



Cand.merc.aud-studiet Institut for regnskab og revision Kandidatafhandling

Handelshøjskolen, Copenhagen Business School 2010

Strategisk regnskabsanalyse & Værdiansættelse af Carlsberg Group A/S

Udarbejdet af:
Martin Høirup Johansen
Henriette Fogh Schuster

Vejleder: Ole Sørensen

Executive Summary

The purpose of this master is to estimate the value of Carlsberg A/S stock price on the Danish stock exchange. Carlsberg is the 4th largest brewing company in the world and is operating in Western Europe, Eastern Europe and Asia.

The valuation is founded in a strategic study as well as an analysis of the historical financial performance. In the Strategic study we have used well known theoretical models such as PESTEL, Porter's five forces, Boston model and it's all summarized in a SWOT analysis which gives us an overview of Carlsberg's strengths, weaknesses, opportunities and threats.

The Strategic study shows that Western Europe is facing a period of stagnation in the market growth which is related to the financial crises and the maturity of the market. In Eastern Europe and Asia Carlsberg has seen considerable growth in the markets and we estimate that the growth will continue on the long term. We also conclude that the brewing industry is affected by the consolidation among the biggest companies which has increased the competitive landscape, Carlsberg has benefited from this particularly in Russia. Further the study concludes that Carlsberg's main strength is their knowledge in the brewing industry and their ability to promote their different brands. The analysis of Carlsberg's historical financial performance shows a positive trend in their performance, and the markets in Eastern Europe and Asia are Stars which Carlsberg particularly will benefit from in the years to come.

The valuation is executed through the DCF model which is founded on the combined analysis of the strategic study and financial performance. We estimate the share price on the 31th December 2009 to DKK 507

The estimated value is subject to a stress test of the underlying value drivers. The test shows clearly that the estimated value is sensitive in particular to changes in the discounting rate, wacc and growth rate in the terminal period.

Indhold

1. Introduktion	5
1.1 Indledning	5
1.2 Problemstilling	5
1.3 Problemformulering	6
1.4 Afgrænsninger	8
2. Metode	10
2.1 Disposition	10
2.2 Struktur	10
2.3 Teori	12
3. Virksomhedspræsentation	15
3.1 Det historiske grundlag	15
3.2 Væksten siden Anden verdenskrig	16
3.3 De internationale Bryggerier	17
3.4 Carlsbergs overordnede strategier	18
3.5 Ejerskab	20
3.6 Forretningsporteføljen	21
3.6.1 Nord- og Vesteuropa	22
3.6.2 Østeuropa	23
3.6.3 Asien	24
3.7 Varemærkeportefølje	25
4. Strategisk analyse	28
4.1 Makroforhold	28
4.1.1 Politiske forhold	28
4.1.2 Økonomiske forhold	32
4.1.3 Sociale forhold	34
4.1.4 Teknologiske forhold	35
4.1.5 Miljømæssige forhold	36
4.1.6 Lovgivningsmæssige forhold	36
4.2 Mesoforhold	37
4.2.1 Adgangsbarriere	38
4.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke	39

4.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke	41
4.2.4 Substituerende produkter	41
4.2.5 Konkurrenceintensiteten.....	42
4.3 Mikroforhold.....	48
4.3 Strategier	53
4.3.1 Carlsbergs Konkurrencestrategi	53
4.3.2 Vækstprognoser	54
4.4 Carlsbergs vækstprognose for forretningsområderne	55
4.4.1 Nord- og Vesteuropa	55
4.4.2 Østeuropa.....	55
4.4.3 Asien	56
4.5 SWOT	57
5. Regnskabsanalyse.....	60
5.1 Revisors påtegning.....	61
5.2 Anvendt regnskabspraksis.....	61
5.3 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	62
5.4 Reformulering af Balancen	64
5.5 Reformulering af Resultatopgørelsen	67
5.6 Reformulering af Pengestrømsopgørelse	71
6. Rentabilitetsanalyse	74
6.5 Risikoanalyse	81
6.6 Vækstanalyse	83
6.10 Soliditet	90
6.11 Konklusion på regnskabsanalyse	91
7. Budgettering	93
7.1 Estimering af nettoomsætningen for 2009	93
7.2 Budgettering af regnskabsposter på koncernniveau.....	94
7.3 Budgettering af driftsaktiviteten	94
7.3.1 Budgettering af salgsvæksten	94
7.3.2 Budgettering af AOH og Beregningen af NDA.....	98
7.3.3 Budgettering af CoreOG fra salg (før skat) og DO fra salg før skat.....	98
7.3.4 Budgettering af den effektive skatteprocent og DO fra salg efter skat.....	100

