølforbruget pr. person og markedets lave modenhed, gør at man i fremtiden må forvente en enorm vækst i salgsvolumen, hvorfor det indiskutabelt er et interessant marked.

Carlsberg har i dag fuldt ejerskab eller med i et joint-venture i samlet set 19 bryggerier fordelt på 11 selskaber og i syv provinser (se figur 6 og 7). Samtidigt har Carlsberg aktieposter i yderligere to kinesiske bryggeriselskaber. Som det kan ses i nedenstående figurer, er Carlsberg mest repræsenteret i Vestkina. Det er således også her, man har opnået en markedsandel på omkring de 60 %, dette er langt fra nogen tilfældighed, da Carlsbergs strategi på det kinesiske marked har fulgt en "go west" planlægning.

Figur 6 - Oversigt på Carlsbergs bryggerier

Virksomhed:	Ejerforhold:	Beliggendehed /provins:	Antal bryggeirer	Ejerandel:
Tibet Lhasa Brewery Company Limited	Ass. virk.	Tibet	1	33%
Lanzhou Huanghe Jianjiang Brewery Company Ltd.	Ass. virk.	Gansu	1	30%
Xinjiang Wusu Beer Co. Ltd	Pro rata	Xinjiang	9	61%
Qinghai Huanghe Jianjiang Brewery Company Ltd.	Ass. virk.	Qinghai	1	33%
Jiuquan West Brewery Company Ltd.	Ass. virk.	Gansu	1	30%
Gansu Tianshui Benma Brewery Company Ltd.	Ass. virk.	Gansu	1	30%
Ningxia Xixia Jianjiang Brewery Ltd.	Dattervirk.	Ningxia	2	70%
Carlsberg Brewery Guangdong Ltd.	Dattervirk.	Guangdong	1	100%
Tsingtao Beer Shanghai Songjiang Co. Ltd	Ass. virk.	Shanghai		25%
Kunming Huashi Brewery Company Ltd	Dattervirk.	Yunnan	1	100%
Dali Beer (Group) Limited Company	Dattervirk.	Yunnan	1	100%
Chongqing Brewery Co. Ltd	Ass. virk.	Chongqing		30%

Kilde: Carlsbergs årsrapport 2009 og www.chinabevnews.com Egen tilvirkning

Figur 7 - Kort over provinser/bryggerier



Denne strategi har både sine fordele og ulemper. Af fordele kan nævnes, at der er billigere at komme ind på markedet, hvilket er en konsekvens af den lavere konkurrence på den del af det kinesiske marked, hvilket igen har sikret en position som markedsleder med en andel af

markedet på lige godt 60 %. Af ulemper kan nævnes den fattigdom og tilbagestående samfundsudvikling, som stadig præger den vestlige del af Kina, i modsætning til de østvendte kyster hvor økonomien blomster og udviklingen med hastige skridt nærmer sig vestlig standard.

Carlsbergs adm. direktør, Jørgen Buhl Rasmussen, har følgende kommentar til den Vestkina orienterede strategi og den fremtidige vision (Laurits Harmer Lassen, 18.08.2008):

"Vi er interesserede i at komme bredere ud til nærliggende områder ved løbende at tage skridt fra vest ind mod det centrale Kina - bl.a. via opkøb. Men alene i Vestkina er mulighederne enorme. Vi sidder på ca. 60 procent af Vestkina i et område med en befolkning på ca. 120 mio. Det er langt flere mennesker end Storbritannien og Skandinavien tilsammen, og det er et marked, hvor forbrugerne løbende køber bedre og dyrere øl."

Da Carlsberg overtog S&N, fik man også et delejerskab af fem bryggerier i Chongqing provinsen, som pludselig er blevet den østligste forpost for Carlsberg i Kina. Som det kan ses i citatet fra Jørgen Buhl Rasmussen ovenfor, ligger det i planerne, at man gerne vil udvide forretningen mod øst. Der er da heller ikke noget at tage fejl af i følgende citat af J.B. Rasmussen (Søren Kragballe, 29.06.2009):

"Overtagelsen af bryggerierne i Chongqing er et vigtigt skridt i forsøget på at udvide vores forretning. Chongqing er tæt på de områder, hvor vi allerede står stærkt, og det vil være et naturligt springbræt for os til at bevæge os yderligere østpå. Det betyder ikke automatisk, at vi en dag bliver repræsenteret i hele Kina som et nationalt bryggeri, men det kan blive en vigtig brik i forsøget på at gå endnu længere mod øst."

Godt et år senere fra ovenstående citat, har Carlsberg netop offentlig gjort opkøbt aktier i bryggeriet Chongqing, og ejer derfor nu omkring 30 % af aktierne i selskabet. Kommunikationsdirektør Jens Bekke har følgende kommentar til opkøbet (Sonny wichmann, 10.06.2010):

"Det er et meget vigtigt skridt i vor strategi, der bygger på, at Kina er et fremtidigt vækstmarked. Nu kommer vi ind i Midtkina, hvor selve bryggeriet har 80 procent af markedet i en region med 30 millioner indbyggere"

Carlsberg viser således, at der er handlekraft bag mange af de fine ord om at øge deres engagement i Kina, og at Carlsberg reelt ser markedet som en fremtidig indtjeningsplatform. Vi kan igennem deres udtalelser, som vi har citeret i dette afsnit, dokumentere at opkøb af eksisterende virksomheder ses som en naturlig del af ekspansionsplanerne på det kinesiske marked.

Strategisk analyse

Intern analyse af Carlsberg

I den følgende del af den strategiske analyse vil vi fokusere på den interne del af Carlsbergs forretninger. Som beskrevet i teoriafsnittet vil vi gennemgå emner, som har med Carlsbergs mål og værdier, kompetencer og ressourcer at gøre. Herunder også hvordan Carlsberg er struktureret. Vi vil ikke i denne afhandling komme ind på, hvordan Carlsbergs produktion hænger sammen, da det antageligvis fungerer, og det ikke vil have nogen relevans for vores senere konklusion. Det følgende tager udgangspunkt i, hvad Carlsberg selv fortæller på deres hjemmeside, hvis andet ikke er påført.

Det er generelt for Carlsberg, at de stræber mod at være ambitiøse, innovative, ærlige og ansvarlige, hvilket er blandt de kerneværdier, som sættes allerhøjest på dagsordenen. Carlsberg har en mission om at skabe værdifulde oplevelser for kunder og forbrugere, samtidig med et ønske om at være kommercielle, herunder via sponsorater og skabe værdi på bundlinjen.

Ved at søge at opbygge et hurtigt globalt voksende øl selskab world wide, er det et princip, at Carlsberg ønsker at være en væsentlig aktør på de markeder, som de vælger at konkurrere på. Carlsberg har valgt at fokusere på de markeder, hvor de mener, at koncernen har en tilstrækkelig ekspertise og selvfølgelig også de rigtige produkter for at tilsikre en førende position.

Carlsbergs portefølje består af bryggeriets aktiviteter i tre geografiske regioner: Nord & Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Den regionale opdeling giver en stærk balance mellem modne og vækstmarkeder, samt store og små øldrikkende nationer. Carlsberg mener selv, at porteføljen er veldiversificeret, og at den har positioneret selskabet godt for profitabel fremtidig vækst.

I de lande, hvor Carlsberg ikke selv har bryggerier, sælger koncernen sine produkter via eksport og licensaftaler. Det er Carlsbergs mål at etablere og udvikle stærke markedspositioner for deres internationale premiumbrands gennem dynamiske partnerskaber med licens-, eksport- og afgiftsfrit partnere rundt omkring i verden.

Målet med den asiatiske region er, at fortsætte med at udvikle denne del af porteføljen således, at regionen kan supplere Østeuropa som en yderligere vækstmotor for koncernen. I de mindre modne markeder i Asien, herunder Kina, vil indsatsen i de kommende år være om at skabe yderligere vækst. Der vil i stigende grad være mere fokus på, at skabe en balancegang mellem volumen og værdi.

Det er derfor Carlsbergs samlede mål, at skabe en vækstplatform, med fokus på portefølje og mix, samt at gennemføre synergier ved fortsat at opbygge mindre markeder og ikke mindst nye markeder.

Carlsberg besidder 5 prioriteter i deres generelle forretning, hhv. geografi, produkter & innovation, brands, aktiver og ledelsen & organisation.

Geografi

Hvad angår geografien er Carlsberg gruppens forretningsportefølje delt op i tre geografiske regioner:

- Nord- & Vesteuropa, Østeuropa og Asien

Denne regionale opdeling skaber en stærk balance mellem modne markeder og vækstmarkeder, og positionerer selskabet godt for at sikre et godt fundament for fremtidig rentabel vækst.

Produktion & innovation

Carlsbergs kerneforretning er baseret på produktion og salg af øl. Innovation og nyudvikling af nye produkter vil derfor først og fremmest være inden for ølkategorien, hvilket komplementeres godt af, at Carlsbergs kernekompetencer befinder sig inden for malt- og kornbaserede drikke.

Innovation og nye produkter vil derfor bygge på disse kernekompetencer og med fokus på øl og eventuelt relatere til nye segmenter såsom f.eks. kvinder og sundhed.

Porteføljen kan, som vi har set på det danske marked, udvides med andre drikkevarer såsom læskedrikke, cider eller vand, hvor dette måtte være understøttet af infrastrukturen, og ville kunne bidrage til forretningens samlede værdi.

Brands

Varemærket Carlsberg er baseret på nogle store kendte og velrenommerede brands, som er kendt mange steder verden over. Carlsberg sætter stor pris på at være en varemærkebaseret virksomhed. Carlsberg vil fortsat fokusere på at udvikle og styrke sin varemærkeportefølje på grundlag af en kombination af lokale "power brands" og internationale ølmærker.

Carlsberg har et ønske om at give premium-segmentet¹ en større vægt, således den vil indgå som en vigtig del af porteføljestrategien. Det vil ske enten så vidt mulig ved at eje sine premiumbrands eller indgå partnerskaber, hvor ejerskab ikke er muligt, for på den måde at styrke sin position inden for dette segment.

Aktiver

Carlsberg vil fortsat eje aktiver, på de områder, hvor de udgør en væsentlig del af Carlsbergs kernekompetencer. Hvor dette ikke er tilfældet, vil Carlsberg være åben over for alternative ejerskabsmodeller.

Ledelsen & organisation

Carlsberg vil i fremtiden fortsat holde fokus på udvikling af medarbejderne og opbygning af kompetencer, som er en vigtig del af det daglige arbejde i Carlsberg. Den kontinuerlige indsats suppleres med en række programmer, som ud over lederudvikling omfatter talentudvikling, interne akademier for produktion, indkøb og marketing samt personlige udviklingsprogrammer henvendt til både ledere og medarbejdere på forskellige niveauer i organisationen.

Ud over de 5 generelle interne prioriteter har Carlsberg tilbage i 2008 lanceret begrebet "Winning Behaviours" med henblik på at samle 45.000 medarbejdere verden over om en fælles Carlsberg-kultur.

"Winning Behaviours"

¹ Øl, som er af høj kvalitet og ofte lidt dyrere end almindelige konsum øl.

Hvert selskab i Carlsberg-gruppen fik ét år til at indføre "Winning Behaviours", og for at sætte skub i udviklingen, blev principperne først introduceret til de lokale topledelse med henblik på at sikre overensstemmelse med lokale forretningsmål. Efter evaluering på indførelsen af "Winning Behaviours", kunne Carlsberg se at projektet havde været en succes. Det betød i 2009, som var et vanskeligt år på mange områder, at "Winning Behaviours" kunne gøre en forskel at fungere som katalysator for indsatsen trods de udfordrende tider. "Winning Behaviours" er også en del af de fire fokusområder, som inden for den strategiske kontekst er der yderligere defineret, hvor Carlsberg vurderer, at det er muligt at skabe markante ændringer og vinde på markederne. De fire fokusområder er følgende (Carlsbergs årsrapport, 2009, s.19):

Step Change Innovation: *Betyder at Carlsberg vil excellere inden for Step Change.*

Innovation og Value Engineering: *Målsætningen er færre men mere synlige og effektive "produktnyheder" på tværs af flere lande. Dette omfatter både ølkategorien og malt- og kornbaserede drikke, men også emballage, marketing og kommerciel eksekvering. Carlsberg vil skærpe sit fokus ikke blot på udvikling og lancering af helt nye produkter, men også på videreudvikling af allerede eksisterende produkter, f.eks. nye smagsvarianter eller nye emballageformer som følge af stigende salg i døgnbutikker og kiosker.*

Effektivisering: *Carlsberg vil løbende justere og optimere omkostningsbasen og den investerede kapital, herunder bryggeristrukturen, på alle markeder. I de senere år har Carlsberg gennemført en række Excellence-programmer. De har omfattet en systematisk effektivisering af processer og arbejdsgange i hele værdikæden inden for bl.a. produktion, indkøb, administration og logistik. Carlsberg vil fortsat foretage forbedringer og effektiviseringer inden for både det kommercielle område, produktion, indkøb, logistik og administration. Dette omfatter også centralisering af opgaver og funktioner, hvor det er fornuftigt ud fra et forretningsmæssigt synspunkt.*

Kommerciel eksekvering: *Fremragende kommerciel eksekvering er både back-end- og front-end-orienteret og omfatter bl.a. følgende områder:*

- *Optimering af salgsprognoseprocessen.*
- *Ensartet tilgang til eksponering af varemærker.*

- *Omsætning af unik viden om forbrugerne til handlingsstrategier.*
- *Value Management i absolut topklasse.*
- *Udnyttelse af indgående kendskab til kunderne til værdiskabelse.*
- *Sikring af den optimale infrastruktur og logistik på alle markeder*

I Carlsberg-gruppen, er det at forbedre effektiviteten en kontinuerlig proces, der omfatter hele værdi- og efterspørgselskæden, hvor de skal tage hensyn til blandt andet porteføljens sammensætning, tendenser inden for emballage, og produktionen set-up ændringer. Som et resultat af effektiviseringsprocessen, er en række bryggerier blevet lukket i de senere år, herunder et i København.

Carlsberg har gennemført en række Excellence-programmer, som har dækket systematisk effektivisering af processer og procedurer på områder som produktion, logistik, indkøb og administration. Excellence initiativer vil fortsat være på dagsordenen hos Carlsberg, også på de mindre modne markeder, hvor Excellence programmer, der rulles ud er i en ændret form, således gør at omkostningsbasen også her kan optimeres. Den erhvervede viden ved kørsel i første runde på de modne markeder, kan benyttes videre på de mindre modne markeder.

En anden vigtig løftestang for yderligere at øge effektiviteten i hele Carlsberg-gruppen er det kontinuerlige arbejde med stadig mere globaliseret og centralisere en række backoffice funktioner. Standardisering er den næste fase i Carlsbergs igangværende arbejde med at øge effektiviteten i alle dele af virksomheden.

Som med tidligere projekter, er standardiseringsprojektet blevet rullet ud først på modne europæiske markeder og senere i koncernens øvrige markeder. Ud over at skabe øjeblikkelige synergier ved at reducere kompleksiteten i gruppen, har standardiseringen resulteret i større gennemsigtighed på tværs af virksomheden, som vil give nye muligheder for at optimere arbejdsmetoder og processer. Dette vil også være en vigtig løftestang for mere præcise og hurtigere beslutningsproces.

Delkonklusion

(besvarelse af arbejdsspørgsmål 1)

Som vi har set i ovenstående interne analyse af Carlsberg, er Carlsberg en ældre rutineret virksomhed, som agerer på mange forskellige markeder rundt omkring i verden. Carlsberg er til dels markedsleder på flere af de omtalte markeder, hvilket gør, at de både har erfaring som prissætter og prisfølger. Dette er en god evne at have, da man ofte skal udøve forskellige strategier afhængig af markedet.

Endvidere kunne vi se, at Carlsberg arbejder ud fra en strategi i Kina, som bygger på opkøb af eksisterende virksomheder, således de opnår bestemmende indflydelse i selskabet.

Carlsberg er en virksomhed, der fokuserer på, at udvikle deres kompetencer, dels ved implementere deres mange forskellige udviklingsprogrammer, som har vist sig at bære frugt på den samlede effektivisering. De ser effektiviseringen som en kontinuerlig proces, som omfatter hele værdikæden. Så på baggrund af ovenstående analyse ser vi ingen problemer i at konkludere, at Carlsberg i høj grad er strategisk og driftmæssigt gearret til at udnytte det potentiale, som er på det kinesiske marked.

Ekstern analyse

Porters Five Forces analyse

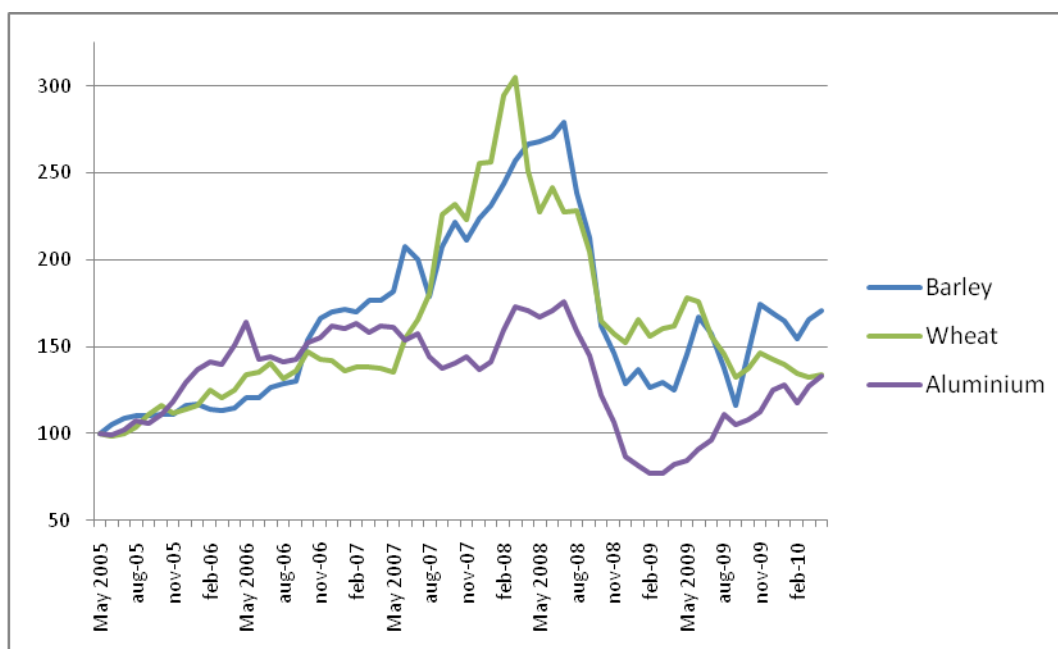
Leverandørers forhandlingsmagt

Bryggerierne i Kina har mulighed for at vælge mellem flere leverandører af malt og humle, hvilket bevirker, at leverandørernes forhandlingsmagt som udgangspunkt er relativ lav.

En fejlslagen høst lokalt i Kina kan dog være med til at ændre magtforskellen mellem virksomhed og leverandør. Den globale infrastruktur er dog så udviklet, at i tilfælde af fejlhøst, vil man enten kunne importere produkterne eller ingredienserne andetsteds fra. Hvis det utænkelige skulle ske, at høsten globalt set slår fejl, vil leverandørens magt være uset høj, men det vil i givet fald gælde for alle parter og konkurrenter. Leverandørernes forhandlingsmagt øges ved, at råvarerne ikke kan substitueres for bryggerierne, da de er essentielle i brygningsprocessen.

Udviklingen i relevante råvarepriser gennem de seneste fem år kan ses i nedenstående graf:

Figur 8



Kilde: www.indexmundi.com/commodities og egen tilvirkning.

Figur 8 viser udviklingen råvarepriserne for byg, hvede og aluminium, som er blandt de ressourcer, som Carlsberg i stor stil benytter sig i sin produktion. Udviklingen i indexene har siden 2005 generelt været stigende. Man har set en betydelig større stigning i priserne på byg og hvede frem til feb-maj 2008, efterfulgt af et drastisk fald frem til nov-dec 2008, hvorefter priserne er stagneret. Hvad angår aluminiumpriserne har disse udviklet sig mere moderat omkring et gennemsnit på index 125.

Da Kina besidder en stor del af verdens befolkning, betyder det, at hvis Kina generelle købekraft og forbrug stiger, har det en indvirkning på verdensefterspørgslen på f.eks. råvarer. Da Kina tilbage i 2008 var vært for OL, skete der en del med Kinas vækst og forbrug, hvilket også var medskyldig i den store stigning, som figuren viser.

I tilfælde af generelle råvarer prisstigninger, har bryggerierne egentlig ikke den store mulighed for at protestere, da de som sagt ikke kan substituere råvarerne. Råvarerne er standardiserede produkter og prisen bliver sat på verdensmarkedet, så umiddelbart er det meget svært for bryggerierne at forhandle sig til bedre handelsvilkår end konkurrenterne. De har dog mulighed for at lade de øgede omkostninger gå videre på forbrugerne gennem øgede salgspriser, men det har sjældent nogen god effekt for afsætningen.

Der findes få store leverandører af dåser, plastik- og glasflasker, hvilket øger leverandørernes forhandlingsstyrke, der er dog den begrænsning, at hvis leverandøren skruer sin prisforventninger for højt op, vil det i givet fald måske give de store bryggerier incitament til at starte sin egen produktion af disse halvfabrikata. Så derfor må der alt andet lige være fuldkommen konkurrence fra leverandørernes side, til trods for, at det intuitivt mere skulle ligne et monopol.

Da Carlsberg er verdens fjerde største bryggerigruppe (Carlsberg A/S årsrapport 2008. 5) med en enormt salg verden over, må det kunne antages, at man som producent af de efterspurgte råvarer, vil have stor interesse i at have Carlsberg som kunde. Derfor må denne være villig til at give det absolut bedst tænkelige tilbud, for at Carlsberg vælger dem som handelspartner.

Kundernes forhandlingsmagt

Bryggeribranchens kunder består primært af fødevarekæder, restauranter, lokale fødevarebutikker og kiosker, hvor det alt andet lige må være de større fødevarekæder, som har den største forhandlingsmagt overfor bryggerierne, grundet den større afsætning. Det er således strukturen og størrelsen på aftageren, som er de vigtige parametre i forhold til kundens styrkeposition.

Kundernes styrkeposition er relativ væsentlig, da disses forhandlingsevner sætter en ramme for den egentlige prisfastsættelse, og vil dermed kunne give store økonomiske konsekvenser for Carlsberg og branchens andre aktører.

Da ølmarkedet, består af en branche med meget homogene produkter og lave *switching cost* for kunden, vil kunden generelt have en høj forhandlingsstyrke. Kundernes magt stiger yderligere, hvis de er indifferente omkring hvilke mærker øl, de vælger. Des mere differentieret mærket er, fx gennem smagen eller mærkets image, jo større er købers *switching costs*.

Hvis købere gør brug af deres forhandlingsstyrke vil det oftest komme til udtryk gennem krav om prisnedsættelse eller øget service, som i sidste ende vil kunne presse bryggerierne på bundlinjen.

Da Carlsberg positionerer sig på markedet som leverandør af premiumøl, må denne position derfor alt andet lige give mærkeproducenterne mere magt og bedre forhandlingsstyrke overfor kunderne, frem for discount og non label producenterne. Typisk vil producenter af discountvarer være meget omkostnings sensitive, og derfor ikke være i stand til at sænke deres priser og fører priskrig, modsat udbydere af mærkevarer, som vil have lidt profitmargin at give af.