7.3.5 Budgettering af andet DO efter skat	100
7.3.6 Budgettering af særlige poster	100
7.4 Budgettering af finansieringsaktiviteten	101
7.4.1 Budgettering af FGEAR og beregning af netto finansielle forpligtelser	101
7.4.2 Budgettering af lånerenten efter skat og netto renteomkostninger	101
7.4.3 Budgettering af minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	102
7.4.4 Beregning af nettooverskuddet (Totalindkomsten)	102
7.4.5 Beregning af Egenkapitalen	103
7.4.6 Budgettering af nettodividenden	104
8. Værdiansættelse	105
8.1 Beregning af WACC	105
8.1.1 Fastlæggelse af egenkapitalomkostningerne	105
8.1.2 Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav	108
8.2 Konklusion på værdiansættelsen	109
8.3 Følsomhedsanalyse	110
8.4 Mutipleanalyse	111
9.0 Konklusion	113
10.0 Kildekritik	118
11.0 Litteraturliste	120
Bøger, publikationer mv.	120
Hjemmesider	120
Bilag 1 – Økonomisk udvikling i Asien	122
Bilag 2 – Faldende tendens i det danske alkoholforbrug	123
Bilag 3 – Carlsberg Groups officielle, samt reformulerede Egenkapitalopgørelser 2004-2007	124
Bilag 4 – Carlsberg Groups officielle resultatopgørelser 2004-2008, samt skatteberegninger.	128
Bilag 5 - Carlsberg Groups officielle balancer 2004-2008	130
Bilag 6 - Carlsberg Groups officielle Pengestrømsopgørelser 2004-2008	131
Bilag 7 – Skatteberegning, Reformuleret Resultatopgørelse Core	132
Bilag 8 – Nøgletal (med udgangspunkt i 2008-tal)	134
Bilag 9 – Budgetopgørelser	136

1. Introduktion

1.1 Indledning

Ølbrygning har historisk set været en lokalindustri, idet kun nogle få bryggerier har haft en væsentlig international tilstedeværelse. I de sidste par årtier er der dog sket en stigende konsolidering i branchen¹. Sådan lyder det i Carlsbergs årsrapport 2008, og netop denne udvikling har været særligt karakteristisk for den danske ølgigant i regnskabsåret 2008, hvorfor virksomheden har vakt vores interesse netop nu.

Helt generelt har globaliseringen og dermed den intensiverede konkurrence resulteret i, at køb og salg af virksomheder har udviklet sig til et strategisk redskab til vækst og sikring af virksomhedens forretningsgrundlag og aktivitetsniveau. Vigtigheden af, at virksomhederne træffer profitable beslutninger i opkøbsøjeblikket, er svær at overse, hvorved det rette fundament for beslutningstagen også er helt essentielt. Fundamentet udgøres af grundige analyser af det potentielle opkøbssemne, samt realistiske og pålidelige værdiansættelser af samme.

Som antydnet, har Carlsberg i 2008 fulgt udviklingen og har, sammen med Heineken, opkøbt den britiske bryggerigruppe Scottish & Newcastle. Denne kandidatafhandling vil udgøre en strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Carlsberg Group (fremadrettet blot omtalt Carlsberg).

1.2 Problemstilling

Carlsberg har med det kontroversielle opkøb af Scottish & Newcastle, øget deres markedsandele til ca. 5% på verdensplan², hvormed Carlsberg i endnu højere grad end tidligere er blevet én af de rigtig store spillere i den internationale bryggeribranche.

Virksomheden står nu, med en position som verdens fjerde største bryggeri³, selvsagt overfor store udfordringer.

Først og fremmest vil virksomhedens stadig mere internationale profil stille krav til en samlet, stærk og international organisation. Succesen heraf vil have betydning for

¹ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 14

² Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 16

³ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 16

Carlsbergs position i den mere intense konkurrence, der må forventes at fremtræde blandt de allerstørste internationale aktører på markedet.

Endvidere opererer Carlsberg primært på følgende tre forretningsområder: Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien som er fordelt over to verdensdele, hvilket selvsagt betyder at disse tre fremstår meget forskellige. Forretningsområderne differentierer sig ikke alene ved at befinde sig på tre forskellige udviklings- og vækststadier, men også ved forskelle i forbrugerens behov, traditioner, indkøbsvaner og vejrforhold mv. Alle er forhold der udfordrer Carlsbergs eksponering af tre vidt forskellige indsatsområder, strategier og målsætninger for fremtiden.

Endelig kan Carlsberg ikke sige sig fri for påvirkningen af den globale finansielle krise. Ganske vidst er ølmarkedet robust over for økonomisk recession, og øl går generelt ikke for at være en konjunkturfølsom forbrugsvare⁴. Men markedet er ikke immunt, og den turbulente økonomiske situation har skabt et mere udfordrende forretningsmiljø. For Carlsberg har det, alene i 2008, dels betydet en generel nedgang i salget af øl, dels en justering af de kortsigtede forretningsplaner og ydermere har Carlsberg været nødsaget til at nedbringe arbejdsstyrken med godt 500 medarbejdere. Alle er forhold, der naturligt vil give eftermægle i de kommende år.

Ambitionerne er således store i Carlsberg og sikkert ikke urealistiske, men med store, internationale drømme følger store, internationale udfordringer.

1.3 Problemformulering

Inspireret af ovenstående har vi fundet det interessant at vurdere, hvad den estimerede fair value af Carlsbergs aktiekurs kan fastsættes til. Derved er det vores overordnede målsætning at redegøre for følgende:

"Under hensyntagen til de forhold der gør sig gældende, hvilken teoretisk aktiekurs kan da beregnes pr. 31. december 2009 for ét styk Carlsberg A/S-aktie på stand-alone basis, og er denne teoretiske aktiekurs i overensstemmelse med børskursen aflæst pr. 31. december 2009"

⁴ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 7

En grundlæggende forudsætning for at besvare det formulerede spørgsmål er at skabe en forståelse af Carlsberg som virksomhed, herunder få et kendskab til Carlsbergs historiske udvikling, dens målsætninger, virksomhedens struktur mv.

Når vi har opnået forståelse af selve virksomheden, vil det være nødvendigt at identificere Carlsbergs strategiske position.

Her vil det først og fremmest være nødvendigt at analysere samfundsmæssige forhold og opnå forståelse for den verden, Carlsberg befinder sig i. Dels hvordan udviklingen har været i ølbranchen, dels at opnå forståelse for, hvilke eksterne faktorer der har indvirkning på branchen, og hvilken indflydelse dette kan have for Carlsbergs fremtidige vækst og indtjening. Ovenstående giver anledning til følgende delspørgsmål:

"Hvad har tendenserne været i ølbranchen i de seneste år, og hvad er udsigterne for de kommende år? Hvilken indvirkning vil dette have for Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder?"

Følgende vil en analyse af Carlsbergs konkurrencemæssige position hjælpe os med at klarlægge virksomhedens strategiske situation. Generelt vil vi have stor fokus på Carlsbergs konkurrenter, idet vi formoder, at de udgør en stor udfordring for Carlsberg, såvel nu som i fremtiden. En analyse af virksomhedens position sammenlignet med konkurrenternes vil derfor forstærke vores forståelse af Carlsbergs strategiske position. Som følge heraf stilles følgende delspørgsmål:

"Hvad er de konkurrencemæssige tendenser i ølbranchen, og hvorledes påvirker dette Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder?"

En redegørelse af de interne forhold i Carlsberg vil være sidste brik i forståelsen af virksomhedens strategiske position. Her vil såvel virksomhedens styrker som svagheder belyse, hvorledes Carlsberg besidder fordele og ulemper i forhold til konkurrenter og i forhold til at imødekomme fremtidige udfordringer. Dermed følgende delspørgsmål:

"Hvilke interne styrker og svagheder besidder Carlsberg, og hvorledes påvirker disse Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder?"