Som tidligere nævnt har Carlsberg meget fokus på kunden og deres behov, hvilket med andre ord må betyde, at kunden besidder en vis magt overfor Carlsberg. Det må dog tolkes som en magt, at Carlsberg frivilligt har givet dem, for på den måde at gavne forretningens omdømme.

Truslen fra nye indtrængere/konkurrenter

De største bryggerier har betydelige stordriftsfordele, hvilket gør det svært for nye konkurrenter at matche de lave omkostninger. Samtidig med udsigt til en længerevarende globaløkonomisk krise, er effektivisering og omkostningsminimering blevet et endnu vigtigere punkt. Markedet indeholder allerede mange ølvarianter, hvilket gør det svært for nye konkurrenter at differentiere sig.

Det kræver branding og kendskab til værdikæden at drive et bryggeri. For selvom, at man relativt simpelt og omkostningslet kan opstarte et lokalt mikrobryggeri, vil det stadig være dyrt at markedsføre sit produkt for at gøre forbrugeren bekendt med det. Desuden kan man forestille sig, at det kræver et mere modent ølmarked for at acceptere mikrobryggerikulturen, som vi har set i blandt andet Danmark.

Givet at man ønsker at komme ind på markedet og forsøge sig som ny aktør, vil det betyde, at der skal investeres dyrt i produktion og logistik, samt marketing til at etablere mærkets image, hvilket betyder, at det kræver en stor opstartskapital.

Da markedet i Kina, som tidligere nævnt, består af nogle få enorme udbydere samt en masse mindre lokale bryggerier, vil man som ny aktør i høj grad skulle "købe sig ind på markedet", for at kunne vinde markedsandele. Det betyder, at man skal være i stand til at stille en relativ stor mængde kapital til initialinvesteringen. Så derfor kræver det et meget effektivt og risikovilligt kapitalmarked, som kan skyde penge i foretagende, eller stor mængde frie likvider.

Substituerende produkter

Som følge af den økonomiske fremgang i Kina, befolkningens stigende levestandard/rigdom og en mere vestlig orienteret forbrugsadfærd, er efterspørgslen på mere luksuriøse produkter opadgående. Så på trods af faldende forbrug af spiritus produkter, er de kinesiske forbrugere ved at få øjnene op for den mere raffinerede spiritus såsom cognac og whisky, som har stingede salgstal.

Lidt i tråd med ovenstående, er der også en stigende efterspørgsel efter udenlandske vine. Forbrugerne er ved at tage drue baserede vine til sig, hvor man tidligere i Kina svor til risvine. Samtidigt falder det at drikke vine, frem for stærkere alkohol produkter, bedre i tråd med den sundhedsbølge (nævnt andetsteds i rapporten), som præger landet.

Konkurrenceintensitet

Når vi skal analysere på konkurrenceintensiteten, spiller de fire forudgående punkter en væsentlig rolle. Det må forventes, at konkurrenceintensiteten er størst ved lave adgangsbarrierer og ved trusler fra substituerende produkter. Disse punkter skal naturligvis medtages i den endelige vurdering af konkurrenceintensiteten, men først vil vi give et overblik over den nuværende konkurrence på det kinesiske ølmarked.

China Resources Enterprise, som er et joint venture med SABMiller, var det bryggeri som i løbet af 2009 solgte mest volumen øl, samlet set 19 % af al øl. Selskabet fortsætter med at fokusere på at øge kvaliteten af sine produkter, som konsekvens heraf steg den gennemsnitlige salgspris på deres produkter med 24 % mellem 2007 og 2008.

China Resources Enterprise annoncerede i marts 2009, købet af Hupo Beer lokaliseret i Shandong provinsen, for at øge sin markedsandel/konkurrenceevne i forhold til Tsingtao. Derudover har China Resources Enterprise i februar 2009 erhvervet yderligere tre lokale øl producenter i provinserne Anhui, Liaoning, og Zhejiang. (Euromonitor, Beer – China)

Guangzhou Zhujiang Brewery registrerede den største tilbagegang i markedsandel/volumen de seneste år. Zhujiang Beer er et lokalt mærke i Guangdong provinsen, i det sydlige Kina og tegner sig for over 80 % af salget. Imidlertid blev salget af mærket hårdt ramt af den økonomiske afmatning og lukning af et stort antal fabrikker og efterfølgende fald i den erhvervsaktive befolkning i regionen. Desuden har Guangzhou Zhujiang Brewery også mødt kraftig konkurrence i Guangdong-provinsen fra førende producenter som China Resources Enterprise (Euromonitor, Beer- China).

Indenlandske ølproducenter dominerer ølsalget i Kina, med de seks største indenlandske producenter, som tegnede sig for 52,6 % af ølmakedet/volumen i Kina. Det bør dog bemærkes, at nyligt oprettede Anheuser-Busch InBev rangerer som det tredje største

bryggeri, fremadrettet vil bryggerierne kunne udnytte deres distributionsnet og derigennem øge tilgængeligheden af traditionelle lokale mærker i hele landet. For eksempel, er Harbin Beer, der er den mest solgte øl i det nordøstlige Kina, nu også tilgængelig i øst og Sydkina. Desuden har andre multinationale producenter som Carlsberg og Heineken også øget deres fokus på Kina. Carlsberg har erhvervet bryggerier i Xinjiang-provinsen i april 2009 og fokusere i stigende grad på at udvikle sine aktiviteter i Vestkina. (Euromonitor, Beer – China)

Det er værd at notere sig, at foruden konkurrencen på slaget af øl, er der også en intensiv konkurrence inden for M&A aktivitet. Som det kan ses i figur 9 er "andre" bryggeri listet til at have en samlet markedsandel på 27,7 % i 2009. Det er netop disse "andre" bryggeri, som de større bryggerier lurer på at opkøbe, som en strategi for at vinde lukrative markedsandele.

Figur 9 - Fordeling af markedsandele

% total volume	2005	2006	2007	2008	2009
China Resources Enterprise Co Ltd	13.1	15.4	17.9	17.9	19.2
Tsingtao Brewery Co Ltd	13.4	12.9	12.9	13.0	13.4
Anheuser-Busch InBev NV	-	-	-	12.1	10.8
Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	10.2	10.2	10.4	10.4	10.7
Henan Jinxing Brewery Group	4.2	4.6	4.3	4.2	4.1
Guangzhou Zhujiang Brewery Co Ltd	4.0	3.8	3.5	3.0	2.9
Chongqing Brewery Co Ltd	2.4	2.8	2.6	2.4	2.5
Suntory Holdings Ltd	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8
Carlsberg A/S	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
Kingway Brewery Holdings Ltd	1.7	1.9	1.9	1.6	1.4
Asahi Breweries Ltd	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
Asia Pacific Breweries (S) Pte Ltd	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3
S & P Co	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Oriental Brewery Co Ltd	-	-	-	-	0.4
San Miguel Brewery Inc	-	-	-	-	0.2
Heineken NV	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Kirin Holdings Co Ltd	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Anheuser-Busch Cos Inc	5.6	5.4	5.5	-	-
InBev	5.2	7.7	7.3	-	-
Fujian Sedrin Brewery Co Ltd	2.7	-	-	-	-
San Miguel Corp	0.2	0.2	0.2	0.2	-
Others	30.2	28.2	26.3	28.3	27.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: Official statistics, trade associations, trade press, company research, store checks, trade interviews, Euromonitor International estimates

Kilde: Euromonitor – Beer China.

En lille beregning, med udgangspunkt i nedenstående figurer 10 og 11 viser at øl i 2004 stod for 83,4 % af den samlede volumen af solgt alkohol, mens andelen af den solgte volumen som kan tilskrives øl i 2014 menes at ligge på 86,9 %. Samtidigt forventes salgsvolumen af øl at stige fra 43 milliarder liter i 2009 til 61,2 milliarder liter i 2014, det er en stigning på 41,8 %

Vi kan således konstatere, at på trods af at Kina allerede i dag et af verdens største ølmarked, vil vækst fortsætte de kommende år.

Figur 10

Sales of Alcoholic Drinks by Sector: Total Volume 2004-2009

Beer	27,598.8	30,437.5	34,594.6	38,640.3	40,673.8	43,001.8
Cider/Perry	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
RTDs/High-Strength Premixes	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
Wine	1,881.7	2,015.0	2,167.4	2,453.1	2,751.0	3,024.0
Spirits	3,623.9	3,626.9	3,616.3	3,720.6	3,844.8	3,973.6
Alcoholic Drinks	33,105.2	36,080.3	40,379.3	44,815.1	47,270.8	50,000.6

Source: Official statistics, trade associations, trade press, company research, store checks, trade interviews, Euromonitor International estimates

Kilde: Euromonitor, "Alcoholic drinks – China"

Figur 11

Forecast Sales of Alcoholic Drinks by Sector: Total Volume 2009-2014

Beer	43,001.8	45,704.1	48,813.6	52,388.2	56,497.1	61,222.0
Cider/Perry	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
RTDs/High-Strength Premixes	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
Wine	3,024.0	3,323.7	3,624.7	3,919.9	4,208.6	4,480.0
Spirits	3,973.6	4,112.3	4,262.7	4,426.2	4,574.9	4,709.4
Alcoholic Drinks	50,000.6	53,141.4	56,702.3	60,735.8	65,282.0	70,412.9

Source: Official statistics, trade associations, trade press, company research, trade interviews, Euromonitor International estimates

Kilde: Euromonitor, "Alcoholic drinks – China"

Vi kan således konstatere at der er en høj konkurrenceintensitet på markedet. De høje adgangsbarriere til trods, er den interne konkurrence meget hård for at opnå markedsandele, ikke mindst hvad angår M&A aktiviteter. Ydermere bliver ølproducenterne presset af substituerende luksusprodukter, som vinder større og større indpas hos kineserne.

Delkonklusion

(besvarelse af arbejdsopgave 2)

Ud fra ovenstående analyse kan vi konkludere, at det kinesiske marked er meget interessant for andre Bryggerier end Carlsberg. Det viser sig i en utrolig høj konkurrenceintensitet, og en konstant søgen på at erobre markedsandele.

Carlsberg, som besidder en markedsandel på ca. 1,6 % i 2009, hvilket placerer dem, som det 9. største bryggeri i Kina. Mange af de virksomheder, som ligger over Carlsberg er nationale virksomheder, som samlet set sidder på en markedsandel på over 50 %

Selve markedet afsætter ca. 43 milliarder liter øl årligt, hvilket forventes at stige fremadrettet med over 40 % frem mod 2014. Øl står for størstedelen af den solgte alkohol i Kina, så selvom man siger at Kina stadig er et lille ølmarked (målt pr. forbruger), er det altså på volumen kæmpemæssigt, og blandt de største i verden. Så hvis man kombinerer denne viden med det faktum, at Kina stadig befinder sig i en introduktions fase, kan man derfor samlet set konkludere, at potentialet er enormt, hvis blot man udnytter det korrekt.

PESTEL analyse

Political & law – Politiske og lovgivningsmæssige forhold

Politiske forhold

(Følgende delafsnit tager udgangspunkt i viden fra EIU country profile China 2009)

Det kinesiske politiske system er bygget op omkring et partisystem, hvor det kinesiske kommunistiske parti sidder på magten. Retningslinjerne for den førte politik, sker dog i et tæt samarbejde med et teknokratisk systemapparat. Politikere og ledere i det politiske system er ikke på valg i Kina, de rekrutteres internt i partiets egne bureaukratiske rækker. Det er således også et krav at være medlem af partiet, for at kunne arbejde indenfor den offentlige sektor.

Strukturen i partiet er således, at det er medlemmerne af partiet, der skal kontrollere de politiske organer. Beslutningerne i partiet tages i centralkomiteen, som mødes to gange årligt og fastlægger retningslinjer, selve komiteens magt er konstitueret i politbureauet. Det øverste organ i partiet er politbureau komiteen, som har ni medlemmer. Valg til politbureauet og politbureauet komiteen sker hver femte år på det kommunistiske partis national kongres - næste gang er i år 2012.

Den lovgivende forsamling i Kina er National People's Congress (NPC), som afholder seminarier to-tre uger årligt. Mellem seminarierne udpeges en siddende komite, der varetager opgaverne, som det kontrollerende organ. Der skal dog ikke herske nogen tvivl om, at NPC stadig er underordnet det kommunistiske partis instrukser. Det er dog værd at bemærke, at NPC i de senere år har fået en mere aktiv rolle som vagthund overfor regeringens førte politikker.

Der er indenfor det kommunistiske parti en stor bevågenhed omkring bevarelsen af den politiske kontrol. En af de metoder hvorpå, det kommunistiske styre forsøger at bevare kontrollen, er ved at sikre en fortsat økonomisk vækst. Det menes at være muligt at undertrykke de politiske kræfter, som ønsker et mere demokratisk Kina, ved at opretholde den økonomiske vækst, som den kinesiske økonomi har været garant for de seneste mange år.

Desuden blive både medierne og det juridiske system styret af et kommunistiske parti, så skal der komme et oprør mod systemet, skal det være fordi landets borgere vil opleve en forringelse af deres levevilkår, hvilket kun en økonomisk afmatning kan udløse.

Den politiske ideologi i Kina ligger sig op ad tidligere præsident Mr. Jiang, som var forgænger for den nuværende præsident Mr. Hu Jintao. Inden præsidentskiftet i 2002, fik Mr. Jiang indskrevet sine ideologier i partiets forfatning. Hans teorier går ud på, at partiet repræsenterer den mest produktive kræft, den mest avancerede kultur og folkets fundamentale interesse.

Det politiske fokus har siden Mr. Hu Jintao kom til magten, haft en stor koncentration omkring sikringen af social stabilitet. Det giver sig til udslag i en politik, der skal mindske den sociale ulighed, som især gør sig gældende mellem land- og bydistrikter.

Således blev der ved et partimøde i 2006 vedtaget et partiprogram "*harmonious society*", samt nogle mål for et mere lige Kina i 2020. For at opfylde disse målsætninger vil der blive investeret i udvikling af landdistrikterne, udarbejdet reformer af sundhedssystemet, investeret i uddannelsessystemet og sidst men ikke mindst blive rettet større fokus mod miljø beskyttelse. Ydermere iværksatte Mr. Hu Jintao adskillige anti-korrupsions kampagner, men disse har i flere tilfælde vidst sig at blive brugt til at fjerne politiske rivaler, som det også skete for en af Mr. Hu Jintaos skarpeste kritikere, Chen Liangyu i 2006.

Politisk outlook

Det næste "valg" til præsidentposten finder sted i 2012, men allerede nu synes en kronprins kørt i stilling til posten. Som følge af sin forfremmelse på partiets syttende kongres i 2007 og efterfølgende medlemskab af politbureauet, forventes det, at Mr. Xi Jinping bliver Kinas næste præsident (Country report China, maj 2010, EIU).

Der vil ved valget være tale om et større generationsskifte, så kritikere frygter allerede nu megen korruption for at kunne komme i betragtning til de indflydelsesrige poster.

Kinas aggressive kreditpolitik og massive offentlige investeringer, ser ud til at have sikret økonomien et gevaldigt comeback i 2009 efter et kriseram 2008. De mange offentlige

investeringer, som især var rettet mod infrastrukturen, falder i god tråd med målet om at mindske forskellen mellem land og bydistrikterne, da også transportmulighederne her spiller en stor rolle. Det forventes, at der i resten af 2010 vil blive ført en ekspansiv økonomisk politik, for herefter at øge kontrollen med de mange iværksatte projekter for at mindske den spirende korruption (Country report China, januar 2010,EIU). Der er ligeledes indikationer, som tyder på, at fokus fremadrettet vil rette sig mod investeringer i sundheds- og uddannelsessystemet samt på social velfærd, hvilket er i tråd med partiprogrammet *"harmonious society"* (Country report China, maj 2010,EIU).

Den lempelige kreditpolitik ser ud til at kunne give nogle problemer de kommende år. Den førte politik resulterede i 2009 i en kæmpe stigning i udlån, og en fortsat lempelig politik vil kunne føre til endnu flere udlån. Dette er ikke anbefalelsesværdigt, da der i forvejen er rigeligt kredit i markedet, samtidigt bliver overskydende kredit, som oftest bliver brugt til reinvesteringer. Der er således risiko for overkapacitet og nedadgående pres på prisen for producerede varer i Kina, hvilket ikke er til gavn for samfundsøkonomien (Country report China, februar 2010, EIU).

Der er tegn på, at Bank of China (Centralbanken) er begyndt at stramme op på deres penge- og kreditpolitikker, selvom de stadig må betegnes som relative lempelige. Det forventes dog, at de samlede udlån vil falde i 2010 i forhold til 2009 niveauet, således at de samlede udlån vil være på ca. 1 trillion USD. Der er ligeledes indikationer, som peger mod at indlånsrentes sættes op, som et værn mod pengeudbuddet og inflationen (Country report China, maj 2010, EIU).

Der ligger i de kommende år en mulig konflikt og lurder mellem det nationale og det regionale styre. Centrale politiske kræfter søger at øge deres magtbeføjelse, ved at kunne træffe flere beslutninger på regionalt niveau. Dette har vagt bekymring i regioner, da det forventes, at det centrale styre derigennem ønsker at nedkøle ejendomsbyggerier, for at forhindre en økonomisk boble. For regionerne betyder det manglende indtægter, da en stor del af deres økonomi kommer fra frasalg af landområder til ejendomsspekulanter. Samtidigt er der frygt for en mere restriktiv miljøpolitik, som i første omgang vil ramme de fattige regioner hårdt, da det vil betyde en omlægning af produktionen (Country report China, maj 2010, EIU).

Lovgivningsmæssige forhold

Alkohol-regler

Der er i Kina ikke en lovmæssige aldersgrænse for indtagelse af alkohol, dog må udskænkingssteder ikke servere alkohol for personer under 18 år. Det forventes, at regeringer inden længe vil indføre en aldersgrænse, da alkoholforbruget blandt teenagere er kraftigt stigende (Euromonitor; "Alcoholic drinks – China").

Ifølge færdselsreglerne i Kina kan alle, der bliver stoppet, mens de drikker alkohol, miste deres kørekort i en periode på 1-3 måneder. Bliver man stoppet, og en blodprøve viser mere end 80mg alkohol per 100ml blod, er straffen 6 måneders frakendelse af kørekortet eller 15 dage i fængsel. Efter at der er registeret et stigende antal færdselsovertrædelser involverende alkohol, forventes det, at lovgivningen på dette område snarest skærpes (Euromonitor; "Alcoholic drinks – China").

Den nuværende lov for reklame vedrørende alkohol er fra 1996, og indeholder følgende punkter (Euromonitor; "Alcoholic drinks – China"):

Reklame for alkoholiske produkter må ikke opfordre folk til at drikke, og må ikke vise transportmidler i reklamen. Ydermere må reklamen ikke give indtryk af, at personer, som drikker, er mere succesfulde eller populære.

Der må ikke vises flere end to reklamer for alkohol, på nogen Tv-kanal, mellem kl. 19 og 21. I alt må der højst vises 10 reklamer for alkohol om dagen. Samtidigt må ingen tv-kanal vise mere end to reklamer for alkohol, indenfor en time. Det samme gør sig gældende for radiokanaler.

Ikke mere end to reklamer for alkohol er tilladt i nogen form for skrivende medier. Reklame må ikke være trykt på hverken front eller bagside.

Der er i Kina lovgivning for i hvilket tidsrum udskænkingssteder må have åbningstider. Det er således ikke lovligt at udskænke alkohol i tidsrummet fra klokken to om natten til otte morgen (02.00-08.00).

I nedenstående figur ses en oversigt over skatter og afgifter på alkohol og øl:

Figur 12

Taxation and Duty Levies on Alcoholic Drinks 2009

Excise tax	RMB220 per tonne for beer priced under RMB3,000 per tonne RMB250 per tonne for beer priced over RMB3,000 per tonne RMB240 per tonne for rice wine
Sales tax	17%
Other tax	n/a

Source: China Customs and National Taxation Bureau

Kilde: Euromonitor, "Alcoholic drinks – China"

Economical – Økonomiske og demografiske forhold

Økonomiske forhold

Kina oversteg regeringens mål om en real BNP-vækst på 8 % i 2009, det blev således til en real BNP-vækst på 8,7 % i 2009. Den højere vækst skal ses i lyset af regeringens stimulanspakke omkring infrastrukturen samtidigt med et boom i ejendomsbyggeriet.

Figur 13

Forecast summary

(% unless otherwise indicated)

	2008 ^a	2009 ^a	2010 ^b	2011 ^b
Real GDP growth	9.6	8.7	9.9	8.1
Industrial production growth	12.9	11.0	13.6	11.5
Gross agricultural production growth	5.5	4.2	2.5	3.0
Unemployment rate (av)	9.2 ^c	9.3 ^c	9.4	9.3
Consumer price inflation (av)	5.9	-0.7	3.5	3.2
Consumer price inflation (year-end)	1.2	1.7	3.1	3.3
Short-term interbank rate (year-end) ^d	5.3	5.3	6.2	7.0
Government balance (% of GDP)	-0.4	-2.2 ^c	-3.0	-2.8
Exports of goods fob (US\$ bn)	1,434.6	1,203.2 ^c	1,353.1	1,507.4
Imports of goods fob (US\$ bn)	1,073.9	954.0 ^c	1,141.0	1,296.6
Current-account balance (US\$ bn)	426.1	284.1 ^c	248.0	245.0
Current-account balance (% of GDP)	9.6	5.8 ^c	4.3	3.6
External debt (year-end; US\$ bn)	399.4 ^c	355.1 ^c	409.6	473.6
Exchange rate Rmb:US\$ (av)	6.95	6.83	6.73	6.40
Exchange rate Rmb:¥100 (av)	6.72	7.29	7.41	7.11
Exchange rate Rmb:€ (year-end)	9.50	9.79	8.91	8.94
Exchange rate Rmb:SDR (year-end)	10.28	10.78	10.07	9.93

^a Actual. ^b Economist Intelligence Unit forecasts. ^c Economist Intelligence Unit estimates.

Kilde: Country report China, maj 2010, EIU

Væksten i BNP forventes i 2010 at stige til et niveau på 9,9 %, det vil især være drevet af en stærk vækst i starten af 2010 for herefter at aftage gradvist. Den gradvise afmatning giver sig til udslag i en real BNP-vækst på 8,1 % i 2011. Den lavere vækst, vil være et resultat af de økonomiske stramninger, regeringer har lagt op til i deres udtalelser. Ydermere vil investeringerne fra 2009-2010 vil have aftaget i deres effekt på BNP. Samtidigt må det forventes, at regeringen økonomiske stramninger vil have en negativ indvirkning på boligbyggeriet/salget (Country report China, maj 2010, EIU).

Inflationen forventes fortsat at være lav, dette skyldes, at produktionsapparatet stadig er voksende pga. vedvarende investeringer, hvilket resulterer i flere produkter på markedet og større priskonkurrence mellem producenterne. Samtidig viser prognoserne for landbrugs/fødevarer en fremtidigt produktionsvækst. Således modvirker den øgede produktion en ellers forventelig stigning i inflationen, som følge af befolkningens fortsatte øgede indkomster og efterspørgsel. Niveauet for inflationen estimeres til at ligge på 3,5 % i 2010 og 3,2 % for 2011.