Efter at have klarlagt Carlsbergs strategiske position vil en historisk analyse af virksomhedens regnskabsmæssige resultater være gavnlig. En sådan analyse vil give os en forståelse af virksomhedens hidtidige performance og belyse hvilke enkeltheder, der ligger bag denne udvikling. Dette fører til problemformuleringens næste delspørgsmål:

"Hvorledes ser Carlsbergs regnskabsmæssige performance ud set over de sidste fem år? Hvad har været de afgørende value drivers for udviklingen?"

Med udgangspunkt i den analytiske gennemgang af Carlsbergs strategiske position, samt den historiske analyse af Carlsbergs regnskabsmæssige performance, vil vi være i stand til at opstille forventninger til Carlsbergs fremtidige udvikling. Endelig vil vi være i stand til at besvare vores hovedspørgsmål og dermed fastsætte en teoretisk aktiekursværdi pr. 31. december 2009, for dernæst at tage stilling til, hvorvidt denne er i overensstemmelse med den noterede børsværdi, samme dato.

1.4 Afgrænsninger

Denne afhandling har hovedsageligt en praktisk indgangsvinkel til grundmotivet værdiansættelse, idet der tages udgangspunkt i en specifik case, Carlsberg Group. Hovedvægten vil derfor ligge i anvendelse af valgte modeller frem for teoretiske beskrivelser af modellerne hvilket vil betyde, at der som udgangspunkt ikke vil blive taget modifikationer af dem.

I den strategiske analyse vil vi afgrænse os fra at inkludere andre markeder end Asien og Vest- og Østeuropa. Denne afgrænsning er taget, fordi de omtalte markeder danner grundlag for Carlsbergs kerneforretning, og virksomhedens strategi således koncentrerer sig herom. Dermed er ikke sagt, at de øvrige markeder ikke er interessante for Carlsberg, og afgrænsningen får den uheldige konsekvens, at eventuelle potentielle vækstmarkeder ikke vil blive analyseret. Ikke desto mindre mener vi, med udgangspunkt i Carlsbergs strategi for fremtiden, at en analyse af Europa og Asien vil være tilstrækkeligt til at vurdere virksomhedens grundlæggende situation.

I forbindelse med den strategiske analyse har vi endvidere afgrænset os fra at lave en analyse af virksomhedens segmentering og dennes købsadfærd. Dette er gjort ud fra en overbevisning om, at en sådan analyse især er brugbar i Carlsbergs markedsføringsøjemed, af omfangsmæssige årsager er dette derfor fravalgt.

Som udgangspunkt vil vi desuden ikke se på Carlsbergs B-T-B aktiviteter i den strategiske analyse. Analyse herom vil alene ske i forbindelse med vores analyse af Carlsbergs brancheforhold, da vi mener at en udelukkelse hér ville være en mangel i opgaven.

I regnskabsanalysen er valgt at analysere perioden 2004-2008. Forklaringen på, at vi ikke går længere tilbage er, at Carlsberg i 2005 overgik fra at aflægge regnskab efter årsregnskabsloven, ÅRL, til at aflægge efter de internationale standarder, IFRS. I forbindelse med ændringerne i den anvendte regnskabspraksis, opstillede Carlsberg i deres årsrapport sammenligningstal for 2004 og 2005, men regnskaber fra før 2004 vil ikke være mulige at sammenligne med regnskaber efter 2005 - regnskabsdata fra før 2004 vil derfor ikke indgå i vores analyse.

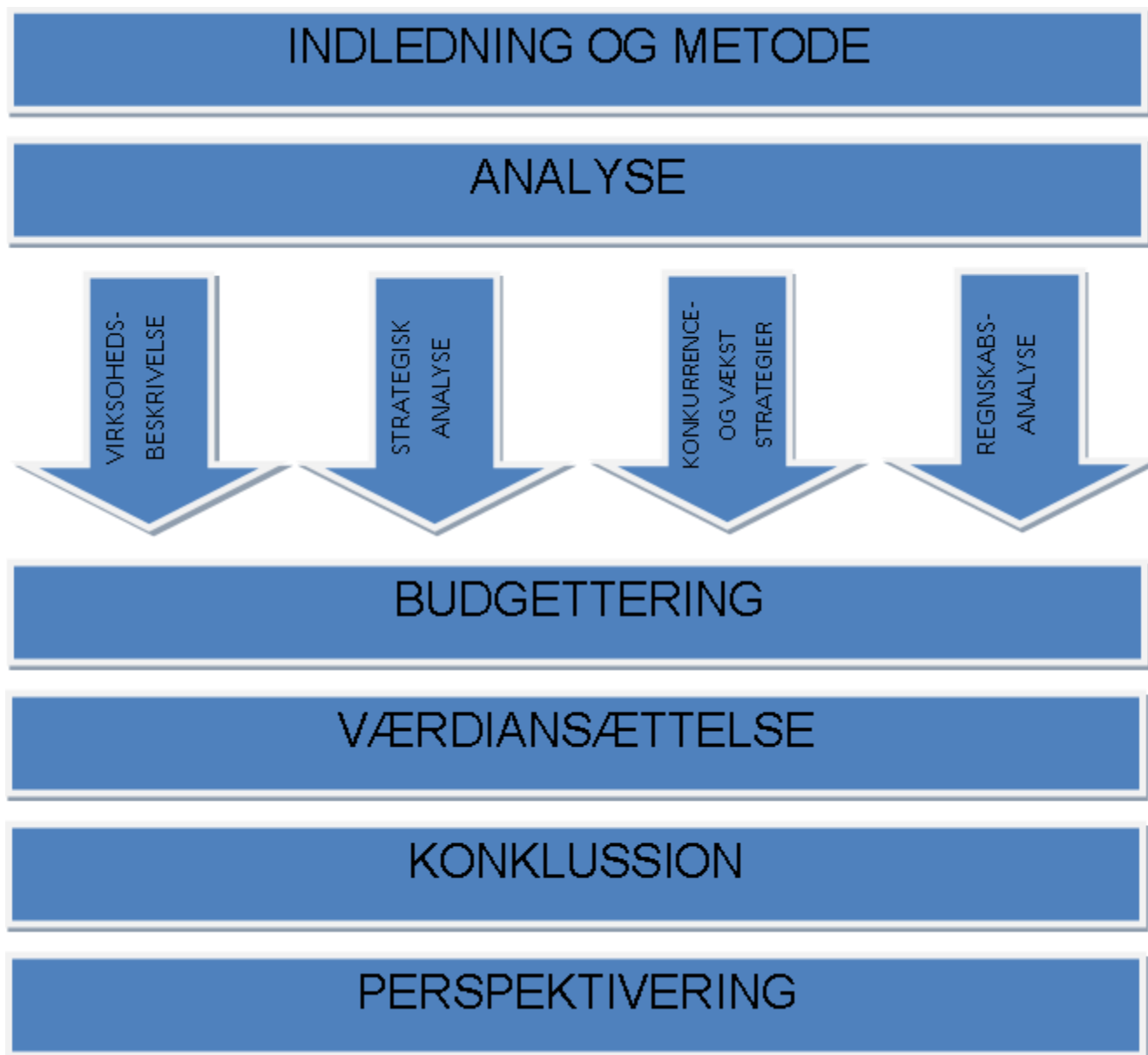
Som skæringsdato for værdiansættelse af Carlsberg er valgt 31. december 2009, hvilket således er datoen hvorom, vi sammenligner den teoretiske og reelle kursværdi af Carlsbergs aktie. Konsekvensen heraf er, at informationer og hændelser der finder sted herefter, ikke vil indgå i vurderingen og analysen af Carlsberg.

Carlsberg vil i øvrigt blive værdiansat på stand alone basis, hvilket betyder, at der ikke tages særskilt hensyn til eventuelle fremtidige opkøb.