Kina har været og er stadig under pres fra sine vigtigste handelspartnere især USA for at styrke deres valuta. Tidligere har man fra den kinesiske regering valgt at fastligge sin valuta *yuan* (CNY) lavt i forhold til den amerikanske dollar (USD), dette for at gøre eksportvarerne billigere på det amerikanske marked. Den kinesiske regering vil sandsynligvis fortsat være meget forsigtige med at ændre på valutakursen, selvom der er små indikationer i retning af, at en lille justering i forhold til dollaren kan komme på tale.

Selvom det vil skade de kinesiske eksportører, kan det vise sig at være nødvendigt med en revaluering af yuan'en. Det skyldes, at Kinas store overskud på handelsbalancen er med til at skabe en international ubalance. Forholdet mellem CNY og USD forventes gennemsnitlig at udvikle sig således: år 2010 CNY 6,73:USD 1 og 2011 CNY 6,40: USD 1 efter i 2009 gennemsnitlig at have ligget på et niveau på CNY 6,83: USD 1.

Figur 14**Gross domestic product by expenditure**

(Rmb bn at constant 1995 prices where series are indicated; otherwise % change year on year)

	2008 ^a	2009 ^a	2010 ^b	2011 ^b
Private consumption ^c	7,390.6	8,077.8	8,808.1	9,619.7
	8.4	9.3	9.0	9.2
Public consumption ^c	2,776.5	3,056.9	3,390.1	3,705.4
	8.3	10.1	10.9	9.3
Gross fixed investment ^d	8,074.1	9,616.2	10,837.5	11,845.4
	9.4	19.1	12.7	9.3
Final domestic demand	18,241.1	20,750.9	23,035.7	25,170.5
	8.8	13.8	11.0	9.3

^a Economist Intelligence Unit estimates. ^b Economist Intelligence Unit forecasts. ^c Derived from nominal series and contribution of final consumption to real growth. ^d Derived from nominal series and contribution of gross fixed capital formation to real growth.

Kilde: Country report China, maj 2010, EIU

Stigende lønninger bør sikre den varige vækst i privatforbruget. De offentlige udgifter vil ligeledes forblive høje, da staten forventer at støtte den økonomiske vækst i 2010-11. Den igangværende ekspansion i sociale ydelser (*harmonious society*) vil understøtte væksten. Det forventes dog, at stigningen i de offentlige udgifter vil falde i 2011 (9,3 %) i forhold til 2010 (10,9 %).

Demografiske forhold:

Kina står overfor to udfordringer, når det gælder befolkningstendenser. For det første ændres befolkningssammensætningen radikalt, f.eks. var der i 1995 9,7 personer i den arbejdsdygtige alder til at forsørge 1 pensionist, det tal forventes i 2030 at falde til 4,2 per pensionist (Country profile China 2009, EIU).

Med andre ord, befolkningen ældes. Dette kan have store konsekvenser for det kinesiske samfund på flere områder, dels er sundhedssektoren ikke gearet til denne udvikling (endnu i hvert fald, et af fokus områderne i "*harmonious society*") og samtidigt viser undersøgelser, at forbruget hos den ældre del af befolkningen er markant mindre end hos den yngre. Det mindre forbrug, skal ses i lyset af det mangelfulde sociale sikkerhedsnet i Kina, hvorfor de ældre så at sige er tvunget til at spare op til alderdommen. Ifølge Verdensbanken vil andelen

af kinesere over 65 år stige fra blot 10 % i 1995 til 22 % i 2030 (Country profile China 2009, EIU).

Den anden udfordring er kønnenes fordeling. Der har siden den kinesiske regerings indførelse af "ét-barnspolitikken" været en stærk overrepræsentation af registrerede fødte drengebørn. Verdenssundhedsorganisationens tal peger i retningen af, at langt over 50 millioner kinesiske piger er forsvundet siden begyndelsen af 1980'erne (Euromonitor; "Consumer lifestyle China"). Dét selvom kønsbestemt-abort er forbudt i Kina, tendensen er mest udpræget i landdistrikterne, hvilket kan have noget at gøre med børnenes forsørgerpligt til forældrene, når disse bliver gamle.

Ifølge en rapport fra China Family Planning Association, bliver der for hver 119 fødte drengebørn født 100 pigebørn, hvilket er noget anderledes end det globale forhold, som er 103-107 drengebørn pr. 100 pigebørn. Over generationer vil denne udvikling være uholdbar, da der således ikke vil blive skabt en ubalance mellem kønsfordelingen, som vil være svær at genoprette.

Figur 15

Population by Age (% analysis): 1995/2007/2015

	1995	2007	2015
0-4 yrs	8.23	4.82	5.08
5-9 yrs	10.18	5.59	4.92
10-14 yrs	8.60	7.12	4.95
15-19 yrs	8.06	9.02	5.91
20-24 yrs	9.89	6.56	7.25
25-29 yrs	10.32	6.56	8.06
30-34 yrs	8.06	8.29	6.52
35-39 yrs	7.20	9.81	6.84
40-44 yrs	6.88	9.74	9.10
45-49 yrs	4.93	6.31	9.64
50-54 yrs	4.13	7.53	7.95
55-59 yrs	3.78	5.61	6.82
60-64 yrs	3.40	4.05	6.32
65-69 yrs	2.60	3.28	4.14
70-74 yrs	1.86	2.73	2.79
75-79 yrs	1.08	1.68	1.94
80+ yrs	0.82	1.28	1.74
Female	48.90	48.49	48.63
Male	51.10	51.51	51.37
TOTAL	100.00	100.00	100.00

Source: National statistics, UN, Euromonitor International

Note: As of 1 January 2008

Kilde: Euromonitor – Consumer lifestyle China.

Kina oplever og har oplevet en større menneskeflugt til byområderne i søgen efter arbejde. Så selvom størstedelen af den kinesiske befolkning stadig bor i landdistrikterne, er billede ved at ændre sig.

Befolkningens væksten var i landdistrikterne således i perioden 1995-2007 på lidt over 5 %, mens væksten i byerne var på hele 50 %. Denne udvikling skyldes ikke mindst en immigration fra landområderne mod byerne, hvor levestandarden er markant højere (Euromonitor; "Consumer lifestyle China").

Tendenser i Kina peger i retning af at ægteskab og seriøse parforhold udskydes en årrække til fordel for karriere og uddannelse. Det at blive gift i Kina er oftest synonymt med at stifte familie med barn, det er en ændring i opfattelsen af kvinders rolle, som blandt andet er med til at udskyde beslutning om ægteskab. Således er kvinden i dag, i hvert fald i byområderne, på mere lige fod med manden, karrierebevidst og med til at forsørge familien.

Gennemsnitsalderen for det første ægteskab for kvinder er i perioden 2000-2007 steget med 2,89 år, mens det for mænd er steget med 2,68 år (Euromonitor; "Consumer lifestyle China").

Sociocultural – Sociale og kulturelle forhold.

Forbruget af alkohol er generelt stigende i Kina. Der er en klar tendens på, at markedet er ved at diversificere sig, både mellem de forskellige alkohol produkter, men også for premium og lager øl. Forbrugerne af premium øl ønsker at identificere sig med den signal værdi, det giver at købe et dyrt produkt, samtidigt oplever man i de større byer en mere kosmopolitisk livsstil.

Ølforbruget i Kina har tidligere haft tilbøjelighed til at følge klimaet meget, således var forbruget højere ved koldere klima. Det gav sig udslag i højere salg i de nordlige egne af Kina, denne forskel er ved at udlignes, så derfor spiller klimaet ikke så stor en rolle længere.

Der er ligeledes sket et skifte i de rammer, hvor alkohol indtages, førhen var indtagelse af alkohol oftest noget, som skete ved familiære sammenkomster, men i dag er det lige så almindeligt, at det sker på barer, caféer og restauranter. Skiftet kan ses som en konsekvens af en mere "out-going" livsstil, som præger de meget vestlige orienterede bysamfund.

Det er især den unge middelklasse, som har taget det at gå ud og spise og være sociale til sig. Således menes det store boom i salget af alkohol, at være et øget forbrug hos de unge

middelklasse-mænd, samtidigt med at kvinderne i middelklassen er gået fra, stort set ikke at have indtaget alkohol for nogle få år siden, til i dag at have et mindre forbrug af alkohol (Euromonitor; "Consumer lifestyle China").

Kina har i de seneste år oplevet en mindre sundhedsbølge, hvor opmærksomheden på alkoholens skadelige bivirkning er kommet i fokus. Den øgede fokusering på bivirkningerne ved alkoholprodukter, har konsekvenser for det ellers stigende salg. Det er især de stærkere produkter, som spiritus at forbrugerne svigter, til fordel for produkter med lavere alkoholprocenter, som eksempelvis øl med lav alkoholprocent eller ikke vindruebaserede vine såsom risvin. Disse tendenser kan i høj grad også skyldes regeringens og flere NGO'ers kampagner mod alkohol. (Euromonitor; "Alcoholic drinks – China")

Mange kinesere handler stadig deres alkohol i de lokale købmænd, som ofte ligger i forbindelse med de mange nyopførte boligområder. Derfor er de lokale købmænd stadig den største sælgere af alkohol til slutforbrugeren. Der er dog indikationer på, at supermarkedskæder er ved at overtage en større del af markedet, som følge af deres evindelige opførsel af nye butikker. På grund af et bedre distributionsnet og udbredelsen af personbiler i Kina (muligheder for at transportere sig til butikken), må det forventes at udviklingen af supermarkedernes opblomstring vil fortsætte.

Som vi allerede kort har nævnt tidligere i dette afsnit, er der store regionale forskelle på hvor store mængder alkohol som indtages, hvilket nedenstående figur 16 og 17 fint illustrerer.

Det er tydeligt at se, at de største mængder alkohol indtages i det nordlige og østlige Kina. I det nordlige Kina er klimaet køligere end i resten af landet, hvilket influerer på forbruget af alkohol. I det østlige Kina, er alle de større og vestlige orienterede byer beliggende, og som vi allerede har været inde på, er det især her at ølkulturen er fremherskende.

Figur 16**Sales of Alcoholic Drinks by Region: Total Volume 2004-2009**

East China	9,103.4	10,016.1	11,256.1	12,541.6	13,307.2	14,152.9
Mid China	5,336.5	5,859.9	6,557.5	7,295.9	7,637.9	8,017.8
North and Northeast China	9,504.1	10,287.5	11,559.5	12,836.6	13,611.4	14,479.4
Northwest China	1,853.3	1,985.0	2,196.1	2,381.4	2,466.7	2,562.5
South China	4,645.6	5,098.6	5,733.2	6,419.6	6,772.7	7,163.4
Southwest China	2,662.3	2,833.2	3,076.9	3,340.1	3,475.0	3,624.8
TOTAL	33,105.2	36,080.3	40,379.3	44,815.1	47,270.8	50,000.6

Source: Official statistics, trade associations, trade press, company research, store checks, trade interviews, Euromonitor International estimates

Kilde: Euromonitor, "Alcoholic drinks – China"

Figur 17**Forecast Sales of Alcoholic Drinks by Region: Total Volume 2009-2014**

East China	14,152.9	15,126.8	16,231.5	17,480.7	18,889.5	20,477.9
Mid China	8,017.8	8,454.8	8,949.0	9,510.6	10,143.5	10,855.7
North and Northeast China	14,479.4	15,475.5	16,605.8	17,885.7	19,333.9	20,975.6
Northwest China	2,562.5	2,673.3	2,799.7	2,944.2	3,106.5	3,288.9
South China	7,163.4	7,614.1	8,123.7	8,698.7	9,345.4	10,074.9
Southwest China	3,624.8	3,796.8	3,992.6	4,215.9	4,463.2	4,739.9
TOTAL	50,000.6	53,141.4	56,702.3	60,735.8	65,282.0	70,412.9

Source: Official statistics, trade associations, trade press, company research, store checks, trade interviews, Euromonitor International estimates

Kilde: Euromonitor, "Alcoholic drinks – China"

Technological & Envoirementel – Teknologiske og miljømæssige forhold

Der er stadig større efterspørgsel hos forbrugerne efter PET- emballage (Nyt plastik materiale). Til forskel fra glasflasker og metal dåser er PET-emballage mere sikkert, billigere at transportere og nemmere at genbruge.

Der er dog stadig visse udfordringer ved det nye materiale, for det første er der ikke tradition for at alkohol produkter bliver produceret i/til plastiskflasker, og for det andet er det markant dyre at producere PET-emballage i forhold til eksempelvis glas (Euromonitor; "Alcoholic drinks – China")

Der er pres på Kinas motorveje, og det har fået regeringen til at tage skridt mod at afhjælpe de stadig mere ødelæggende trafikpropper. Investeringer i et moderne motorvejsystemer er

godt i gang. Regeringens tal viser, at der hvert år i Kina opføres omkring 4.000 km motorvej, med det formål at forbinde enhver by med et indbyggertal på minimum 200.000, hvilket vil give et nationalt motorvejsnet på mere end 85.000 km. Det stadig større vejnet er verdens største, men det viser også en reel efterspørgsel i Kina, førend vejnettet er i stand til at holde trit med Kinas prognose for den økonomiske vækst. (Euromonitor; "Consumer lifestyle i China")

Trods de mange investeringer i vejnettet, er der dog stadig en del områder, især i det vestlige Kina, hvor investeringerne i infrastruktur har vist sig ikke at være omkostningseffektivt. Dette er især tilfældet i forbindelse med de dyre motorveje. Der er dog en tendens til at denne udvikling så småt er ved at ændres, som følge af at vejnettet stadig bliver mere komplet, og derfor til større gavn for dens brugere, og ikke mindst for industrien i det østlige Kina. (Euromonitor; "Consumer lifestyle China")

Opsummering i SWOT analyse

SWOT analyse

Figur 18

Strengths – Styrker	Weakness – Svagheder
• Moderne højteknologiske produktionsapparat • Bred produktportefølje til rådighed • Globalt stærkt brand • Kvalitets produkter • Omkostningseffektive • Godt økonomisk bagland • Markedsleder i Vestkina	• Er stort set kun eksponeret i Vestkina • Ejerskabsforhold i eksisterende selskaber i Kina • Manglende markeds- og kulturforståelse af kinesisk marked.
Opportunities – Muligheder	Threats – Trusler
• Detailhandlens udvikling • Højere levestandard • Høj forventet fremtidig vækst • Opkøb/fusioner/joint ventures med lokale bryggerier på markedet. • Videreudvikling af det vestkinesiske marked • Indførsel af cider og lignende softdrinks • Urbanisering som medfører positiv demografisk udvikling og vestlige tilstande. • Positionering via sponsorater (sport mv.)	• Udvikling af valutakursen • Udvikling af verdensøkonomien (økonomisk afmatning/recession) • Politisk korruption • Joint ventures/fusioner blandt andre store selskaber • Demografisk udvikling • Substituerende produkter vinder frem

Kilde: Egen tilvirkning

Strengths - styrker

I tider med en svingende global økonomi er det utroligt vigtigt at have styr på sine udgifter, da ineffektiv produktion, her vil ramme hårdere i forhold til tider med højkonjunktur, hvor de kan "ride med på bølgen". Sagt på en anden måde, "fårene bliver skilt fra bukkene" i usikre økonomiske tider.

Bryggeribranchen er relativ omkostningstung og profitmarginen er lav i Kina, hvorfor det er essentielt at have styr på sine omkostninger. Carlsberg har gennem de senere år udviklet et effektiviseringsprogram, hvilket har optimeret alle led af værdikæden. Carlsberg beretter selv, at disse programmer med stor succes, har været med til at mindske deres omkostninger og effektivisere deres produktion.

Carlsberg er et globalt stærkt brand, dog ikke i så vidt omfang i Kina som i andre dele af verden. Til trods for et begrænset kendskab til Carlsberg generelt i Kina, er Carlsberg markedsleder på det vestkinesiske ølmarked.

Alene det vestkinesiske ølmarked er større end det engelske og skandinaviske ølmarked til sammen (Laurits Harmer Lassen, 18.08.2008). Positionen som markedsleder giver en masse muligheder i forhold til markedsføring og genkendelsesværdi. Samtidigt vil det som markedsleder være muligt at presse konkurrenter på prisen, her kommer både deres mere effektive produktionsapparat og det, at de besidder en bred vareportefølje dem til fordel.

Carlsberg har globalt set en betydelig række af forskellige øl og produkter, så derfor kan de trække på den erfaring, som de har gjort sig på andre markeder. Desuden kan den brede vareportefølje også vise sig at være en styrke, hvis forbrugerne skulle ændre præference til enten billigere eller dyrere øl som følge af udsving i den økonomiske situation. Carlsberg vil være i stand til at omlægge sin produktion relativt hurtigt, uden at de skal til "at opfinde den dybe tallerken" på ny.

Carlsberg er verdens fjerde største bryggeri og kom ud af regnskabsåret 2009 med et overskud på ca. 4 mia. kr. Vi må derfor kunne konkludere, at Carlsberg har en konkurrencedygtig forretningsmodel og en sund økonomi. Vi finder det derfor antageligt, at Carlsberg vil være i stand til at fremskaffe kapital, på et hvilken som helst tidspunkt, de måtte ønske at investere yderligere på det kinesiske marked.

Weakness - svagheder

Vi ser det som en klar svaghed, at Carlsberg ikke er særlig eksponeret i den østlige del af Kina, hvor ølmarkedet er størst og forventningerne til fremtidig vækst er højest. Det er fra Carlsbergs side et bevidst valg, da de i Kina har fulgt en "start west - go east" strategi, med succesfuld resultat som markedsleder til følge. Dog finder vi det problematisk at de ikke får en bid af kagen, på det enorme marked, som er i resten af Kina. Samtidigt er det med til at øge Carlsbergs samlede risiko i Kina, da det alt andet lige må betyde, at de ikke vinder noget på markedsdiversifikation.

I mange af de virksomheder som Carlsberg besidder en ejerandel i, har Carlsberg ikke nogen bestemmende indflydelse, hvilket skyldes ejerandelens størrelse. Det synes at være en svaghed, da Carlsberg står uden nogen direkte indflydelse på disse selskabers ageren.

Som nævnt flere gange er Kina et meget umodent marked. Et marked, hvor der er utrolig stor kulturforskel på by og land. Det er derfor en meget kompleks opgave at forstå markedet og ikke mindst forbrugeren, da man med sikkerhed ikke kan trække en rød tråd. Dette skyldes også landets enorme størrelse, som gør, at forskellen på kultur fra øst til vest kan være urimelig stor. Carlsberg har ikke været på det kinesiske marked i særlig lang tid, og det betyder, at de ikke har haft tid nok til at opbygge en forståelse for markedet og dets skjulte risici.

Opportunities – Muligheder

Carlsbergs muligheder i Kina synes umiddelbart at være mange. Herunder er detailhandlens udvikling en af dem. Detailhandlen har udviklet sig meget gennem det sidste årti, det har banet vejen for et bredere udvalg af dagligvarer for forbrugeren. Det betyder, at det er blevet lettere for bryggerier i Kina at få distribueret varer ud til forbrugeren og grossister.

Flere regioner i Kina er generelt stadig meget bagud udviklingsmæssigt i forhold til f.eks. USA eller Vesteuropa. Så der foreligger stadig gode muligheder for videreudvikling af detailsektoren. Carlsberg har ikke direkte nogen indflydelse på detailhandlen, så det er mere detailhandlens naturlige udvikling, båret er større kundeefterspørgsel/krav, der skal ses som en mulighed.

Kina har de sidste mange år oplevet og oplever forsat en national økonomisk opblomstring. Det medfører på mange områder en højere levestand for befolkningen, hvilket går godt i spænd med foregående delafsnit omhandlende detailhandlens udvikling. Man kan sige, at den ene udelukker den anden, idet at det er den forhøjede levestandard, som føder muligheden for et større detailmarked. Man forventer, at denne vækst vil fortsætte et godt stykke tid ud i fremtiden, hvilket også gør sig gældende på ølmarkedet. Den høje vækst kan spille en stor rolle for Carlsbergs økonomiske resultat, hvis de formår at spille deres kort rigtigt.

Man har, som sagt, i Kina set stor udvikling kulturelt samt demografisk, som følge af bl.a. højere uddannelsesniveau og større tiltagende urbanisering mv. Det Carlsberg sælger i Kina er et forbrugsgode, som man køber mere af, jo højere ens disponible indkomst er.

Det er som tidligere nævnt forventeligt, at konkurrencen vil skærpes i takt med det stigende potentiale på det kinesiske marked. Idet at Carlsberg "kun" har en markedsandel på ca. 1,6 %, er der stadig meget at komme efter på det østkinesiske marked.

På det vestkinesiske marked er Carlsberg markedsleder, hvorfor de her skal kæmpe for at bibeholde denne position, samt at benytte positionen som markedsleder til at være med til at udbygge markedet. Det kunne f.eks. ske ved at indføre de, i Danmark, populære cidere, som er et godt alternativ til øllen, specielt blandt kvinder, som har tradition for ikke at bryde sig så meget om øl.

Alternativt kunne Carlsberg positionere sig yderligere via sponsorater på f.eks. fodboldhold, som vi kender fra FCK, Liverpool FC osv. Sport er meget populært i Kina, hvorfor der også her er en mulighed for at øge sin popularitet.

Det er oplagt og måske også nødvendigt for Carlsberg, at fusionere med eller købe eksisterende virksomheder op på det kinesiske marked, for på den måde at styrke deres position og skabe vækst. Det kunne både være en af de store spillere, men måske mere sandsynligt en række af de mindre selskaber, som står for helt op til adskillige procent af det østkinesiske marked. Her vil Carlsberg kunne opnå en masse synergier, som de måske ikke ville være i stand til på egen hånd.

Threats – trusler

Carlsberg er på det kinesiske marked eksponeret i den kinesiske Yuan renminbi CNY, men også indirekte i den amerikanske dollar USD, da Kina fører en valutapolitik, hvor de binder sig op af dollaren. Det medfører alt andet lige en trussel for valutakursudsving, fordi Carlsberg opgør sit resultat i danske kroner og EURO.

Udviklingen af verdensøkonomien herunder også den kinesiske økonomi er alt andet lige også utrolig vigtig for Carlsbergs omsætning. Da købekraften afhænger af om økonomien er under afmatning eller ej. Hvis den kinesiske købekraft ventes at falde, vil ølsalget gøre det samme, da forbrugsgoder pr. definition stiger og falder i takt med købekraften. Det kan derfor være med til at hæve priselasticiteten på øl, såfremt der er tale om en længerevarende afmatning.

Rent politisk er der risiko for forskellige lovændringer, som kommer Carlsberg til onde, det være sig f.eks. en ændring af skatter og afgifter eller lovændringer på markedsføringssiden.

Lige så vel som fusioner og opkøb er en god mulighed for Carlsberg, lige så vel er den det for Carlsbergs konkurrenter. Det er derfor en trussel for Carlsberg, hvis nogen af deres nærmeste konkurrenter indgå samarbejder, som vil svække Carlsbergs position.

Udviklingen i demografien kan også spille en stor rolle for Carlsberg i fremtiden, hvis f.eks. befolkningstilvæksten falder eller lignende scenarier. Ydermere kan en ændring i aftagerens præferencer skade Carlsbergs salg, f.eks. hvis det bliver mere populært at drikke vin eller lignende.

Delkonklusion på strategisk analyse.

Vi har i det foregående analyseret på Carlsbergs interne og eksterne faktorer, og fundet at disse stemmer relativt godt overens. Vi så, at Carlsberg er i stand til at tilpasse sine interne styrker og svagheder til de eksterne faktorer som har potentiale til at påvirke deres forretning.

Blandt andet så vi, at Carlsberg især er en virksomhed med moderne højteknologiske produktionsapparater og et stærkt globalt brand. Disse to faktorer er med til at styrke Carlsberg i en eventuel udvidelse af forretningen i Kina. Endvidere kan det konkluderes, at Carlsberg er i besiddelse af nogle stærke kompetenceudviklende programmer, som de uden videre kan trække ned over forskellige enkeltstående dele af deres forretning, for at effektivisere i mindre gode tider.

Carlsberg står overfor dels en masse muligheder på det kinesiske marked, men også tilsvarende mængde trusler. Om deres styrker kontra svagheder kan udnytte de muligheder fremtiden bringer, vil vi i det følgende analysere på i scenarieanalysen.

Af potentielle muligheder, som kan have en essentiel betydning for Carlsberg, kan nævnes den højere levestandard i Kina, og deraf en høj forventet vækst, som for Carlsberg kan føre til en mere lukrativ forretning. Man kan sige, at den ene mulighed kan føre til den anden, hvilket vi også vil tage for senere i vores analyse.

Scenarie analyse

Målet med følgende scenarieanalyse er, at benytte dels den viden vi har oparbejdet hidtil i den strategiske analyse, og dels analysemetodikken vedrørende scenarieanalysen (jf. teoriafsnit) "the six-step process". Denne vil vi benytte til at finde frem til de strategier og scenarier, som vi ønsker slutteligt at sætte et værdiestimat på, for på den måde at diskutere hvor stort et potentiale, der er for Carlsberg i Kina.

Da vi her arbejder med fuldt ud hypotetiske scenarier, vil der undervejs blive foretaget nogle antagelser, for at tilpasse det til metodikken, og for at få metodikken tilpasset antagelser. Vi søger selvfølgelig kun at foretage antagelser, som giver mening for konteksten, og som vi finder sandsynlige.

Hvis man forestiller sig en matrice, hvor man stiller sine valgte mulige strategier op over for de valgte scenarier får man illustrativt følgende:

Figur 19

	Scenarie 1:	Scenarie 2:	Scenarie 3:	Scenarie 4:
Strategi 1:	1,1	1,2	1,3	1,4
Strategi 2:	2,1	2,2	2,3	2,4
Strategi 3:	3,1	3,2	3,3	3,4
Strategi 4:	4,1	4,2	4,3	4,4

Kilde: Egen tilvirkning

Dvs. hvis man forestiller sig, at strategi 1 er, at Carlsberg fortsætter uændret, og scenarie 1 er f.eks. kunne være at der sker en stigning i ølvolumen på 60 % på det vestkinesiske marked i løbet af de næste 2 år.

Her er det så vores opgave at vælge de to mest interessante scenarier, og i analysen finde frem til de mest sandsynlige vækstfaktorer givet de udvalgte strategier, således disse kan benyttes til at opstille et budget og derigennem bestemme en værdi.

Figur 20

	Scenarie 1:	Scenarie 2:	Scenarie 3:	Scenarie 4:
Strategi 1:	1,1	1,2	1,3	1,4
Strategi 2:	2,1	2,2	2,3	2,4
Strategi 3:	3,1	3,2	3,3	3,4
Strategi 4:	4,1	4,2	4,3	4,4

↓

	Scenarie 1:	Scenarie 3:
Strategi 1:	(1,1)	(1,3)
Strategi 2:	(2,1)	(2,3)
Strategi 3:	(3,1)	(3,3)
Strategi 4:	(4,1)	(4,3)

→

	Scenarie 1:	Scenarie 3:
Strategi 1:	(1,1)	(1,3)

Kilde: Egen tilvirkning

Figuren ovenfor her viser et eksempel på, at man først vælger scenarier 1 og 3 som cases, herefter vælger man hvilken strategi, som man ønsker at holde op imod de valgte scenarier, for slutteligt at estimere nogle vækst nøgletal til senere brug i opstillingen af budgettet.

Ovenstående tankegang vil vi gøre brug af gennem hele scenarieanalysen, således at vi vælger de scenarier ud, som giver os de bedste og mest sigende resultater.

Step 1

I dette første step vil vi finde frem hvilke strategiske beslutninger, der er mulige for Carlsberg at foretage sig i de scenarier, som vi senere i processen vælger.

Generelt set er der et utal af måder Carlsberg kan vælge at reagere på de fremtidige scenarier, som de eventuelt står over for. Men de mest benyttede strategier til at reagere på et eller fremtidigt scenarie for Carlsberg må alt andet lige være følgende:

- Opkøb af eksisterende virksomhed
- Starte ny fabrik op fra bunden ("greenfield")
- Fortsætte med uændret strategi
- Indgå joint ventures med konkurrent

Som sagt er der adskillige strategiske måder at agere på, men de fire ovennævnte er dem som vi i Carlsbergs situation, finder mest sandsynlige. Det er derfor også dem vi fremadrettet vil bruge i scenarieanalysen. Vi begrænser antallet af mulige strategier for at give en mere fyldestgørende og dybtgående analyse af udfaldet, samtidigt vil det begrænsede antal også hjælpe med at holde analysen mere overskuelig.

Step 2

I step 2 af scenarieanalysen inddrages de nøglefaktorer og beslutningsfaktorer, som har en indvirkning på de scenarier, som vi finder interessante at undersøge senere i forløbet.

I nærværende speciale har vi fundet frem til følgende seks generelle nøglefaktorer, som vi mener, er relevante for Carlsbergs fremtidige virke:

1. Hvordan ser markedets størrelse ud nu, samt dets estimerede vækst?

Det er naturligt før en hver strategisk beslutning, at undersøge det pågældende marked og dets fremtidige udvikling. Hvorfor vi ser dette som en nødvendig viden for beslutningsgrundlaget.

2. Hvordan ser de kinesiske økonomiske nøgletal ud nu, og hvad er der blevet spået om den økonomiske langsigtede struktur?

Samfundsøkonomien er essentiel for de fleste markeders udvikling, hvorfor vi ser det som en naturlig nøglefaktor.

3. *Er der nogen lovmæssige reguleringer, som kan tænkes at have en indflydelse på markedets udvikling?*

Reguleringer i udfoldelsesmuligheder, vil altid være en faktor som kan begrænse den fremtidige udvikling og muligheder for indtjening. Derfor finder vi det relevant at undersøge den nuværende samt eventuelt fremtidige ændringer i lovgivningen omkring alkohol.

4. *Hvordan ser konkurrencen ud internt på de forskellige delmarkeder i Kina?*

Kort og godt så kan konkurrence have indvirkning på indtjeningen, hvorfor vi ønsker at undersøge dette aspekt.

5. *Har den demografiske udvikling noget at sige for fremtidens ølsalg?*

Udvikling og tendenser i befolkningssammensætningen er det samme som ændringer i kundegrundlaget. Derfor ser vi det som en nøgelfaktor for den fremtidige omsætning.

6. *Hvordan vil omkostningerne ved ølproduktion udvikle sig i fremtiden?*

Lige så vel som indtjeningsmuligheder er en nøgelfaktor, vil omkostningssiden også være det.

Step 3

I det tredje step af scenarie analysen, består opgaven i at identificere de eksterne faktorer, som vil påvirke kursen for og eventuelt ændre ved vores nøglefaktorer/beslutningsfaktorer, som vi fandt frem til i step 2. Det er endvidere et mål at opbygge et klart billede af præcist de faktorer, som gør sig gældende i den fremtidige verden, som virksomheden potentielt vil befinde sig i, herunder f.eks.:

- Betydelige trends og usikkerheder.
- Underliggende faktorer, som vil spille en betydelig rolle for de ændringer, der vil ske i fremtiden.

Derfor vil vi følgende, nøglefaktor for nøglefaktor, beskrive hvordan den nuværende situation er for vores opstillede nøglefaktorer samt beskrive hvordan udviklingen forventes at blive. Slutteligt vil vi i step 3, have mulighed for at kategorisere de fremtidige scenarier, som vi gennem analysen af nøglefaktorerne finder frem til. Som en hjælp til at kategorisere de fremtidige scenarier vil vi gøre brug af matricen teoriafsnittet (figur 2), jf. figur 27.

Analyse af beslutningsfaktorer/nøglefaktorer fra step 2

Beslutningsfaktor 1:

(Omhandler markedets størrelse)

Situationen forholder sig sådan, at det totale ølsalg i Kina i 2009, svarede til ca. 50 mia. liter, hvor langt det største salg ligger i øst og nordøst Kina, med andre ord, der hvor de større byer befinder sig.

Som man kan se af nedenstående figur ventes salget at stige stødt frem til og med 2014, med cirka gennemsnitlig 42 %.

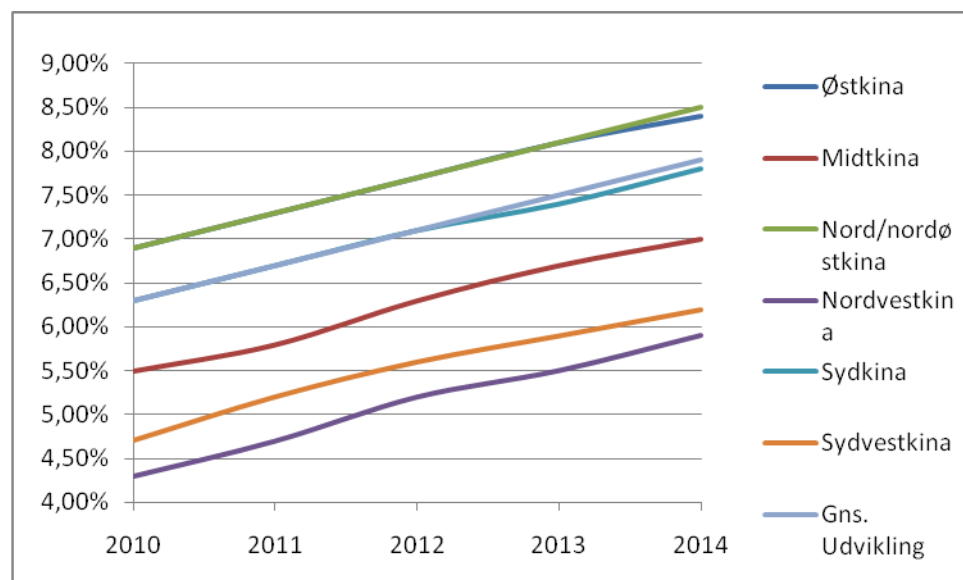
Figur 21

Årlige % -mæssige ændringer i volumen fra 2010-2014						
	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Østkina	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	46,3%
Midtkina	5,5%	5,9%	6,5%	7,0%	7,5%	36,9%
Nord/nordøstkina	6,9%	7,4%	7,9%	8,5%	9,0%	46,5%
Nordvestkina	4,3%	4,8%	5,4%	5,9%	6,4%	29,8%
Sydkina	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	42,2%
Sydvestkina	4,7%	5,3%	5,8%	6,2%	6,7%	32,2%
Total	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,4%	42,4%

Kilde: Egen tilvirkning

Fordelingen på regioner i figur 21 er sket med en fordelingsnøgle, som basere sig på den forventede regionale udviklingen for det samlede alkohol forbrug og derfor ikke udelukkende øl-forbruget, jf. figur 17. Vi mener dog, at brugen af denne fordelingsnøgle, sagtens kan bruges til at vise de tendenser som regionalt vil være for ølforbruget, da korrelationen mellem øl og andet alkohol er høj. Nedenfor er samme data vist i en graf.

Figur 22



Kilde: Egen tilvirkning

Selvom det på grafen er svært at se, er det i *Østkina og Nord/Nordøstkina*, at de årlige stigninger bliver størst. Men generelt set, som hældningen på graferne tydeligt viser det, vil udviklingen landet over stort set være ens på det relative plan. Vi vil senere i de valgte scenarier kigge nærmere på de nominelle tal, da det jo er dem, som har en direkte indvirkning på cash flowene.

For at gøre det synligt for punkt 1, opsummerer vi her i stikord hvilke beslutningsfaktorer, vi kan trække ud:

- Ca. 40 % stigning i ølsalg frem til 2014
- Betydelig større vækst i ølsalg i forhold til andre alkoholiske drikke.

Beslutningsfaktor 2:

(Vækst og økonomisk struktur i Kina)

Kinas økonomi har som de fleste andre økonomier været påvirket af den globale finanskrisen. Dette skyldes især, at eksporten har været aftagende, som følge af den vestlige verdens manglende import. Således er den kinesiske økonomi meget afhængig af den globale forbrugers tillid og vilje til at købe varer/produkter.

De seneste rapporter indikerer dog, at tilliden på verdensplan er ved at vende tilbage, og Kinas eksport er derfor ved at finde tilbage til sit niveau før krisen. Valutakursændringer kan tænkes at påvirke eksporten, men Kina vil stadig være verdens største produktionshal.

Det er værd at bemærke, at den globale krise kun har bevirket en mindre nedtur i den kinesiske økonomi, og at regeringen hurtigt iværksatte programmer til at understøtte økonomien igennem offentlige investeringer. Prognoserne for 2010-2011 tyder da også på at den kinesiske økonomi ikke for alvor ser ud til at blive påvirket på længere sigt, således menes real BNP væksten at ligger på henholdsvis 9,9 % og 8,8 % for 2010 og 2011.

Inflationen ventes fortsat at være lav på et niveau på 3,2 % for 2011. Det til trods for en kraftig vækst i både det private og offentlige forbrug.

Figur 23**Gross domestic product by expenditure**

(Rmb bn at constant 1995 prices where series are indicated; otherwise % change year on year)

	2008 ^a	2009 ^a	2010 ^b	2011 ^b
Private consumption ^c	7,390.6	8,077.8	8,808.1	9,619.7
	8.4	9.3	9.0	9.2
Public consumption ^c	2,776.5	3,056.9	3,390.1	3,705.4
	8.3	10.1	10.9	9.3
Gross fixed investment ^d	8,074.1	9,616.2	10,837.5	11,845.4
	9.4	19.1	12.7	9.3
Final domestic demand	18,241.1	20,750.9	23,035.7	25,170.5
	8.8	13.8	11.0	9.3

^a Economist Intelligence Unit estimates. ^b Economist Intelligence Unit forecasts. ^c Derived from nominal series and contribution of final consumption to real growth. ^d Derived from nominal series and contribution of gross fixed capital formation to real growth.

Kilde: Country report China, maj 2010, EIU

Den store fremgang i ølsalget på det kinesiske marked, kan i høj grad tilskrives den økonomiske fremgang, landet har oplevet de seneste mange år. Som en naturlig konsekvens af den økonomiske fremgang har levestandarden i befolkningen været stødt stigende. Samtidigt er en mere vestligorientering fremherskende, i de til stadighed mere kosmopolitiske byer ved østkysten. Alt sammen tendenser, som understøtter ølsalget og den udvikling må forventes at fortsætte.

De beslutningsfaktorer vi her ønsker belyst, er som følger:

- Faldende global forbrugertillid (og dermed eksport)
- Uændret BNP-vækst trods finansiell krise
- Uændret lav inflation
- Stigende levestandard
- Vestligorienteret tilstande

Beslutningsfaktor 3:

(Lovmæssige reguleringer)

Da det rent lovmæssige grundlag er relativt mangelfuldt, er det svært her at komme med andet end forestillinger om hvilke ting, som kan få en betydning for Carlsbergs salg i Kina.

Forestiller man sig f.eks. en situation, som vi for tiden ser i Rusland, med betydelige forhøjelser af afgifter på øl og spiritus, kan det betyde større omkostninger for ølsalg i Kina. Det forringer dog ikke Carlsbergs konkurrenceevne over for den direkte konkurrent, da de står i samme situation, men set over for substituerende produkter, vil de forhøjede priser gøre Carlsberg mindre konkurrencedygtige. Det kunne være et scenarie i sig selv, men mere om det i de kommende step.

Endvidere ville en stramning af lovgivningen vedr. udskænkning og placering af distributører også spille en stor rolle. Hvad det rent kvantitativt ville kunne gøre for væksten i ølsalget er svært at give sit bud på, medmindre man binder sig til et helt konkret eksempel, hvor man måske kan inddrage tendenser fra lignende tilfælde andre steder i verden.

En opsummering af beslutningsfaktorer ser ud som følger:

- Risiko for stigende afgifter
- Stramning af lovgivning vedr. udskænkning
- Stramning af lovgivning vedr. placering af distributører

Beslutningsfaktor 4:

(Konkurrence på de kinesiske delmarkeder)

Der er på det kinesiske ølmarked meget høj konkurrence. Det ses blandt andet ved, at alle verdens største bryggerier er aktive på markedet, ikke mindst hvad angår M&A's, som er den foretrukne ekspansionsstrategi. Den aktive M&A strategi, blev yderligere illustreret da Carlsberg i andet kvartal af 2010 vandt en budkrig på 12,5 % af aktierne i bryggeriet Chongqing, både InBev og China Resources skulle også have afgivet bud på aktieposten. Således foregår der konstant en kamp om at positionere sig på det enorme marked.

Carlsberg er dominerende i Vestkina (120 mio. indbyggere), hvor man har en markedsandel på 60 % og med opkøbet i Chongqing, ejer man nu 30 % af aktierne i et bryggeri som har en markedsandel på 80 % i regionen med 30 mio. indbyggere (Sonny Wichmann, 10.06.2010).

I det samlede regnskab for markedsandele rykker de flotte tal dog ikke det store, således menes Carlsberg som selvstændigt bryggeri at have en markedsandel på 1,6 % af det

samlede kinesiske marked, samtidigt ejer man dog 30 % i Chongqing (markedsandel på 2,5 %).

De høje regionale markedsandele, men nationalt lave, er en indikation på, at Carlsberg er mest aktive i de lavt befolkede områder. Ser vi på de fire største aktører på markedet, er det kendetegnene for dem at de alle er repræsenteret i den mere østlige del af Kina, hvor befolkningstallet er højere og økonomien stærkere.

Figur 24 - Fordeling af markedsandele

% total volume	2005	2006	2007	2008	2009
China Resources Enterprise Co Ltd	13.1	15.4	17.9	17.9	19.2
Tsingtao Brewery Co Ltd	13.4	12.9	12.9	13.0	13.4
Anheuser-Busch InBev NV	-	-	-	12.1	10.8
Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	10.2	10.2	10.4	10.4	10.7
Henan Jinxing Brewery Group	4.2	4.6	4.3	4.2	4.1
Guangzhou Zhujiang Brewery Co Ltd	4.0	3.8	3.5	3.0	2.9
Chongqing Brewery Co Ltd	2.4	2.8	2.6	2.4	2.5
Suntory Holdings Ltd	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8
Carlsberg A/S	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6

Kilde: Euromonitor – Beer China

Den hårde konkurrence på markedet må antages at give relative lave profitmargin, hvilket gør, at det er utrolig vigtigt at være en stor spiller på markedet for at kunne opnå stordriftsfordele. Det er især producenter af billige øl, som vil mærke konkurrencen på markedet, profitmargin på netop disse øl er i forvejen utrolig lav, og derfor vil prisen ikke være et brugbart parameter til at opretholde/vinde markedsandele.

På premiumsegmentet, hvor Carlsberg er mest repræsenteret, er konkurrencen ligeledes hård. I premiumsegmentet er konkurrencen primært koncentreret omkring byerne, og den kultur, som er fremherskende her.

For at gøre det synligt for punkt 4, opsummerer vi her i stikord, hvilke beslutningsfaktorer, vi kan trække ud:

- Stigende konkurrence internt på det kinesiske marked
- Carlsbergs markedsandele er høje i vest – men lave i øst
- Øst markedet er umiddelbart mest attraktivt
- Lav profitmargin pga. høj konkurrence

- Prisen er ikke et holdbart parameter til at vinde markedsandele

Beslutningsfaktor 5:

(Demografisk udvikling)

Der er en klar tendens i retningen af, at befolkningsvæksten i byerne er markant højere end på landet. Befolkningsvæksten var i landdistrikterne således i perioden 1995-2007 på lidt over 5 %, mens væksten i byerne var på hele 50 %. Det kan vise sig at have en effekt på salget af øl. Det viser sig nemlig, at ølsalget i byerne er større end i landområderne. Dette skyldes til dels, at levestandarden i byerne er højere, men også den bykultur, som er ved at opstå i Kina, hvor det er naturligt at mødes med venner og kollegaer ude i byen til fyraften.

Karriere og uddannelse bliver prioriteret højere og højere i Kina, det er med til at udskyde beslutningen om at blive gift. Således er gennemsnitsalderen for det første ægteskab, for kvinder i perioden 2000-2007 steget med 2,89 år, mens det for mænd er steget med 2,68 år. Beslutningen om at udskyde ægteskabet, betyder samtidigt at kineserne er "unge" i flere år, hvorfor det er forventeligt, at de vil være aktive forbrugere af alkohol i en længere periode.

Befolkningen i Kina bliver ældre og ældre, det skyldes to ting; ét sygehusvæsen er blevet bedre sammen med en general forbedring af levestandarden, og to "ét barns politikken" betyder alt andet lige, at der ikke fødes så mange børn, hvilket giver sig udslag i at gennemsnit alderen på befolkningen stiger.

Den kontroversielle "ét barns politik" har samtidigt en utilsigtet konsekvens for befolkningssammensætningen omkring kønnenes fordeling. Således bliver der kun registreret 100 fødte pigebørn for hver 119 drengebørn. Sammensætningen af befolkningen har betydning for ølsalget, da det i højere grad er mænd, som er konsument af alkohol produkter.

Vi ønsker i dette delafsnit, at trækker følgende beslutningsfaktorer frem:

- Højere befolkningsvækst i by ift. land
- Højere ølsalg i by ift. land
- Højere levestandard i by ift. land

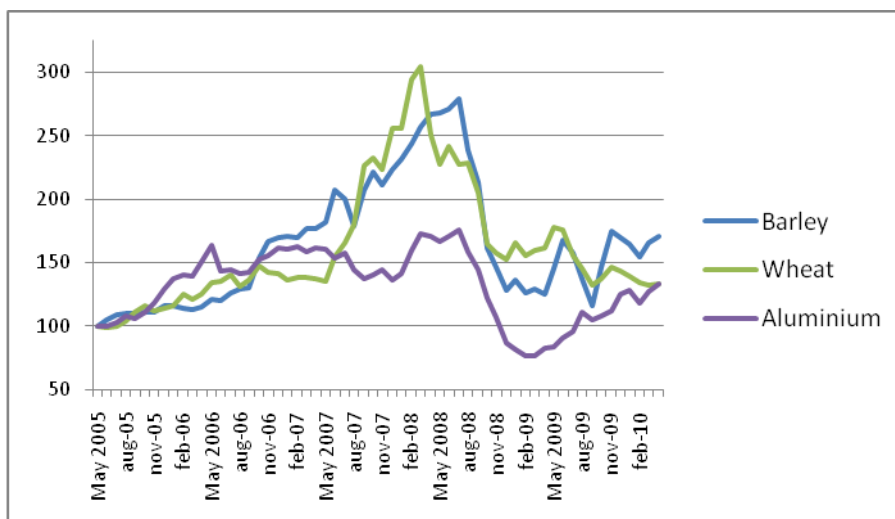
- Højere prioritet på uddannelse generelt i Kina
- Man udskyder ægteskab
- Befolkningen bliver ældre og ældre
- "ét barns politikken"
- Bedre sygehusvæsen
- Kønnenes fordeling er skæv

Beslutningsfaktor 6:

(Produktionsomkostninger)

Råvarepriser har som nedenstående viser det, været relativ volatile, specielt i starten af år 2008. Det giver en direkte effekt på produktion. Det må forventes, at man ikke kan sige noget helt præcist om udviklingen af råvarerpriser, da det er så afhængig af om et års høst slå fejl eller ej. Man må endvidere kunne forvente en stigende tendens i takt med dels befolkningen vokser, men også det private forbrug, som vil øge efterspørgslen på netop disse råvarer.

Figur 25



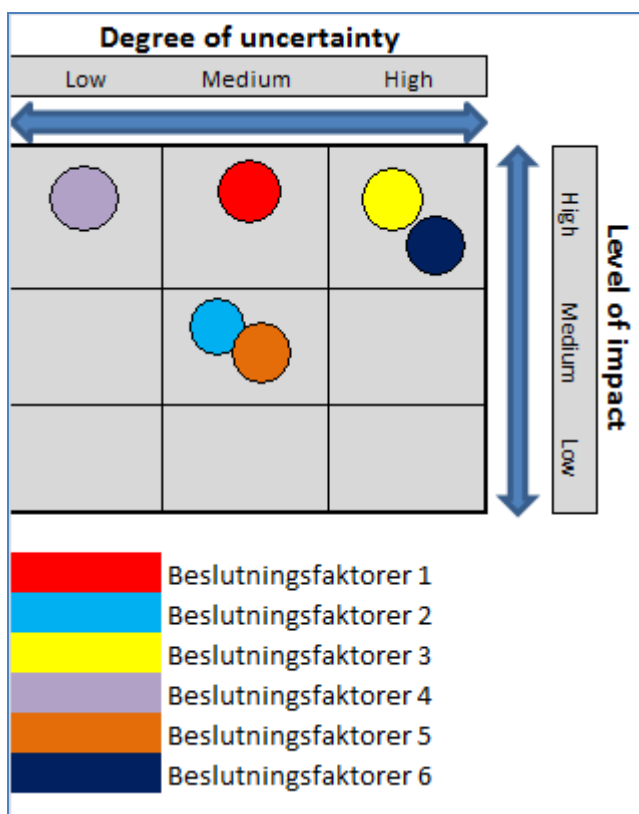
Kilde: indexmundi.com

Da denne er meget svær at forudsige, uden der er et konkret eksempel, er beslutningsfaktorerne få:

- Risiko for forhøjede råvarepriser i fremtiden
- Øget efterspørgsel på råvarer

Med alle beslutnings- og nøglefaktorer gennemgået, vil vi nu vurdere dels deres indvirkning på Carlsberg (om den er høj, medium eller lav) og dels faktorens usikkerhed, dvs. hvor stor er sandsynligheden for at scenariet vil indtræde. Her gør vi brug af dels de prognoser, som vi gennem opgaven har præsenteret men også en del subjektivitet. Som tidligere nævnt ønsker vi, at illustrere dette i nedenstående model.

Figur 26



Kilde: Egen tilvirkning

Som figuren gerne skulle illustrere, så har beslutningsfaktorerne fra 3 og 6 en stor indvirkning på Carlsberg, hvis de indtræder, men til gengæld er det også mere usikkert at det overhovedet vil ske, og så fremdeles.

Step 4

Som nævnt i metoden er dette step mere vigtigt i praksis end det er i denne sammenhæng. Det skyldes primært, at når virksomheder bruger denne model, vil det give mest mening, at vælge de scenarier, som med størst sandsynlighed vil forekomme, og derefter finde ud af hvor stor værdi det vil tilføre den at foretage en bestemt strategi, som f.eks. de faktorer i ovenstående figur, som er under beslutningsfaktorer 4.

I vores tilfælde ønsker vi, som tidligere nævnt, at vurdere de scenarier, som vi finder mest interessante for Carlsberg. Vi vil i nedenstående stille en masse forskellige scenarier op, som kan have relevans for Carlsberg, ud fra de beslutningsfaktorer, som vi ovenfor har analyseret på. Således vi i næste step kan finde frem til og udvælge de scenarier, som giver mest mening at arbejde videre med, og slutteligt at sætte en værdi på.

Scenarie 1 (Med inspiration fra beslutningsfaktor 1): Der forventes en stigning i ølsalget på samlet set 42 % frem til år 2014, hvor væksten i øst ventes at være større i øst end i vest. (gns. stigning ca. 46 % i øst og 36 % i vest)

Scenarie 2 (Med inspiration fra beslutningsfaktor 3): Den kinesiske stat indfører forhøjede afgifter på alkohol, hvilket betyder, at Carlsberg er nødt til at sætte priserne op.

Scenarie 3 (Med inspiration fra beslutningsfaktor 2): Til trods for at BNP væksten var forudsagt uændret, sker der det efter at Kina har ladet deres valuta flyde, at eksporten falder, hvilket har en virkning på BNP'en, og dermed den private købekraft.

Scenarie 4 (Med inspiration fra beslutningsfaktor 4): Den globale konkurrence vender sit syn mod den vestlige del af markedet.

Antallet af mulige scenarier er selvfølgelig uendelige, så derfor "nøjes" vi her med at nævne fire, som vi i næste step vælger at sammenholde med de forskellige strategier. Vi har valgt

nogle scenarier, som i høj grad opfylder alle fem kriterier, som er nævnt i metoden under step 5.

Step 5

I dette step forsøger vi at finde frem til de scenarier, som vi ønsker at analysere videre på, og vurdere disses rentabilitet og værdi. Som metoden siger, skal scenarierne blandt andet ifølge teorien være realistiske, variere betydeligt fra hinanden og indeholde en form for indsigt om fremtiden, hvilket er de kriterier, der lægges mest vægt på i denne afhandling.

Hvis vi sætter ovenstående scenarier sammen med de omtalte strategier fra step 1, får vi følgende matrice:

Figur 27

	Scenarie 1: Stigning i øl vol. (øst > vest)	Scenarie 2: Forhøjede afgifter på alkohol	Scenarie 3: Lavere BNP vækst end forudsagt	Scenarie 4: Større konkurrence i vestkina
Strategi 1: Opkøb af eksisterende virksomhed				
Strategi 2: "greenfield"				
Strategi 3: Fortsætte med uændret strategi				
Strategi 4: Joint ventures med konkurrent				

Kilde: Egen tilvirkning

For at matricen skal give mening, er en forklaring selvfølgelig på sin plads:

- De grønne felter betyder kort og godt, at strategien går naturligt i spænd med scenariet. Det betyder, at mixet af strategier kontra scenarier er intuitivt holdbare. Med andre ord giver det mening for en virksomhed at benytte den konkrete strategi i tilfælde af et af de givne scenarier indtræder.

- De røde er den direkte modsætning af de grønne, dvs. de situationer, hvor det slet ikke giver mening at vælge en given strategi for at tackle et af de valgte scenarier. F.eks. giver det intuitivt ikke mening at lave en "greenfield" opstart af en virksomhed, givet, at der kommer forhøjede afgifter på alkohol, her ville du være mere intuitivt at holde et stærkt omkostningsfokus i stedet.
- De gule felter er lidt en mellemting af de røde og grønne, hermed forstået, at man uden tvivl godt kunne forsvare at vælge strategien, men at det ville langt større mening at benytte en anden. f.eks. er det ikke logisk at fortsætte med en uændret strategi i tilfælde af, at der kommer forhøjede udgifter på alkohol, her vil det som foregående eksempel være mere rationelt holde et stærkt omkostningsfokus i stedet, det betyder dog ikke, at nogen, ja måske mange, gør det i praksis.

Hvis vi skal gå skridtet videre for at udvælge to scenarier til videre analyse, ville vi, hvis var en virksomhed, som skulle bruge metoden til en beslutning, vælge nogle af de scenarier, som er mest "grønne". Men da vi ikke er det, vælger vi de scenarier, som på den ene og den anden måde er mest håndterlige. Med andre ord de scenarier, som vi kan give de bedste estimater på, hvilket efter vores mening er scenarie 1 og 2. Desuden finder vi det oplagt, at vælge to scenarier, som i bund og grund er modsatrettede, dvs. et positivt og et negativt scenarie.

Figur 28

	Scenarie 1: Stigning i øl vol. (øst > vest)	Scenarie 2: Forhøjede afgifter på alkohol
Strategi 1: Opkøb af eksisterende virksomhed		
Strategi 2: "greenfield"		
Strategi 3: Fortsætte med uændret strategi		
Strategi 4: Joint ventures med konkurrent		

Kilde: Egen tilvirkning

Efterfølgende kan vi nu vurdere hvilke strategier, som giver den største udbytte for læseren, at vide mere om. Da M&A markedet er i stor udvikling i Kina, synes vi det kunne være

interessant at finde ud af, givet de to scenarier indtræffer, om det giver en ekstra værdi for Carlsberg, hvis de vælger at købe op i en eksisterende virksomhed (strategi 1).

Figur 29

	Scenarie 1: Stigning i øl vol. (øst > vest)	Scenarie 2: Forhøjede afgifter på alkohol
Strategi 1: Opkøb af eksisterende virksomhed		

Kilde: Egen tilvirkning

Vi har vi i den resterende del af opgaven valgt at kigge på to forskellige virksomheder, hvor Carlsberg har en reel mulighed for at købe op i, men mere om det i step 6.

Step 6

Slutteligt i scenarieanalysen i step 6 er det, som sagt, her den egentlige analyse i detaljer sker. Det er her vi tager de i step 5 valgte scenarier, og laver forskellige estimater på det fremtidige salg for Carlsberg, givet at det valgte scenarie indtræder sammen med den valgte strategi.

Vi vil diskutere scenarierne kvalitativt, og inddrage nogle antagelse og eksempler fra andre lignende tilfælde, for på den måde at lave nogle fornuftige og sigende budgetforudsætninger

Ydermere vil vi præsentere de to strategicas, hhv. Chongqing og Kingway.

Præsentation af scenarier, samt antagelser

Begynder vi med scenarie 1, hvor vi forventer, at ølsalget stiger 42 % frem til år 2014, efterfulgt en mere stagnerende situation, hvor der ventes en konstant vækst på 6 % pr. år.

Omkostninger forventes at stige i takt med den øgede omsætning, dog med 3,5 % mindre end den årlige stigning, da man må forvente, at kapaciteten generelt ikke skal øges betydeligt for at producere mere, pga. teknologien gør sin del. Desuden har der i årene

2005-2009 været en gennemsnit stigning i omkostningerne på ca. 3,5 %, jf. bilag 16, hvorfor dette giver god mening.

Væksten vil ifølge vores tidligere analyse fordele sig på de forskellige regioner i Kina på følgende måde:

Figur 30

Årlige % -mæssige ændringer i volumen fra 2010-2014						
	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Østkina	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	46,3%
Midtkina	5,5%	5,9%	6,5%	7,0%	7,5%	36,9%
Nord/nordøstkina	6,9%	7,4%	7,9%	8,5%	9,0%	46,5%
Nordvestkina	4,3%	4,8%	5,4%	5,9%	6,4%	29,8%
Sydkina	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	42,2%
Sydvestkina	4,7%	5,3%	5,8%	6,2%	6,7%	32,2%
Total	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,4%	42,4%

	2010	2011	2012	2013	2014
Produktionsomk.	2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,9%

Kilde: Egen tilvirkning

Ser vi videre på scenarie 2, hvor vi forestiller en lignende situation i Kina, som vi igennem 2009 har set i Rusland, hvor staten lod afgifterne på alkohol stige nærmest urealistisk meget, forventes disse stigninger at gå direkte ud over produktionsomkostninger og have en indirekte negativ virkning på bruttoavancen, da vi antager at prisen holdes konstant, med en fast årlig stigning på 3,5 %, som ligger meget tæt på den gennemsnitlige prisinflation. Kina er som nævnt gennem rapporten et marked med lave bruttoavancer og høj priselasticitet på varer som øl, derfor vurderer vi, at prisen fastholdes konstant, for at undgå et tab i volumen, og dermed også markedsandele.

Ud fra beregninger i bilag 15 svarer gennemsnitlig 20 % af de gns. omkostninger i 2009 til alkoholafgifter. Det betyder, at hvis vi antager, at ølafgifterne vil stige med nominelt 100 % fra 2010 til 2014, med følgende fordeling:

Figur 31

	2010	2011	2012	2013	2014
Afgiftstigning	50,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%

Kilde: Egen tilvirkning

Lidt på samme måde, som de i Rusland lod deres afgifter stige. Disse stigende afgifter antager vi udelukkende vil blive fraskrevet de gns. omkostninger, således kan vi beholde væksten i volumen fra scenarie 1, da vi ser det som et realistisk scenarier.

Konsekvenser for Carlsberg.

I det følgende vil vi forsøge at beskrive og kvantificere de både positive og negative konsekvenser, som de to scenarier og strategier har for Carlsberg. Det er ikke vores plan at lave en værdiansættelse af Carlsberg, men nærmere en vurdering af den værdi mixet af scenarie og strategi kan medføre, dvs. om købet af de to bryggerier efter et strategisk og økonomisk perspektiv er en god beslutning.

Ser vi f.eks. først på den **strategi 1**, hvor Carlsberg køber det resterende af bryggeriet Chongqing, vil det betyde, at de køber sig ind til at have en markedsandel på ca. 80 % i det centrale Kina. Ifølge vores vækstestimer vil Centralkina ikke stige lige så meget procentmæssigt, som det vil i det østlige Kina, men det stemmer meget godt overens med den vækststrategi Carlsberg selv besidder, som går ud på, at de angriber markedet fra vest og trinvist går længere og længere mod øst.

Det at blive ledende på et marked spiller en rigtig stor rolle for dels kendskab til brand, men også i tilfælde af økonomiske kriser, kan det være en fordel i forhold til mærkeloyalitet. Det betyder, at Carlsberg kan være med til at videreudvikle markedet, både hvad angår pris og kvalitet. De kan være med at gøre markedet uattraktivt for andre, således at det mindsker konkurrencen betydeligt.

Som tidligere nævnt ser vækstforholdene således ud i begge scenarier:

Figur 32

Årlige % -mæssige ændringer i omsætningen fra 2009-2014						
	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Midtkina	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	36,9%

Kilde: Egen tilvirkning

Vi antager, at disse forhold gør sig gældende for Chongqing, da de har størstedelen af deres drift i Centralkina. Ydermere ved vi, at omkostningerne i scenarie 1 udarter sig således:

Figur 33

	2010	2011	2012	2013	2014	2014 ->
Produktionsomkostninger	2,0%	2,4%	3,0%	3,5%	4,0%	3,0%

Kilde: Egen tilvirkning

I **scenarie 2** vil vi i budgetteringsafsnittet estimere videre på omkostningerne for de strategier. De skyldes, at vi tidligere har antaget, at prisen holdes konstant, for ikke at det skal gå ud over markedsandelen.

Strategi 2 går som nævnt ud på, at Carlsberg køber det lidt mindre bryggeri Kingway, som har dets primære salg i Sydkina. Købet vil betyde, at Carlsberg bliver en stor spiller der også. Det vil ligesom før nævnt være med til at skabe en situation, hvor Carlsberg kan gå et skridt nærmere en delmarkedsleder situation.

Vækstforholdene i Sydkina ser således ud:

Figur 34

Årlige % -mæssige ændringer i omsætningen fra 2010-2014						
	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Sydkina	6,29%	6,80%	7,29%	7,79%	8,31%	42,19%
Sydvestkina	4,75%	5,26%	5,80%	6,22%	6,70%	32,20%

Kilde: Egen tilvirkning

Andetsteds i specialet har vi dokumenteret at den foretrukne ekspansionsstrategi for aktørerne på det kinesiske marked er opkøb af eksisterende virksomheder samt joint ventures. Vi vurderer dog, at markedet efterhånden er så etableret, at joint ventures ikke

længere vil opnå det fulde udbytte, hvorfor vi fremadrettet ser opkøb af virksomheder som den mest logiske ekspansions strategi. Derfor vil den valgte strategi i scenarieanalysen, som nævnt, således være opkøb af eksisterende virksomheder.

Valget af virksomheder er, som sagt, faldet på Chongqing Brewery, hvor Carlsberg allerede er aktionær (ca. 30 %) og Kingway Brewery, hvor de ikke besidder ejerandele.

Carlsberg har som erklæret målsætning, at som minimum have bestemmende indflydelse i de virksomheder, hvori de besidder aktier. Det vil sige minimum have en ejerandel på 51 %, vi vil dog som udgangspunkt for vores valgte strategier for Carlsbergs opkøb i henholdsvis Chongqing og Kingway Brewery, analysere ud fra en strategi, hvor alle aktiver i selskabet opkøbes, således at Carlsberg blive ene ejer af det konkrete selskab. I det følgende vil vi komme lidt nærmere ind på de to selskaber.

Figur 35 - Fordeling af markedsandele.

% total volume	2005	2006	2007	2008	2009
China Resources Enterprise Co Ltd	13.1	15.4	17.9	17.9	19.2
Tsingtao Brewery Co Ltd	13.4	12.9	12.9	13.0	13.4
Anheuser-Busch InBev NV	-	-	-	12.1	10.8
Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	10.2	10.2	10.4	10.4	10.7
Henan Jinxing Brewery Group	4.2	4.6	4.3	4.2	4.1
Guangzhou Zhujiang Brewery Co Ltd	4.0	3.8	3.5	3.0	2.9
Chongqing Brewery Co Ltd	2.4	2.8	2.6	2.4	2.5
Suntory Holdings Ltd	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8
Carlsberg A/S	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
Kingway Brewery Holdings Ltd	1.7	1.9	1.9	1.6	1.4
Asahi Breweries Ltd	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
Asia Pacific Breweries (S) Pte Ltd	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3
S & P Co	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Oriental Brewery Co Ltd	-	-	-	-	0.4
San Miguel Brewery Inc	-	-	-	-	0.2
Heineken NV	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Kirin Holdings Co Ltd	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Anheuser-Busch Cos Inc	5.6	5.4	5.5	-	-
InBev	5.2	7.7	7.3	-	-
Fujian Sedrin Brewery Co Ltd	2.7	-	-	-	-
San Miguel Corp	0.2	0.2	0.2	0.2	-
Others	30.2	28.2	26.3	28.3	27.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source: Official statistics, trade associations, trade press, company research, store checks, trade interviews, Euromonitor International estimates

Kilde: Euromonitor – Beer China

Som det kan ses i ovenstående figur 35 er Chongqing og Kingway Brewery henholdsvis det 7. og 10. største bryggeri i Kina. Med markedsandele på 2,5 % og 1,4 %

I det følgende vil vi forsøge at gøre læseren en smule klogere på de to udvalgte virksomheder/bryggerier, samt hvilken indflydelse et eventuelt opkøb vil betyde for Carlsberg.

Chongqing Brewery

Chongqing Brewery er det største bryggeri i provinsen af samme navn. Jens Bekke (Carlsbergs kommunikationschef) udtalte i forbindelse med Carlsbergs seneste opkøb på 12,5 % af aktierne i Chongqing, at bryggeriet sad på 80 % af markedet i en region med 30 millioner indbyggere, herudover har Chongqing bryggeriet aktiviteter i et område med samlet 234 mio. indbyggere (Laurits Harmer Lassen, 11.06.2010). Samtidigt ligger Chongqing provinsen geografisk ikke langt fra Vestkina, hvor Carlsberg i Kina står utrolig stærkt, der er således lidt en "stay close to home" tilgang til opkøbet i Chongqing Brewery. I samme kontekst vil et opkøb af Chongqing sikre en vigtig forpost til markedet mod øst.

Chongqing Brewery ligger midt i Kina, og råder over 15 bryggerier, som er fordelt i de omkringliggende 7 provinser. Langt den største koncentration er dog i Chongqing provinsen, hvilket i nogen grad også forklarer, hvordan de kan opnå så stor en markedsandel i netop denne provins. Chongqing Brewery solgte i 2009 10 mio. hl øl - det er ca. dobbelt så meget, som det danske marked (Søren Kragballe, 02.07.2010).

Med Carlsbergs fortsatte interesse for Chongqing Brewery, er det kommet til omverdenens bevågenhed, at der i selskabet også eksisterer et biotekselskab. Et biotekselskab, som Carlsberg nu ligeledes har en ejerandel på 30 % af. Biotekselskabet er for tiden ved at udvikle en vaccine mod hepatitis B (leverbetændelse), som er på vej gennem forsøgssystemet. Får biotekselskabet med sin vaccine, der er i fase II, vil prisen for købet af Chongqing bryggeriet vise sig at være billigt købt (Søren Kragballe, 02.07.2010). Det skyldes, at aktierne i biotekselskabet formentlig ikke er interessant for Carlsberg, som derved kan bruge ejerandele i biotekselskabet som et forhandlingsredskab til at få fuld kontrol over bryggeriet, ellers som en "cash cow" for Carlsberg, hvis vaccinen viser sig at være en succes.

Muligheden for Carlsberg til at ombytte aktier i biotek til bryggeri aktier, er ikke noget vi i opgaven vil behandle yderligere, endvidere vil vi heller ikke i vores fremtidsperspektiver tage

højde for en eventuel indtjening fra vaccinen. Dog er vi opmærksomme på denne option, hvilket er endnu en grund til, at vi ser det som optimalt for Carlsberg, at opnå fuldstændig kontrol over Chongqing Brewery.

Kingway

Kingway, som er det 10. største bryggeri i Kina, har i de senere år tabt markedsandele, men de står stadig utrolig stærkt regionalt i det sydlige Kina. Det er også her de har deres hovedkontor og største delen af deres bryggerier.

Kingway har en relativ lille produktportefølje indenfor medium-premium segmentet. Kingways produkter bliver distribueret og solgt til i alt 20 provinser i Kina. Fremadrettet satser de på at diversificere deres produkter, samt at forbedre kvaliteten yderligere for at imødekomme de kinesiske forbrugeres stigende krav til kvalitet og individualitet.

Figur 36



Kilde: Figuren tager udgangspunkt i informationer fra Kingway hjemmeside, samt egen tilvirkning.

Ovenstående figur 36 er en oversigt over de kinesiske provinser. Den viser i hvilke provinser henholdsvis Carlsberg og Kingway har etableret bryggerier. De provinser, som er farvet grønne, er der hvor Carlsberg er repræsenteret, mens de blå er, der hvor Kingway har bryggerier. Den gule provins (Guangdong) i syd har både Carlsberg og Kingway bryggerier. Kingway har i alt otte bryggerier (<http://www.kingwaybeer.hk/en/main.asp>), hvor af halvdelen er placeret i Guangdong provinsen, som samtidig også er Kinas mest folkerige

provins med 95 millioner indbyggere. Af de resterende fire bryggerier er de tre placeret i Centralkina og et enkelt bryggeri i Østkina (Tianjin). De otte bryggerier har en samlet årlig produktionskapacitet på 1,7 millioner tons (<http://www.kingwaybeer.hk/en/main.asp>).

Produktionsapparatet på bryggerierne i Kingwaykoncernen er importeret fra Tyskland, således er det et moderne system, hvor både påfyldning, pakke og kontrolsystem er automatiseret. Ydermere kan systemet klare alle former for emballage.

Kingway har mere end 2.000 medarbejdere, for hvem produktivitet og effektivitet er virksomhedens mantra. Kingway udmærker sig ved at størstedelen af deres arbejdsstyrke er uddannet. Således har 80 % af deres management ansatte en universitetsgrad, og 70 % af deres produktions medarbejdere besidder en teknisk uddannelse (www.kingwaybeer.hk/en/main.asp).

Delkonklusion på scenarie analyse

(besvarelse af arbejds spørgsmål 3 og 4)

Vi har i scenarieanalysen taget udgangspunkt i Fahey & Randalls "the six step process", som er en intuitiv model til at finde frem til, hvordan man rent strategisk skal gribe fremtidige scenarier an som virksomhed. Vi har i denne kontekst valgt at bruge tankegangen bag denne model til, for Carlsberg at finde nogle fremtidige mere eller mindre sandsynlige scenarier på markedet Kina, og matchet dem op med de forskellige mulige strategier, som Carlsberg har til rådighed på et sådanne marked.

Da denne afhandling har et begrænset omfang har vi været nødsaget til at vælge nogle få scenarier og strategier ud, som vi ønsker at arbejde videre med. Som følge af analysen fandt vi frem til, at vi gjorde klogest i at vælge en strategi, som består af opkøb af eksisterende virksomheder, da det er det, at alle nutidige trends peger på, samtidig med at modellens værktøjer pegede os i samme retning rent intuitivt.

Scenarieanalysen viste endvidere en del forskellige rimelig sandsynlige scenarier, som også ville komme til at have en stor indflydelse Carlsbergs fremtid, både økonomisk og strategisk.

Vi valgte ud fra mængden af scenarier, at gå videre med to nærmest modsatrettede scenarier, hhv. en relativt positiv markedsvækst og en situation, hvor man forestillede sig en markant stigning på alkoholafgifter i Kina, lidt ligesom man så i Rusland i 2009.

Slutteligt i analysen diskuterede vi, hvilke konsekvenser mixet af scenarier og strategier kunne få for Carlsberg i fremtiden, dels kvalitativ men også rent kvantitativt, med andre ord hvordan vækst i markedet, omkostninger, markedsandel osv. ville komme til at se ud. Alt dette til videre brug i de kommende afsnit, hvor vi søger at finde en værdi af de forskellige strategiske opkøb.

Værdiansættelsesprocessen

Valg af budgetperiode

I gennem vores analyse har vi arbejdet med en horisont på fem år fra 2010 til og med 2014. Selvom det måske giver mening at lade sin budgetperiode strække over betydelig længere tid på et så umodent marked som Kina, ser vi det ikke som værende realistisk at komme med et mere præcist estimat af fremtiden ud over den valgte budgetperiode. Vi mener, at ved at lade terminalperioden indtræde efter det femte år, vil det give et realistisk syn på fremtiden, da vi forventer at væksten vil ensrette sig over tid. Den værdi, som vi i sidste ende finder frem til, vil være for primo 2010.

Selvom markedet, som sagt, er meget umodent og med meget stort potentiale, finder vi det til stadighed meget urealistisk, at det vil fortsætte en lige så stor vækst i terminalperioden, som vi forventer de første fem år. Derfor har vi ingen kvaler ved "kun" at vælge fem år, som en tilstrækkelig og retvisende cyklus.

Estimering af WACC

WACC'en for henholdsvis Kingway og Chongqing ligger på 9,9 % og 14,2 %. At WACC'en er lavere på Kingway end Chongqing skyldes et lavere afkastkrav fra ejerne og långivere ved Kingway end Chongqing. Følgende formel er brugt til udregning af WACC'en, jf. teori afsnittet:

$$WACC = R_D \times \frac{D}{V} \times (1 - T) + R_E \times \frac{E}{V}$$

Hvor,

R_D = långivernes afkastkrav

$\frac{D}{V}$ = markedsværdien af gældsandelen

$\frac{E}{V}$ = markedsværdien af egenkapitalandelen

T = den marginale skatteprocent

R_E = ejernes afkastkrav

Som det kan ses i ovenstående formel, er WACC udregnet på baggrund af kapitalstrukturen samt afkastkrav fra både långivere og ejerne.

Kapitalstrukturen for Kingway og Chongqing er udregnet som markedsværdien af egenkapitalen (kursen på virksomhedens aktier x med antal udestående aktier) og den netto rentebærende gæld i forhold til virksomhedens samlede værdi (markedsværdi af egenkapitalen + netto rentebærende gæld).

Som det kan ses i bilag 9, har begge selskaber en utrolig lav andel af deres kapital lånefinansieret. Fremadrettet finder vi forholdet mellem egenkapital og gæld urealistisk, hvis de skal realiserer de fremtidige vækstrater, vi har som eksterne analytikere skønnet at et mere realistisk forhold vil være 2/3 egenkapital og 1/3 gæld. Hvorfor vi i som udgangspunkt fremadrettet bruger denne fordeling (2/3 egenkapital og 1/3 gæld).

Långivernes afkastkrav består af følgende:

$$R_D = (R_f + R_s) \times (1 - T)$$

Hvor, R_f = Den risikofrie rente (samme som ved ejerens afkastkrav)

R_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

T = den marginale skatteprocent

Til brug for den risikofrie rente, har vi taget udgangspunkt i den danske 10-årige statsobligations rente, hvor vi har udregnet et gennemsnit for perioden 2005-2009. Vi har valgt at tage et gennemsnit, for at udjævne eventuelle udsving i rentekonjunkturerne, dette giver os en risikofri rente på 3,9 % (www.statistikbanken.dk). At det er den danske obligationsrente vi bruger i opgaven, skyldes at vi antager, at det er her Carlsberg alternativt ville investere deres penge, såfremt de ønsker risikofrit afkast.

Samtidigt har vi på baggrund af den netto rentebærende gæld og de finansielle omkostninger i selskaberne, kunne konstatere at renten er så lav som 2,8 % for Kingway og 3,8 % for Chongqing, hvorfor vi finder det mere attraktivt at låne kapital i banken frem for på aktiemarkedet, hvor afkastkravet historisk er noget højere. Vi er opmærksomme på, at

renten sandsynligvis vil stige, som følge af en anden kapitalstruktur, vi har dog i projektet ikke ændret rente som følge af vores antaget ændret kapitalstruktur.

Den marginale skatteprocent har vi beregnet ud fra et gennemsnit af skatteprocenten, som vi har fundet ved at dividere posten selskabsskat med resultat før skat i resultatopgørelsen. Som det kan ses i nedenstående figur 37 giver det en skatteprocent på 18,3 %. Udregningen sker på baggrund af Chongqings resultatopgørelse, da de i modsætning til Kingway, alle årene har positivt resultat. De 18,3 % vil blive brugt som skatteprocent for begge selskaber i værdiansættelsen.

Figur 37

Millioner DKK.	2006	2007	2008	2009
Resultat før skat	142	138	154	179
Selskabsskat	-29	-23	-26	-34
Koncernresultat	113	115	128	144
Skatteprocent	20,4%	16,5%	16,9%	19,2%
Skatteprocent gns.	18,3%			

Kilde: Egen tilvirkning

Den sidste faktor som bruges til at udregne WACC'en er ejernes afkastkrav som udregnes ved følgende formel:

$$R_E = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

Hvor, R_f = Risikofri rente

β_i = Betaværdien for en virksomhed

$E(R_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

Vores udregninger viser, at ejernes afkastkrav er 12,6 % for Kingway og 18,6 % Chongqing, forskellen kan især tilskrives en højere risikopræmie ($E(R_m) - R_f$) ved Chongqing (14,8 %) end Kingway (9,8 %).

Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen, har vi udregnet med udgangspunkt i henholdsvis SSE composite index² og HANG SENG index³. Vi har valgt netop disse index, da de er en direkte indikator på, hvad en investor må have af forventning til deres investering på pågældende marked. Markedsporteføljen for Kingway har et forventet afkast på 9,48 %, mens forventningerne til Chongqings markedsportefølje ligger på 20,57 %, jf. bilag 13 og 14.

Den teoretiske og statistiske betaværdi for en virksomhed udregnes ved brug af følgende formel:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{\text{Virksomhed}}^2}{\sigma_{\text{Aktiemarked}}^2} * \text{Korr (Virksomhed; Aktiemarked)}$$

Som det kan ses i bilag 13 og 14, har vi ved brug af ovenstående fået nogle betaværdier, som efter vores mening ikke er helt realistiske. For Chongqing fandt vi en betaværdi på 0,618, hvilket vi finder en anelse for lavt i forhold til nedenstående tabel. Modsat fandt vi en betaværdi på Kingway på 1,96, som efter vores mening er en anelse for højt.

Figur 38

Driftmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0.4-0.6
Lav	Neutral	Lav	0.6-0.85
Lav	Høj	Neutral	0.85-1.15
Neutral	Lav	Lav	0.6-0.85
Neutral	Neutral	Neutral	0.85-1.15
Neutral	Høj	Høj	1.15-1.4
Høj	Lav	Neutral	0.85-1.15
Høj	Neutral	Høj	1.15-1.4
Høj	Høj	Meget høj	1.4 +

Kilde: Plenborg & Gruelund (2002) s. 59

² Index for alle aktier noteret på børsen i Shanghai.

³ Index for de 45 største selskaber noteret på børsen i Hong Kong.

Ser vi rent kvalitativt på den driftsmæssige og finansielle risiko for virksomhederne, finder vi den driftsmæssige risiko relativ høj for begge selskaber. Det skyldes, at de i Kina har en helt anderledes arbejdskultur end, hvad Carlsberg er vant til. Carlsberg har som udgangspunkt ikke den driftsmæssige viden, hvorfor vi anser risikoen som høj. Den finansielle risiko ser vi ikke som mere end neutral, da Kina på det område ikke er så langt efter den vestlige verden på det område mere. Derfor har vi samlet korrigeret begge virksomheder med 1,15, således at værdier hhv. bliver større og mindre, jf. nedenstående. (dvs. lægger 1,15 til og finder en gennemsnit af de to)

Figur 39

Angivet i DKK		
	Kingway	Chongqing
Aktiekurs ultimo 2009	1,20	17,89
Aktier standing	1.700.000.000	484.000.000
Markedsværdi af egenkapital i mio.	2.048	8.660
Netto rentebærende gæld i mio.	168	1.034
Virksomhedensværdi i mio.	2.216	9.694
E/V	92,4%	89,3%
D/V	7,6%	10,7%
Ejernes afkastkrav (Re)	12,6%	18,6%
Rf (Månedlige gns. 2005-2009)	3,9%	3,9%
Långivers afkastkrav (Rd)	5,5%	6,3%
Nettolånerente	2,8%	3,8%
β	1,55	0,88
WACC	9,9%	14,2%

Kilde: Egen tilvirkning

Budgettering af driftsaktivitet

Selve budgetteringen af driftsaktiviteten kan som i teorien deles op i seks trin, hvor vi starter med at budgettere salgsvæksten. På den måde kan vi opstille et salgsbudget for den valgte budgetperiode, samt hvad der forventes at ske i terminalperioden. Der opstilles i det følgende et salgsbudget for de to scenarier og strategier.

Volumen baserer vi på hvad de to selskaber selv oplyser, og derefter fremskriver med de estimerede procentstigninger. Herfra udledes hhv. de implicitte salgs- og produktionspriser pr. ton øl, for på den måde at finde omsætning og produktionsomkostninger for budgetperioden, se evt. bilag 11 og 17.

Budget for salgsvækst for Strategi 1 (Chongqing):

Figur 40

scenarie 1	Historik	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Øl volumen i ton liter	1.000.000	1.054.530	1.117.244	1.189.680	1.273.075	1.368.820	1.450.950
		5,45%	5,95%	6,48%	7,01%	7,52%	6,00%
Omsætning	1.719	1.876	2.057	2.267	2.511	2.794	3.066
		9,1%	9,7%	10,2%	10,8%	11,3%	9,7%
Produktionsomkostninger	-957	-975	-999	-1.029	-1.065	-1.108	-1.141
		2,0%	2,4%	3,0%	3,5%	4,0%	3,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 41

scenarie 2	Historik	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Øl volumen i ton liter	1.000.000	1.054.530	1.117.244	1.189.680	1.273.075	1.368.820	1.450.950
		5,45%	5,95%	6,48%	7,01%	7,52%	6,00%
Omsætning	1.719	1.876	2.057	2.267	2.511	2.794	3.066
		9,1%	9,7%	10,2%	10,8%	11,3%	9,7%
Produktionsomkostninger	-957	-1.071	-1.113	-1.163	-1.221	-1.289	-1.327
		12,0%	3,9%	4,5%	5,0%	5,5%	3,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Budget for salgsvækst for Strategi 2 (Kingway):

Figur 42

scenarie 1	Historik	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Øl volumen i ton liter	833.000	885.396	945.603	1.014.537	1.093.569	1.184.445	1.255.512
		6,29%	6,80%	7,29%	7,79%	8,31%	6,00%
Omsætning	1.030	1.133	1.253	1.391	1.552	1.740	1.909
		10,0%	10,5%	11,0%	11,6%	12,1%	9,7%
Produktionsomkostninger	-789	-811	-837	-869	-906	-950	-979
		2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%	3,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 43

scenarie 2	Historik	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Øl volumen i ton liter	833.000	885.396	945.603	1.014.537	1.093.569	1.184.445	1.255.512
	29,95%	6,29%	6,80%	7,29%	7,79%	8,31%	6,00%
Omsætning	1.030	1.133	1.253	1.391	1.552	1.740	1.909
	13,2%	10,0%	10,5%	11,0%	11,6%	12,1%	9,7%
Produktionsomkostninger	-789	-890	-932	-982	-1.038	-1.104	-1.137
	9,7%	12,8%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%	3,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Den eneste forskel fra scenarie et til to er som tidligere nævnt, udviklingen i produktionsomkostningerne, som stiger relativt mere i budgetperioden. Afgifterne svarer til ca. 20 % af produktionsomkostningerne, hvorfor vores beregninger tager udgangspunkt i, at det er 20 % af produktionsomkostningerne som stiger fra år til år, jf. bilag 15.

Efter salgsvæksten er budgetteret, udregner vi hhv. kerne AOH og NDA, som tager udgangspunkt i en reformulering af den historiske balance, jf. bilag 4 og 8, for på den måde at finde disse nøgletal for åbningsåret 2009.

Til nedenstående nøgletal antog vi, at NDA stiger i takt med omsætningen, da der ikke forventes nogen nye større investeringer for begge virksomheder, men dog en bedre kapacitetsudnyttelse. Idet vi tidligere har antaget, at Carlsberg i begge scenarier ikke vælger at røre ved prisen, givet at der som i scenarie 2 sker en afgiftsændring, er der ikke forskel på AOH og NDA i de to scenarier for de to virksomheder.

Budget for AOH og kerne NDA for Strategi 1 (Chongqing):

Figur 44

	Historik	Budgetperiode				
(Beløb i mio. DKK)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
AOH	0,917	0,979	1,048	1,126	1,215	1,315
Kerne NDA	1.874	1.917	1.963	2.013	2.067	2.125

Kilde: Egen tilvirkning

Budget for AOH og kerne NDA for Strategi 2 (Kingway):

Figur 45

	Historik	Budgetperiode				
(Beløb i mio. DKK)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
AOH	0,467	0,528	0,568	0,614	0,666	0,724
Kerne NDA	2.095	2.148	2.204	2.265	2.331	2.401

Kilde: Egen tilvirkning

Som det kan ses af de to ovenstående strategier, er omsætningshastigheden af aktiverne stigende i begge tilfælde. Det betyder, at vi forventer en forbedring af begge virksomheder.

I punkt 3 budgetteres driftens overskud DO, ud fra de antagelser vi lavede i punkt 1 under salgsvæksten. Men da vi greb det en lille smule anderledes an, end hvad teorien foreskriver, udregnede vi først den effektive skatteprocent. Ud fra det ene af selskaberne (Chongqing), fandt vi en effektiv skatteprocent på gennemsnitligt 18,3 %, jf. bilag 10.

Denne skatteprocent valgte vi at gå ud fra i begge strategier, da det ikke var muligt at beregne en valid procent for Kingway. De to resterende punkter i processen, hhv. budgettering af andet driftsoverskud og usædvanlige poster var ikke relevant for disse to selskaber, da de var ikke eksisterende.

Budget for Driftsoverskud samt effektiv skatteprocent for strategi 1 (Chongqing):

Figur 46 – Driftsoverskud Chongqing.

Scenarie 1	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Resultat af primær drift	311	444	595	769	971	1.176
Selskabsskat	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Resultat af primær drift efter skat	255	364	488	631	796	965

Scenarie 2	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Resultat af primær drift	187	296	420	565	733	931
Selskabsskat	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Resultat af primær drift efter skat	154	243	345	463	601	764

Kilde: Egen tilvirkning

Vi ser her i strategi 1, at der som forventet er en stigning i driftsoverskuddet henover budgetperioden, hvilket også er gældende for strategi 2, dog i lidt mindre grad, for detaljerede udregninger af resultat af primær drift se bilag 18 og 19.

Budget for Driftsoverskud samt effektiv skatteprocent for strategi 2 (Kingway):

Figur 47 – Driftsoverskud Kingway.

Scenarie 1	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Resultat af primær drift	43	121	212	317	439	564
Selskabsskat	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Resultat af primær drift efter skat	35	100	174	260	360	462

Scenarie 2	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Resultat af primær drift	-49	10	80	162	258	377
Selskabsskat	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Resultat af primær drift efter skat	-40	9	66	133	212	309

Kilde: Egen tilvirkning

Grundet et par dårlige år for Kingway tidligere, er de inde i en proces, hvor man søger at vende under til overskud, derfor ser vi scenarie 2, at driftsoverskuddet er negativt. For detaljerede udregninger af resultat af primær drift se bilag 20 og 21.

Bestemmelse af RIDO

Med budgetforudsætninger, kerne NDA og WACC estimeret for de to strategier kontra scenarier, kan vi i det følgende fastlægge residualindkomsten fra driften ved at tage driftsoverskuddet fra de forskellige år i budgetperioden og fratrække en WACC-vægtet kerne NDA.

Figur 48 - Estimering af RIDO Chongqing.

Scenarie 1	Historik	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Kerne NDA	1.874	1.917	1.963	2.013	2.067	2.125	
Resultat af primær drift efter skat		255	364	488	631	796	965
RIDO		-10	93	210	346	503	664

Scenarie 2	Historik	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Kerne NDA	1.874	1.917	1.963	2.013	2.067	2.125	
Resultat af primær drift efter skat		154	243	345	463	601	764
RIDO		-112	-29	67	178	309	463

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 49 - Estimering af RIDO Kingway.

Scenarie 1	Historik	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Kerne NDA	2.095	2.148	2.204	2.265	2.331	2.401	
Resultat af primær drift efter skat		35	100	174	260	360	462
RIDO		-172	-113	-44	36	130	225

Scenarie 2	Historik	Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Kerne NDA	2.095	2.148	2.204	2.265	2.331	2.401	
Resultat af primær drift efter skat		-40	9	66	133	212	309
RIDO		-248	-204	-152	-91	-19	72

Kilde: Egen tilvirkning

Værdiansættelse ud fra RIDO-model

I det følgende afsnit vil vi udarbejde den sidste del af værdiansættelsen for de to strategier og scenarier. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i, hvad vi i det foregående har præsenteret og diskuteret. Slutteligt vil vi foretage en vurdering af de resultater, vi her kommer frem til, samt diskutere og fremtrække de mest interessante aspekter.

Værdiansættelse af strategi 1 (Chongqing):

Figur 50 - Estimering af Chongqing's værdi.

Scenarie 1		Budgetperiode						Terminal
(Beløb i mio. DKK)	t=0	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->	
RIDO		-10	93	210	346	503		664
Diskonteringsfaktor (WACC= 14,2 %)		0,88	0,77	0,67	0,59	0,52		5,55
PV af RIDO		-9	71	141	204	260		3.675
PV af kernerdriftsaktivitet	4.342							
Værdi af egenkapital	873							
= Virksomhedsværdi	5.215							

Scenarie 2		Budgetperiode						Terminal
(Beløb i mio. DKK)	t=0	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->	
RIDO		-112	-29	67	178	309		463
Diskonteringsfaktor (WACC= 14,2 %)		0,88	0,77	0,67	0,59	0,52		5,55
PV af RIDO		-98	-22	45	105	159		2.563
PV af kernerdriftsaktivitet	2.752							
Værdi af egenkapital	873							
= Virksomhedsværdi	3.625							

Kilde: Egen tilvirkning

Som vi ser af ovenstående, er der som forventet større værdi i scenarie 1 end i scenarie 2, hvilket selvfølgelig skyldes de afgiftsstigninger, som vi indførte i scenarie 2. Vi ser en værdi på ca. 5,2 mia. DKK, hvoraf meget af værdien ligger i terminalperioden. Da vi her "kun" ser på en femårig periode, er det klart for et marked i vækst, at det meste af værdien ligger ude i fremtiden.

I den nedenstående strategi 2 ser vi ligeledes en forskel i værdi fra scenarie 1 til 2, på samme vis, som vi ser i den forestående strategi. På grund af en relativ stor forskel i WACC'en for de to casevirksomheder, giver scenarie 1's i begge strategier et resultat, som ligger tæt op af hinanden. Dette sker til trods for, at Chongqing har en relativt større markedsandel og omsætning end Kingway.

Værdiansættelse af strategi 2 (Kingway):

Figur 51 – Estimering af Kingway's værdi.

Scenarie 1		Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	t=0	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
RIDO		-172	-113	-44	36	130	225
Diskonteringsfaktor (WACC= 9,9 %)		0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	5,55
PV af RIDO		-157	-93	-33	24	81	3.286
PV af kernerdriftsaktivitet	3.108						
Værdi af egenkapital	1.928						
= Virksomhedsværdi	5.036						

Scenarie 2		Budgetperiode					Terminal
(Beløb i mio. DKK)	t=0	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
RIDO		-248	-204	-152	-91	-19	72
Diskonteringsfaktor (WACC= 9,9 %)		0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	5,55
PV af RIDO		-225	-169	-115	-63	-12	1.047
PV af kernerdriftsaktivitet	463						
Værdi af egenkapital	1.928						
= Virksomhedsværdi	2.391						

Kilde: Egen tilvirkning

Diskussion af resultater

Chongqing

Som vi så i det foregående, fandt vi frem til nogle værdier af bryggeriet Chongqing, som ligger et godt stykke under den markedsværdi vi opgjorde ud fra den værdi aktien handles i, og er blevet handlet i, da Carlsberg gjorde sit opkøb af dette bryggeri - hvilket gjorde sig gældende for både scenarie 1 og 2. Vi giver den enorme konkurrence⁴ i denne del af Kina skylden for den handlede overkurs.

Efter vores mening viser det, at der ligger en masse værdi i den effekt, som det giver at hæve sin samlede markedssandel relativt i forhold til de andre konkurrenter. Carlsberg og mange andre bryggerier er villige til at betale en stor overkurs for at undgå, at det er konkurrenten, der ender op med at købe den tiltænkte del af virksomheden.

Selvom vi er enige i, at der rent brandmæssigt og forretningsmæssigt giver nogle store fordele at være markedsleder på forskellige delmarkeder, kan vi godt sætte et spørgsmålstejn ved, om der reelt set ligger så meget strategisk værdi i det i forhold til, hvor den økonomiske difference, som vi opgør?

Ovenstående spørgsmål er svært at komme med et endeligt svar på, men vores umiddelbare vurdering er dog, at hvis vi havde kunne forudsige 15 år frem i tiden i stedet for de 5 år, som vi ser her, kunne vi nok godt have fået en større værdi. Man kan nok også godt forestille sig, at verdens aktiemarkeder mere og mere kommer til at ligne hinanden, både hvad angår forventet afkast og risiko. Hvorfor man ikke ville i det tilfælde have en konstant høj WACC, men nærmere en let aftagende, hvilket ville hæve værdien på selskabet i udregningerne.

Det er helt sikkert en langsigtet betragtning af Carlsberg, når de vælger at give op mod 40-60 % mere i overkurs, i forhold til hvad virksomheden teoretisk eller måske reelt er værd.

I vores scenarier vælger vi ikke at se så meget på begrebet synergieffekt, hvilket Carlsberg forhåbentlig har gjort, da de foretog deres opkøb tidligere. Man kan sagtens komme med et skøn på, hvad man mener en sådan effekt er værd, men det ville uden tvivl være et skud i tågen, uden den interne viden Carlsberg besidder.

⁴ Her mener vi konkurrence, som angår opkøb af selskaber.

Som nævnt tidligere er Kina et marked med høj prisfølsomhed, mest fordi der altid vil være et selskab, som på den ene eller anden måde vil kunne lave en billigere øl end Carlsberg. Uden at blive alt for generaliserende, vil vi gerne komme med det postulat, at folk i Kina for ganske få år (10-15 år) siden tænkte mere på prisen snarere end kvaliteten, hvilket helt sikkert er ved at vende i takt med mere vestlignende forbrugsmønstre. Så derfor kan man sige, at der ligger der en relativ stor option i, at få det kinesiske folk "omvendt". Den virksomhed, der formår at spille sine kort på den rigtige måde udadtil mod forbrugeren, og få dem overbevist om, at kvalitet koster penge, vil være den helt store vinder, og dermed en fremtidig markant spiller. For at være realistisk, er der i forhold til mange andre steder i verden, ikke de store penge i at sælge øl i Kina, for så lave avancer, som man ser nu.

For at diskutere validiteten af de værdier vi er kommet frem til, kan vi uden at tøve sige, at vi finder scenarie 1 for Chongqing mere realistisk i forhold til scenarie 2. Det virker ganske givet at salget i fremtiden vil stige markant, dog kan vi i scenarie 1 have undervurderet denne vækst, set i forhold til forventningerne i markedet jf. Chongqings markedsværdi.

Forskellen i vores udregnede værdi og markedsværdien, kan dog også skyldes den konkurrence, som eksisterer på det kinesiske marked omkring opkøb af eksisterende bryggerier, som eksemplet med Carlsberg og netop Chongqing, hvor Chongqing aktie steg voldsomt efter de første opkøbsrygter.

Samtidigt er der endnu ikke nogle direkte indikationer på, at den kinesiske regering vil ændre afgifterne markant på ølsalg. Der er dog en tendens mod et mere helbredsorienteret samfund i Kina, som man blandt andet kan se på "*harmonious society*" parti programmet, som vægter folkets sundhed højere end tidligere. Indtil videre har fokuseringen på alkohol problematikken vedrørende sundhedsspørgsmålet, mest omhandlet skærpelse af aldersgrænse for indtagelse af alkohol. Vi anser det dog for sandsynligt at næste step i debatten omkring sundhedsvirkningerne ved indtagelse af alkohol, meget vel kunne komme til at omhandle afgifter på alkohol produkter, herunder øl, som tegner sig for en betydelig andel.

Det er tydeligt, at andre investorer og analytikere ser Kina som et marked med potentiale, hvilket ses for Chongqing i de opskruede priser på aktiemarkedet. Vi har i scenarie 1

forudsagt en vækst på ca. 40 % over de næste 5 år, hvilket for nogle virksomheder er lavt sat og andre højt.

Gennemsnitligt set tror vi dog på, at væksten vil udarte sig i dette leje. Spørgsmålet for Carlsberg er, hvorvidt de er i stand til at udnytte dels den kæmpe viden, de har fra andre markeder, og dels hvor hurtigt de kan lære de kinesiske præferencer at kende. Carlsberg er kendt for at være et selskab, som bruger ufattelige summer på markedsføring, hvorfor man må forvente, at der foreligger et stort arbejde rent markedsføringsmæssigt, for at finde frem til, præcis hvordan den kinesiske forbruger skal rammes.

Samlet set om strategi 1 Chongqing kan man sige, at afhængig af øjnene, der ser, vil der være spredte meninger om, hvorvidt den valgte strategi er en god idé - i tilfælde af de to scenarier indtræder. Scenarie 1 kan man godt fristes til at sige god for, da der stadig er et stort "upside potential" i forhold til dels synergieffekt, men også om man har evnen til at udnytte den kinesiske forbrugers flydende præferencer.

Carlsberg har tidligere købt op i virksomheden, således at de ejer en stor nok del til at have veto ret, men ikke så stor, at de opnår bestemmende indflydelse. Vi mener, at givet scenarie 1 indtræder, vil det give stor mening for Carlsberg, trods overkurs, at købe det resterende af virksomheden op, således at de kan udnytte de kompetencer og den viden de besidder til at få den option "way in the money".

Givet at de er i besiddelse af en viden om de afgiftsstigninger, som vi ser i scenarie 2, er det vores vurdering, at det umiddelbart bliver en for dyr virksomhed at købe op i, i forhold til den reelle værdi. Her tror vi ikke den tidligere omtalte option indebærer nok værdi til at stå imod den overkurs.

Kingway

Som vi så i værdiansættelsen af Kingway, fandt vi frem til nogle værdier, som umiddelbart ligger et godt stykke over den markedsværdi, vi opgjorde ud fra den værdi aktien handles i på markedet, dette var tilfældet i begge scenarier.

Vi er selvfølgelig klar over, at givet Carlsberg begynder at købe op i Kingway, vil interessen for dette selskab stige, og det samme vil prisen. Men Kingway er en virksomhed, som gennem de seneste par år ikke har vist de bedste resultater, hvilket også er skyld i den lave markedskurs. Denne skyldes endvidere, at Sydchina stadig er på et lavere modenhedsstadium end f.eks. Central- og Østchina, hvilket giver en endnu større usikkerhed om fremtiden, og ikke mindst markedsværdien.

Generelt set gælder mange af de ting vi diskuterer i eksemplet med Chongqing også her. Her er der også tale om en option med både stor upside, men også downside potential. I og med at virksomheden har performet dårligt i de senere år, vil Carlsberg i tilfælde af opkøb, ikke kunne udnytte de synergieffekter med det samme. I første omgang skulle fokuseres på både at optimere og ændre forretningsmodellen til det bedre, for at få vendt et minus til et plus. Derfor kan man sige, at fokus på kort sigt er "at slukke ildebrænde", og finde frem til de ting, som har skabt den dårlige performance og få elimineret disse. Carlsberg er nødt til at skabe et sikkert fundament inden de kan udnytte synergier, vækste yderligere osv.

For også at diskutere validiteten af de værdier vi er kommet frem til i de to scenarier, kan vi igen sige, at vi finder scenarie 1 for Kingway mere realistisk i forhold til scenarie 2. Der er ikke noget på nuværende tidspunkt, som tyder på, at den kinesiske regering ønsker at sætte afgifterne op. Vi finder væksten i scenarie 1 meget realistisk, måske endda en smule undervurderet, da så umodne markeder sagtens kan stige mere end ventet.

Som sagt, får vi i både scenarie 1 og 2 værdier, som viser at markedsværdien for tidspunkt 0 er undervurderet i forhold til den teoretiske værdi i scenarierne. Det betyder som udgangspunkt, at det ville være en god idé for Carlsberg at købe op i virksomheden, uanset hvilket scenarie indtræder.

Det viser umiddelbart, at markedet er mere skeptiske over for den fremtidige vækst for Kingway end vi er, og det har de selvfølgelig god grund til at være. Carlsberg derimod bør dog efter vores mening ikke tøve særlig længe, givet at de kan få lov til at købe virksomheden til en pris, som ligger tæt på markedsværdien, da de selv ved hvilken ekspertise og viden, de kan tilføre virksomheden. Det er som i Chongqingeksemplet et spørgsmål om effektivisering og markedsføringsevner.

Chongqing vs. Kingway?

Slutteligt vil vi sætte de to strategier op mod hinanden, for at komme med en vurdering af hvad vi samlet set, synes er den mest pragmatiske løsning for Carlsberg. Det gør vi selvom det i realiteten ikke er specialets formål, altså at komme med en anbefaling. Vi ser det dog som en naturlig afslutning på ovenstående diskussion.

Strategisk set er Chongqing en del af Carlsberg samlede strategi på det kinesiske marked, hvor de har ændret deres tankegang fra "go west" til nu at "go east", hvor Chongqing er en vigtig forpost. I denne kontekst ville det simple svar være, at Carlsberg bør fortsætte sit opkøb af selskabet indtil de er i en situation med bestemmende indflydelse. Men umiddelbart viser vores tal og udregninger, at virksomheden er betydelig overvurderet, hvilket vi ikke mener, bør ignoreres. Det er selvom vi er af den opfattelse, at der ligger en option både i at være markedsleder, men også i at kunne udnytte synergien effekt.

Vi synes heller ikke, at Carlsberg kan eller bør ignorere, at Kingway tilsyneladende er stærkt undervurderet, og stadig på et stadie, hvor man kan tilføre virksomheden mange forbedringer og dermed værdi. Derfor er det et spørgsmål om, om hvor meget værdi Carlsberg selv tillægger optionen fra strategi 1, for hvis det ikke er nok, bør de efter vores mening helt sikkert overveje Kingway, som det næste opkøbsemne - hvis det står mellem de to selskaber, specielt også hvis man tager højde for at begge scenarier kan forekomme, uanset risiko.

Konklusion

Carlsberg er på nuværende tidspunkt en rigtig stor aktør på det internationale ølmarked, hvorimod de i Asien, herunder Kina er noget længere fra toppen. Kina indeholder i de fleste øjnes en stor mængde potentiale, hvorfor vi har fundet det interessant at lave en afhandling omhandlende dette marked.

Vi fandt gennem projektet, at Carlsberg synes at være i besiddelse af det, der skal til rent strategisk for at kunne tage udfordringen op på det kinesiske marked. Carlsberg er strategisk stærke og rustet til at udnytte meget af det potentiale, som markedet besidder. Det potentiale, som ifølge vores undersøgelser analyser er utrolig stort.

Vi fandt endvidere ved hjælp af vores scenarieanalyse, at Carlsberg som udgangspunkt sad over for en del forskellige strategiske muligheder, men at den mest pragmatiske løsning ville være, at fortsætte deres nuværende strategi, som består af at opkøbe eksisterende virksomheder og derved markedandsandele.

For at gøre vores afhandling mere unik i forhold den gængse værdiansættelsesopgave, søgte vi gennem scenarieanalysemetodikken, at finde frem til nogle scenarier, som vi fandt interessante og relevante, for efterfølgende at sætte en værdi på disse.

For at kvantificere og ikke mindst svare på vores problemformulering udarbejdede vi en værdiansættelse af de valgte strategier, for på den måde at være i stand til at diskutere og vurdere potentialet af disse.

I værdiansættelsesprocessen observerede vi, at den ene af de to virksomheder (Chongqing) var overvurderet målt på markedsværdier i forhold til de værdier vi fandt frem til i analysen. Vi fandt et værdiinterval for Chongqing i de to scenarier på *ca. 3,6 – 5,2 mia. kroner*, mod en markedsværdi pr. ultimo 2009 på *ca. 8,6 mia. kroner*.

Det betød, at vi i diskussionen trak frem, at Carlsberg bør være skeptiske ved at købe mere op i dette selskab, givet at de ikke tillægger synergieffekter mv. så megen værdi, at det vil overstige markedsværdien.

Ydermere fandt vi det konkludérbart, at Kingway, som er den anden virksomhed vi estimerede en værdi for, var stærkt undervurderet. I vores estimer fandt vi et

værdiinterval på *ca. 2,4 – 5,0 mia. kroner*, mod en markedsværdi pr. ultimo 2009 på *ca. 2 mia. kroner*.

Undervurderingen skyldes en skepsis fra markedets side om virksomhedens fremtid, som følge af et par dårlige år. Men med scenarie 1 taget i betragtning, som vi finder ganske realistisk, synes vi at det giver mening for Carlsberg at se mere i den retning, hvad opkøb angår.

Så for samlet set konkret at svare på spørgsmålet: "Hvor stor en værdi kan det kinesiske marked tilføre Carlsberg?" Kan vi med sikkerhed svare, at vi tror på vores værdiestimer, og derfor rent kvalitativt kan sige, at det kinesiske marked kan tilføre Carlsberg en stor værdi. Dog på den betingelse, at de ikke ignorerer det faktum, at det sydlige Kina også har meget at byde på. Også selvom det måske taler lidt i mod deres nuværende strategi.

Rent kvantitativt mener vi, at hvis Carlsberg vælger at følge vores dispositioner og laver et opkøb af bryggerivirksomheden Kingway, kan det give en årlig meromsætning på *1,1-1,7 mia. kroner*, svarende til en marginal merværdi af Carlsberg på *ca. 2,8 mia. kr.*

Hvad angår Chongqing er det vores vurdering, at det vil give en negativ marginal værdiændring på *2-3 mia. kroner*, til trods for en større årlig omsætning.

Litteraturliste

Bøger

Bitsch Olsen og Pedersen (2004), Problemorienteret projektarbejde – en værktøjsbog, Roskilde Universitetsforlag. ISBN 87-7867-223-6

Brealey et al. (2008), Principles of Corporate Finance 9.th ed, McGrawe-Hill. ISBN 978-007-126327-6

Elling og Sørensen (2005), Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 2 udgave, Gads forlag. ISBN 87-13-04903-8

Fahey og Randall (1998), Learning from the future, John Wiley & sons, Inc. ISBN 0-471-30352-6

Hedegaard et al. (2006), Strategisk investering & finansiering med INVEST – en finanskalkulator på PC, jurist- og økonomforbundets forlag. ISBN 87-574-1547-1

Jens O. Eling et al., (1998) Strategisk regnskabsanalyse 1. udgave, Forlaget FSR. ISBN 87-7747-252-7

Koller et al., (2005) Valuation: measuring and managing the value of companies 4.th ed., John Wiley & sons, INC. ISBN 0-471-70218-8

Plenborg & Petersen (2005), Regnskabsanalyse for beslutningstagere 1. udgave, Forlaget Thomsen. ISBN 87-619-1242-5

Plenborg & Gruelund (2002), Faglig notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, Nørhaven Book. ISBN 87-619-0498-8

Sørensen og Vidal (1999), Strategi og planlægning som lærerproces, Handelshøjskolen Forlag. ISBN 87-16-13451-6

Sørensen (2009), Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 3. udgave, Ole Sørensen og Gjellerup. ISBN 978-87-13-04998-1

Rigsby & Greco (2005), Behersk strategien - Indsigt fra verdens største ledere og tænkere, Kolding Birmar. ISBN 87-91269-04-0

Artikler

Laurits Harmer Lassen (18.08.2008), Ny guldåre: Milliarder venter på Carlsberg i Asien, Berlingske Tidende.

Laurits Harmer Lassen (11.06.2010), Carlsberg satser i kinesisk ølslag, Berlingske Tidende.

Sonny Wichmann (10.06.2010), Carlsberg køber kinesiske ølaktier for 2,1 milliarder kr., Berlingske Tidende.

Søren Kragballe (29.06.2009), Carlsberg rykker ind i Kina, Jyllandsposten.

Søren Kragballe (02.07.2010), Tvivl om Carlsbergs Kina-køb, Jyllandsposten.

Rapporter

Country report China, januar 2010 - Economist Intelligence Unit

Country report China, februar 2010 - Economist Intelligence Unit

Country report China, marts 2010 - Economist Intelligence Unit

Country report China, april 2010 - Economist Intelligence Unit

Country report China, maj 2010 - Economist Intelligence Unit

Country profile China 2009 - Economist Intelligence Unit

Beer – China, Euromonitor.

Alcoholic drinks – China, Euromonitor.

Consumer lifestyle China – Euromonitor.

Carlsberg Beer August 2009 - Euromonitor

Internet

www.kingwaybeer.hk

www.businessweek.com

www.indexmundi.com/commodities

www.denstoredanske.dk

www.valutakurser.dk

www.yahoo.com/finance

www.carlsberggroup.com

Database

GMID - Global Market Information Database

Business insights

Bilag

Bilag 1 – Resultatopgørelse Kingway

Resultatopgørelse				
Millioner DKK.	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	1.025	1.027	910	1.030
Produktionsomkostninger	-610	-697	-719	-789
Bruttoresultat	416	331	191	241
Salgs- og administrationsomkostninger	-341	-352	-252	-268
Resultat af primær drift	75	-21	-61	-26
Særlige poster	-	1	1	2
Anden ikke drift relaterede indtægt	16	15	10	18
Resultat før finansielle poster	91	-5	-51	-5
Finansielle omkostninger	-10	-18	-12	-4
Finansielle indtægter	3	10	4	4
Valutakursgenivster (+/-)	-	-	25	19
Resultat før skat	84	-13	-34	14
Selskabsskat	-4	-3	-2	-4
Årets resultat	80	-16	-36	10

Kilde: <http://www.businessweek.com/> Egen tilvirkning

Bilag 2 – Nettolånerente Kingway

Millioner DKK.	2006	2007	2008	2009
Finansielle forpligtigelser	561	477	360	168
Finansielle omkostninger	-10	-18	-12	-4
Nettolånerente	1,9%	3,8%	3,3%	2,1%
Renteprocent gns.	2,8%			

Bilag 3 – Balance Kingway

Balance i millioner DKK.					
Aktiver		2006	2007	2008	2009
Omsætningsaktiver					
Likvide beholdninger		237	226	165	177
Tilgodehavender fra salg		24	41	26	12
Andre omsætningsaktiver		16	3	-	-
Varebeholdning		136	207	177	126
Forudbetaling til leverandører		18	34	21	24
Omsætningsaktiver i alt		431	511	389	339
Anlægsaktiver:					
Materielle					
Materielle anlægsaktiver (brutto)		2.350	2.631	2.966	2.911
Akkumulerede afskrivninger		-742	-796	-990	-1.071
Materielle anlægsaktiver i alt		1.607	1.835	1.976	1.839
Finansielle					
Langsigtede investeringer		58	69	54	35
Udskudte skatteaktiviteter		6	3	3	3
Udskudte gebyrer				-	-
Finansielle anlægsaktiver i alt		64	72	57	39
Immaterielle					
Andre immaterielle aktiver		148	158	172	167
Goodwill		7	6	6	6
Immaterielle i alt		155	164	178	174
Aktiver i alt		2.256	2.582	2.600	2.391
Passiver og egenkapital					
Egenkapital:					
Aktiekapital		102	111	117	115
Overkurs ved emission		710	1.096	1.151	1.130
Overført over-/underskud		528	443	366	369
Omfattende indkomst og andet		80	191	323	315
Egenkapital i alt		1.419	1.841	1.957	1.928
Kortfristet gæld :					
Gæld til leverandører		60	54	54	60
Hensættelser til drift		1	1	3	1
Kortfristede lån		-	23	-	-
Kortfristet del af den langfristede gæld		65	278	203	90
Selskabsskatteforpligtigelse kort		-	-	-	1
Anden kortfristet gæld		267	275	214	236
Forudbetaling fra kunder		-	-	71	69
Kortfristet gæld i alt		392	632	545	458
Langfristet gæld:					
Langfristet gæld		442	104	92	-
Selskabsskatteforpligtigelse lang		2	5	6	5
Langfristet gæld i alt		444	109	98	5
Samlet gæld alt		837	741	643	463
Passiver i alt		2.256	2.582	2.600	2.391

Bilag 4 – Reformuleret balance Kingway

Millioner DKK.				
	2006	2007	2008	2009
Driftsaktiver:				
Materielle anlægsaktiver i alt	1.607	1.835	1.976	1.839
Immaterielle i alt	155	164	178	174
Finansielle anlægsaktiver i alt	64	72	57	39
Anlægsaktiver i alt:	1.826	2.072	2.211	2.052
Varebeholdning	136	207	177	126
Tilgodehavender	24	41	26	12
Forudbetaling til leverandører	18	34	21	24
Driftslikviditet (10% af likvid beholdning)	24	23	17	18
Andre omsætningsaktiver	16	3	-	-
Driftsaktiviter(DA) :	2.043	2.379	2.451	2.232
Driftsforpligtigelser:				
Gæld til leverandører	60	54	54	60
Forudbetaling fra kunder	-	-	71	69
Selskabsskatteforpligtigelse kort	-	-	-	1
Selskabsskatteforpligtigelse lang	2	5	6	5
Hensættelser til drift	1	1	3	1
Driftsforpligtigelser(DF) - Ikke rentebærende gæld	63	61	134	136
Netto driftsaktiv(NDA)	1.980	2.318	2.317	2.095
Finansielle forpligtigelser:				
Kortfristede lån	-	23	-	-
Kortfristet del af den langfristede gæld	65	278	203	90
Anden kortfristet gæld	267	275	214	236
Langfristet gæld	442	104	92	-
Likvid beholdning (90% indestående i bank)	-214	-203	-149	-159
Finansielle forpligtigelser	561	477	360	168
Egenkapital:	1.419	1.841	1.957	1.928
Investeret kapital	1.980	2.318	2.317	2.096
Investeret kapital gns.		2.149	2.318	2.206
Netto arbejdskapital	154	247	106	44

Bilag 5 – Resultatopgørelse Chongqing

Resultatopgørelse				
Millioner DKK.	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	1.188	1.361	1.640	1.719
Produktionsomkostninger	-534	-709	-942	-957
Bruttoresultat	654	652	699	762
Salgs- og	-310	-306	-346	-385
Andre driftsomkostninger	-171	-172	-182	-184
Resultat af primær drift	173	174	171	194
Særlige poster	-	-19	-	22
Andre ikke drift relaterede	-2	6	26	-1
Resultat før finansielle poster	171	161	197	216
Finansielle omkostninger	-28	-24	-36	-38
Finansielle indtægter	2	1	2	3
Gevinst/tab på investeringer	-	-	-	-
Gevinst/tab på aktiver	-3	-1	-9	-1
Resultat før skat	142	138	154	179
Selskabsskat	-29	-23	-26	-34
Koncernresultat	113	115	128	144
Minoritetsinteresser	-4	-5	-2	-6
Årets resultat	109	110	126	138

Kilde: <http://www.businessweek.com/> Egen tilvirkning

Bilag 6 – Nettolånerente Chongqing

Millioner DKK.	2006	2007	2008	2009
Finansielle forpligtigelser	622	740	1.034	936
Finansielle omkostninger	-28	-24	-36	-38
Nettolånerente	4,55%	3,21%	3,52%	4,11%
Renteprocent gns.	3,85%			

Bilag 7 – Balance Chongqing

Balance i millioner DKK.					
Aktiver	2006	2007	2008	2009	
	2006	2007	2008	2009	
Omsætningsaktiver					
Likvide beholdninger	134	174	193	275	
Tilgodehavender fra salg	28	31	52	76	
Varebeholdning	361	472	602	562	
Forudbetalinger til leverandører	49	56	81	107	
omsætningsaktiver i alt	572	733	928	1.019	
Anlægsaktiver:					
Materielle					
materielle anlægsaktiver (brutto)	1.296	1.422	1.802	1.756	
akkumulerede afskrivninger	-578	-643	-701	-622	
Materielle anlægsaktiver i alt	718	779	1.101	1.134	
Finansielle					
Langsigtede investeringer	-	7	7	6	
Udskudte skatteaktiver	-	4	4	8	
Udskudte gebyrer	-	-	-	-	
Finansielle anlægsaktiver i alt	-	11	10	14	
Immaterielle					
Andre immaterielle aktiver	191	225	227	222	
Immaterielle anlægsaktiver i alt	191	225	227	222	
Aktiver i alt	1.481	1.748	2.267	2.389	
Kilde: http://www.businessweek.com/ Egen tilvirkning					

Passiver og egenkapital					
	2006	2007	2008	2009	
	2006	2007	2008	2009	
Egenkapital					
Aktiekapital	208	270	351	351	
Overkurs ved emission	147	84	5	7	
Overført over-/underskud	240	314	419	516	
Omfattende indkomst og andet	3	-	-	-	
Egenkapital i alt	597	668	775	873	
Kortfristet					
Gæld til leverandører	61	113	202	132	
Hensættelser til drift	24	17	36	43	
Kortfristede lån	402	415	561	555	
Kortfristet del af den langfristede gæld	18	47	59	23	
selskabsskatteforpligtigelse	12	8	4	12	
Anden kortfristet gæld	282	376	435	496	
Forudbetaling fra kunder	-	-	-	80	
Kortfristet gæld i alt	800	976	1.297	1.342	
Langfristet					
Langfristet gæld	40	59	152	110	
Minoritets interesse	45	44	42	64	
Langfristet gæld i alt	84	103	195	174	
Samlet gæld alt	884	1.079	1.491	1.516	
Passiver i alt	1.482	1.747	2.267	2.389	

Bilag 8 – Reformuleret balance Chongqing

Millioner DKK.				
	2006	2007	2008	2009
Driftsaktiver:				
Materielle anlægsaktiver i alt	718	779	1.101	1.134
Immaterielle i alt	191	225	227	222
Finansielle anlægsaktiver i alt	-	11	10	14
Anlægsaktiver i alt:	909	1.014	1.339	1.370
Varebeholdning	361	472	602	562
Tilgodehavender	28	31	52	76
Forudbetaling til leverandører	49	56	81	107
Driftslikviditet (10% af likvid beholdning)	13	17	19	28
Driftsaktiviter(DA) :	1.360	1.591	2.093	2.141
Driftsforpligtigelser:				
Gæld til leverandører	61	113	202	132
Forudbetaling fra kunder	-	-	-	80
Selskabsskatteforpligtigelse	12	8	4	12
Hensættelser til drift	24	17	36	43
Driftsforpligtigelser(DF) - Ikke rentebærende gæld	97	138	242	267
Netto driftsaktiv(NDA)	1.263	1.452	1.852	1.874
Finanssielle forpligtigelser:				
Kortfristede lån	402	415	561	555
Kortfristet del af den langfristede gæld	18	47	59	23
Anden kortfristet gæld	282	376	435	496
Langfristet gæld	40	59	152	110
Likvid beholdning (90% indestående i bank)	-121	-157	-174	-248
Finansielle forpligtigelser	622	740	1.034	936
Minoritetsinteresser	45	44	42	64
Egenkapital:	597	668	775	873
Investeret kapital	1.264	1.452	1.852	1.874
Investeret kapital gns.		1.358	1.652	1.863
Netto arbejdskapital	354	438	513	504

Bilag 9 – WACC

Angivet i DKK		
	Kingway	Chongqing
Aktiekurs ultimo	1,20	18,19
Aktier standing	1.700.000.000	484.000.000
Markedsværdi af egenkapital i mio.	2.048	8.806
Netto rentebærende gæld i mio.	168	1.034
Virksomhedensværdi i mio.	2.216	9.839
E/V	92,4%	89,5%
D/V	7,6%	10,5%
Ejernes afkastkrav (Re)	12,6%	18,6%
Rf (Månedlige gns. 2005-2009)	3,9%	3,9%
Långivers afkastkrav (Rd)	5,5%	6,3%
Nettolånerente	2,8%	3,8%
β	1,55	0,88
WACC	9,9%	14,2%

Bilag 10 – Gennemsnitlig selskabsskatteprocent

Millioner DKK.	2006	2007	2008	2009
Resultat før skat	142	138	154	179
Selskabsskat	-29	-23	-26	-34
Koncernresultat	113	115	128	144
Skatteprocent	20,4%	16,5%	16,9%	19,2%
Skatteprocent gns.	18,3%			

Bilag 11 – Udregning af gns. salgs- og produktionsomk. for Kingway

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014->
Øl volumen i ton liter	833.000	885.396	945.603	1.014.537	1.093.569	1.184.445	1.255.512
Omsætning	1.030	1.133	1.253	1.391	1.552	1.740	1.909
Implicit gns. salgspris pr. ton øl i kr.	1.237	1.280	1.325	1.371	1.419	1.469	1.520
Produktionsomkostninger	-789	-811	-837	-869	-906	-950	-979
Implici gns. produktionsomk. pr. ton øl i kr.	947	916	886	857	829	802	779

Bilag 12 – Valutakurser HKD og CNY

	Ultimo			
	2006	2007	2008	2009
HKD (i HKD/100DKK)	72,81	65,05	68,19	66,93
CNY (i CNY/100DKK)	72,5	69,5	77,3	76,0

Kilde: valutakurser.dk

Ovenstående kurser er taget per ultimo i hvert år. Kurserne er brugt til at omregne alle tal, som var oplyst i de to valutaer (resultatopgørelse, balance, aktiekurser mv.)

Vi opgave igennem valgt at se bort fra ændringer i valutakursen efter ovenstående periode.

Bilag 13 – Udregning af afkastkrav fra ejer Chongqing

Risikofri rente =	3,87%
Korr.(kingway, aktiemarked) =	0,575
β =	0,618
korrigeret β =	0,880
Afkastkrav fra ejere =	18,57%

Afkastdata for Chongqing				Afkastdata for Shanghai Composite index			
Varians = 0,34				Varians = 0,54 E(Rm) = 20,57%			
Date	Close	mdr. afkast	Årlige afkast	Close	mdr. afkast	Årlige afkast	
01-12-2009	23,52	-3,3%	72,3%	3.277	2,53%	64,63%	
02-11-2009	24,32	-0,7%	86,2%	3.195	6,45%	75,49%	
09-10-2009	24,5	20,6%	109,8%	2.996	7,50%	60,11%	
01-09-2009	19,94	8,2%	84,8%	2.779	4,10%	60,77%	
03-08-2009	18,37	-25,3%	99,0%	2.668	-24,61%	16,30%	
01-07-2009	23,65	18,0%	112,9%	3.412	14,23%	42,33%	
01-06-2009	19,76	-0,3%	35,7%	2.959	11,69%	6,62%	
04-05-2009	19,82	-5,0%	52,5%	2.633	6,08%	-3,77%	
01-04-2009	20,84	0,4%	9,2%	2.478	4,30%	-27,84%	
02-03-2009	20,75	8,1%	-20,0%	2.373	13,05%	-35,74%	
02-02-2009	19,14	33,8%	-37,4%	2.083	4,53%	-40,02%	
05-01-2009	13,65	4,4%	-55,7%	1.991	8,92%	-54,22%	
01-12-2008	13,06	11,2%	-47,6%	1.821	-2,73%	-58,46%	
03-11-2008	11,68	7,9%	-61,4%	1.871	7,91%	-64,44%	
06-10-2008	10,79	15,6%	-57,1%	1.729	-28,28%	-64,51%	
01-09-2008	9,23	-18,5%	-70,4%	2.294	-4,42%	-61,48%	
01-08-2008	11,11	-27,0%	-68,9%	2.397	-14,65%	-56,82%	
01-07-2008	14,56	11,3%	-64,6%	2.776	1,44%	-46,81%	
02-06-2008	13	-38,4%	-71,5%	2.736	-22,70%	-38,80%	
05-05-2008	19,09	-30,7%	-57,0%	3.433	-7,29%	-10,14%	
01-04-2008	25,94	-16,5%	-33,5%	3.693	6,15%	-10,14%	
03-03-2008	30,59	-0,6%	-34,2%	3.473	-22,49%	-9,59%	
01-02-2008	30,78	21,2%	-22,8%	4.349	-0,80%	36,58%	
01-01-2008	24,9	-19,6%	-46,2%	4.383	-18,26%	52,14%	
03-12-2007	30,28	18,5%	-5,8%	5.262	7,70%	88,83%	
01-11-2007	25,17	-21,4%	0,3%	4.872	-20,07%	82,09%	
01-10-2007	31,17	-13,5%	27,7%	5.955	7,00%	183,66%	
03-09-2007	35,67	-14,1%	29,9%	5.552	6,19%	202,09%	
01-08-2007	41,08	-10,4%	79,4%	5.219	15,47%	197,81%	
02-07-2007	45,58	2,7%	70,7%	4.471	15,72%	169,56%	

01-06-2007	44,38	12,9%	66,2%	3.821	-7,29%	136,91%
01-05-2007	39,01	-17,6%	56,8%	4.110	6,75%	145,76%
02-04-2007	46,5	15,3%	105,8%	3.841	18,77%	134,04%
01-03-2007	39,89	-14,9%	104,2%	3.184	10,00%	121,08%
01-02-2007	46,32	36,5%	182,1%	2.881	3,34%	121,91%
01-01-2007	32,16	24,8%	111,0%	2.786	4,06%	114,49%
01-12-2006	25,1	2,8%	84,0%	2.675	24,25%	112,67%
01-11-2006	24,41	-11,7%	133,4%	2.099	13,29%	80,81%
02-10-2006	27,45	18,1%	159,9%	1.838	4,77%	67,20%
01-09-2006	22,9	-15,4%	108,9%	1.752	5,50%	60,36%
01-08-2006	26,7	0,0%	145,2%	1.659	2,81%	43,53%
03-07-2006	26,7	7,1%	133,6%	1.613	-3,62%	38,69%
01-06-2006	24,88	9,7%	168,4%	1.672	1,87%	54,40%
01-05-2006	22,59	14,6%	149,1%	1.641	13,07%	51,84%
03-04-2006	19,53	17,3%	151,7%	1.440	10,37%	35,78%
01-03-2006	16,42	7,5%	75,1%	1.298	-0,06%	12,00%
01-02-2006	15,24	11,1%	66,4%	1.299	3,21%	9,97%
02-01-2006	13,64	26,5%	34,9%	1.258	8,02%	-3,67%
01-12-2005	10,46	-1,0%	15,3%	1.161	5,47%	-2,58%
01-11-2005	10,56	-3,7%		1.099	0,59%	
03-10-2005	10,96	0,6%		1.093	-5,59%	
01-09-2005	10,89	-4,8%		1.156	-0,62%	
01-08-2005	11,43	20,9%		1.163	7,11%	
01-07-2005	9,27	2,2%		1.083	0,19%	
01-06-2005	9,07	15,6%		1.081	1,89%	
02-05-2005	7,76	-19,0%		1.061	-8,87%	
01-04-2005	9,38	2,4%		1.159	-1,89%	
01-03-2005	9,16	-9,9%		1.181	-10,04%	
01-02-2005	10,11	10,9%		1.306	9,15%	
03-01-2005	9,07			1.192		

Kilde: Yahoo finance

Bilag 14 – Udregning af afkastkrav fra ejer Kingway

Risikofri rente = Korr.(kingway, aktiemarked) = β = korrigeret β = Afkastkrav fra ejere =				3,87%		
				0,560		
				1,95932		
				1,55466		
				12,59%		
Afkastdata for Kingway				Afkastdata for HANG SENG index		
Varians = 0,34				Varians = 0,10		
				E(Rm) = 9,48%		
Date	Close	mdr. afkast	Årlige afkast	Close	mdr. afkast	Årlige afkast
01-12-2009	1,8	18,2%	157,1%	21.873	0,23%	64,72%
02-11-2009	1,5	14,3%	120,6%	21.822	0,32%	51,67%
02-10-2009	1,3	6,4%	83,1%	21.753	3,74%	56,63%
01-09-2009	1,22	-8,6%	177,3%	20.955	6,05%	50,02%
03-08-2009	1,33	-8,6%	111,1%	19.724	-4,21%	9,48%
02-07-2009	1,45	5,7%	81,3%	20.573	11,28%	-3,24%
01-06-2009	1,37	17,5%	29,2%	18.379	1,14%	-19,15%
04-05-2009	1,15	30,2%	5,5%	18.171	15,76%	-17,79%
01-04-2009	0,85	25,3%	-42,6%	15.521	13,39%	-36,73%
02-03-2009	0,66	3,1%	-57,7%	13.576	5,80%	-47,29%
02-02-2009	0,64	-9,0%	-60,5%	12.812	-3,58%	-43,93%
02-01-2009	0,7	2,9%	-63,9%	13.278	-8,02%	-45,43%
01-12-2008	0,68	-4,3%	-64,9%	14.387	3,53%	-38,66%
03-11-2008	0,71	47,8%	-67,4%	13.888	-0,58%	-50,07%
02-10-2008	0,44	-35,9%	-74,3%	13.969	-25,45%	-51,23%
01-09-2008	0,63	-23,9%	-73,9%	18.016	-16,56%	-42,54%
01-08-2008	0,8	-28,1%	-67,1%	21.262	-6,68%	-21,67%
02-07-2008	1,06	-2,8%	-61,9%	22.731	2,81%	-5,22%
02-06-2008	1,09	-30,6%	-64,7%	22.102	-10,44%	-4,67%
02-05-2008	1,48	-5,3%	-54,9%	24.533	-4,86%	12,68%
01-04-2008	1,56	-3,8%	-54,7%	25.755	11,97%	24,82%
03-03-2008	1,62	-18,0%	-47,9%	22.849	-6,29%	12,45%
01-02-2008	1,94	0,0%	-41,6%	24.332	3,67%	22,88%
01-01-2008	1,94	-11,7%	-46,1%	23.456	-17,04%	19,36%
03-12-2007	2,18	24,3%	-42,0%	27.813	-2,94%	38,33%
01-11-2007	1,71	-34,3%	-44,5%	28.644	-9,04%	43,47%
01-10-2007	2,41	-0,8%	-21,2%	31.353	14,42%	65,36%
03-09-2007	2,43	-13,5%	-21,4%	27.142	12,37%	48,12%
01-08-2007	2,78	-10,6%	-8,9%	23.984	3,39%	36,72%
02-07-2007	3,09	-6,0%	0,3%	23.185	6,28%	33,31%

01-06-2007	3,28	-4,8%	5,8%	21.773	5,37%	28,29%
01-05-2007	3,44	10,1%	4,2%	20.634	1,54%	26,84%
02-04-2007	3,11	-6,5%	-8,5%	20.319	2,58%	28,13%
01-03-2007	3,32	-8,1%	3,1%	19.801	0,76%	18,84%
01-02-2007	3,6	-4,3%	7,5%	19.652	-2,29%	24,34%
01-01-2007	3,76	19,9%	2,5%	20.106	0,71%	26,31%
01-12-2006	3,08	0,7%	-2,2%	19.965	5,16%	26,73%
01-11-2006	3,06	-1,0%	5,5%	18.960	3,41%	27,45%
02-10-2006	3,09	1,3%	10,4%	18.324	4,36%	22,68%
01-09-2006	3,05	-1,0%	17,3%	17.543	0,86%	21,94%
01-08-2006	3,08	-0,6%	13,2%	17.392	2,45%	12,73%
03-07-2006	3,1	-6,3%	10,7%	16.971	4,23%	13,87%
01-06-2006	3,3	-3,0%	8,2%	16.268	2,55%	9,32%
01-05-2006	3,4	5,4%	25,9%	15.858	-4,94%	11,67%
03-04-2006	3,22	-4,0%	21,5%	16.661	5,28%	20,15%
01-03-2006	3,35	-9,1%	19,6%	15.805	-0,72%	13,63%
01-02-2006	3,67	15,3%	29,7%	15.918	1,04%	17,77%
02-01-2006	3,15	8,3%	5,0%	15.753	5,73%	10,97%
01-12-2005	2,9	3,5%	0,0%	14.876	-0,41%	8,42%
01-11-2005	2,8	7,4%		14.937	3,76%	
03-10-2005	2,6	-4,5%		14.386	-6,99%	
01-09-2005	2,72	-2,9%		15.429	3,46%	
01-08-2005	2,8	-8,6%		14.904	0,15%	
01-07-2005	3,05	12,2%		14.881	4,68%	
01-06-2005	2,7	1,9%		14.201	2,38%	
02-05-2005	2,65	-5,5%		13.867	-0,30%	
01-04-2005	2,8	-1,1%		13.909	2,86%	
01-03-2005	2,83	-5,8%		13.517	-4,90%	
01-02-2005	3	3,4%		14.195	3,39%	
03-01-2005	2,9			13.722		

Kilde: Yahoo finance

Bilag 15 – Udregning af gns. afgiftsprocent

Gns. produktionsudgifter	950 Kr. pr ton
Gns. afgifter	210 Kr. pr ton
Afgifter/prod.omk.	22%

I det ovenstående har vi taget de gennemsnitlige produktionsomkostninger i 2009 for Chongqing og Kingway, og divideret denne med de gennemsnitlige afgifter på alkohol.

Dette giver en procent på 22 %, som antages at være 20 % i resten af perioden.

Bilag 16 – Udregning af gns. stigning i produktionsomk.

	2006	2007	2008	2009	Gns. stigning
Årlig %-mæssig ændring i omk.	3,0%	11,4%	13,6%	-14,0%	3,5%

Ovenstående udregninger tager udgangspunkt i udviklingen i produktionsomkostningerne for Kingway. Disse antages at gøre sig gældende for begge casevirksomheder.

Bilag 17 – Udregning af gns. salgs- og produktionsomk. for Chongqing

	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2014 >
Øl volumen i ton liter	1.000.000	1.054.530	1.117.244	1.189.680	1.273.075	1.368.820	1.450.950
Omsætning	1.719	1.876	2.057	2.267	2.511	2.794	3.066
Implicit gns. salgspris pr. ton øl i kr.	1.719	1.779	1.841	1.906	1.972	2.041	2.113
Produktionsomkostninger	-957	-975	-999	-1.029	-1.065	-1.108	-1.141
Implicit gns. produktionsomk. pr. ton øl i kr.	957	925	894	865	837	809	786

Bilag 18 – Proforma resultatopgørelse Chongqing (scenarie 1)

Proforma resultatopgørelse:									
Millioner DKK.	Historik 2009	2010E	Budgetperiode		2013E	2014E	Terminal 2014 ->		
			2011E	2012E					
Øl volumen i ton.	1.000.000	1.054.530	1.117.244	1.189.680	1.273.075	1.368.820	1.450.950		
		5,45%	5,95%	6,48%	7,01%	7,52%	6,0%		
Omsætning	1.719	1.876	2.057	2.267	2.511	2.794	3.066		
		9,1%	9,7%	10,2%	10,8%	11,3%	9,7%		
Produktionsomkostninger	-957	-975	-999	-1.029	-1.065	-1.108	-1.141		
		2,0%	2,4%	3,0%	3,5%	4,0%	3,0%		
Bruttoresultat	762	901	1.058	1.238	1.446	1.686	1.925		
Andre driftsomkostninger	-184	-190	-198	-208	-219	-231	-242		
Salgs- og administrationsomkostninger	-385	-399	-416	-435	-458	-485	-506		
		4%	4%	5%	5%	6%	5%		
Resultat af primær drift	194	311	444	595	769	971	1.176		
Selskabsskat		18%	18%	18%	18%	18%	18%		
Resultat af primær drift efter skat		255	364	488	631	796	965		

Bilag 19 – Proforma resultatopgørelse Chongqing (scenarie 2)

Resultat opgørelse:	Historik 2009	Budgetperiode		2013E	2014E	Terminal 2014 ->
		2010E	2011E			
Millioner DKK.						
Øl volumen i ton.	1.000.000	1.054.530	1.117.244	1.189.680	1.368.820	1.450.950
		5,45%	5,95%	6,48%	7,52%	6,0%
Omsætning	1.719	1.876	2.057	2.267	2.794	3.066
		9,1%	9,7%	10,2%	11,3%	9,7%
Produktionsomkostninger	-957	-1.071	-1.113	-1.163	-1.289	-1.327
		12,0%	3,9%	4,5%	5,5%	3,0%
Bruttoresultat	762	805	944	1.104	1.506	1.738
Andre driftsomkostninger	-184	-200	-209	-221	-249	-261
Salgs- og administrationsomkostninger	-385	-418	-439	-463	-523	-546
		9%	5%	5%	7%	5%
Resultat af primær drift	194	187	296	420	733	931
Selskabsskat		18%	18%	18%	18%	18%
Resultat af primær drift efter skat		154	243	345	601	764

Bilag 20 – Proforma resultatopgørelse Kingway (scenarie 1)

Resultat opgørelse:		Historik		Budget periode			Terminal	
Millioner DKK.		2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2014 ->
Øl volumen i ton liter		833.000	885.396	945.603	1.014.537	1.093.569	1.184.445	1.255.512
		30,0%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	6,0%
Omsætning		1.030	1.133	1.253	1.391	1.552	1.740	1.909
		13,2%	10,0%	10,5%	11,0%	11,6%	12,1%	9,7%
Produktionsomkostninger		-789	-811	-837	-869	-906	-950	-979
		9,7%	2,8%	3,3%	3,8%	4,3%	4,8%	3,0%
Bruttoresultat		241	323	415	522	645	790	930
Salgs- og administrationsomkostninger		-268	-280	-294	-310	-329	-350	-366
		6%	5%	5%	6%	6%	7%	5%
Resultat af primær drift		-26	43	121	212	317	439	564
Selskabsskat			18%	18%	18%	18%	18%	18%
Resultat af primær drift efter skat			35	100	174	260	360	462

Bilag 21 – Proforma resultatopgørelse Kingway (scenarie 2)

Resultat opgørelse:	Historik 2009	Budget periode				Terminal 2014 ->
		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Millioner DKK.						
Øl volumen i ton.	833.000	885.396	945.603	1.014.537	1.093.569	1.184.445
	30,0%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
Omsætning	1.030	1.133	1.253	1.391	1.552	1.740
	13,2%	10,0%	10,5%	11,0%	11,6%	12,1%
Produktionsomkostninger	-789	-890	-932	-982	-1.038	-1.104
	9,7%	12,8%	4,8%	5,3%	5,8%	6,3%
Bruttoresultat	241	244	320	410	514	636
Salgs- og administrationsomkostninger	-268	-293	-310	-330	-352	-378
	6%	10%	6%	6%	7%	7%
Resultat af primær drift	-26	-49	10	80	162	258
Selskabsskat		18%	18%	18%	18%	18%
Resultat af primær drift efter skat		-40	9	66	133	212
						309