Endelig vil vi igennem vore analyser ikke tage højde for Carlsbergs sekundære aktiviteter, som for eksempel diverse ejendomsprojekter, men alene fokusere på virksomhedens kernekompetence – produktion, distribution samt salg af øl.

2. Metode

2.1 Disposition



Figur 1: Disposition

2.2 Struktur

Først vil vi i den indledende del af opgaven give en kort præsentation af de teorier, der senere vil danne ramme om vores strategiske, såvel som regnskabsmæssige analyse. Herefter vil der, som det fremgår i figur 1, følge en præsentation af Carlsberg, hvori virksomhedens historie, organisationsstrukturer, strategier, forretnings- og varemærkeportefølje mv. vil blive beskrevet.

Den strategiske analyse kommer til at bestå af en situationsanalyse hvor virksomhedens nuværende position vil blive beskrevet. Her vil faktorer som markedets konkurrenceintensitet, udefra bestemmende faktorer og endvidere virksomhedens konkurrencestrategi og dens vækstprognoser for fremtiden, blive diskuteret. Endvidere vil der være fokus på virksomhedens interne forhold. Denne del af opgaven vil vi opsummere i en SWOT-model for at skabe et overblik over Carlsbergs stærke og svage sider, samt deres muligheder og begrænsninger i fremtiden.

Efterfølgende vil vi analysere Carlsbergs konkurrence- og vækststrategier. Formålet med afsnittet er mest af alt at se strategierne fra en teoretisk vinkel, da de respektive strategier allerede i løbet af den strategiske analyse vil blive beskrevet i takt med analyse af selskabets konkurrenceintensitet og omverdensforhold.

I den regnskabsmæssige analyse vil vi reformulere Carlsbergs årsregnskaber for årene 2004-2008. Regnskabsanalysen skal vise, hvorledes Carlsberg har udviklet sin værdiskabende evne i den reformulerede periode. Analysen vil også inkludere alle de nøgletal der vurderes væsentlige i relation til værdiansættelsen af Carlsberg. I forbindelse med regnskabsanalysen vil vi desuden udvælge et par af Carlsbergs nærmeste konkurrenter og analysere deres regnskabsmæssige performance i samme periode, for at vurdere Carlsbergs præstation i forhold til disse.

Med udgangspunkt i alle de aspekter og forhold som analysen vil resultere i, vil vi udarbejde budget og forecast for fremtiden. Dette vil danne grundlag for den efterfølgende værdiansættelse.

Endelig vil vi vurdere den teoretiske aktieværdi og holde værdien af denne op imod den på børsen aflæste aktiekurs, og på baggrund heraf vurdere, hvorvidt aktien er over- eller undervurderet af markedet og årsagen herfor.

Til sidst vil vi i en perspektivering give bud på betydningen og konsekvenserne af vores konklusion, samt redegøre for hvilke aspekter der i øvrigt ville være interessante at undersøge inden for rammerne af vores problemstilling.

2.3 Teori

Strategisk Analyse

Som nævnt vil vi foretage en situationsanalyse, hvorigennem vi vil opnå forståelse for Carlsbergs strategiske position og ligeledes forstå hvad dette betyder for Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder. Analysen vil tage udgangspunkt i virksomhedens mikro-, meso- og makroforhold.

Helt konkret vil det betyde, at vi først og fremmest vil lave en analyse af den omverden, som Carlsberg befinder sig i. Til dette vil vi benytte PESTEL-modellen, der redegør for, hvilke samfundsrelaterede faktorer der særligt påvirker bryggeribranchen og dermed Carlsberg.

Det er vigtigt at sige, at en PESTEL-analyse ikke er udtømmende og skal i praksis hele tiden opdateres for, at den kan bruges til at agere ud fra. Desuden kan modellen som udgangspunkt ikke benyttes til at forcaste fremtiden, da modellen beskriver fortiden. Men trods disse svagheder er PESTEL god til at give et overblik over Carlsbergs nuværende omgivelser og når de væsentlige samfundsrelaterede faktorer er identificeret, kan man trods alt gisne om, hvordan de vil ændre sig i fremtiden, og hvordan dette vil få betydning for Carlsberg og andre bryggerier.

Efterfølgende vil vi gennemføre en analyse af Carlsbergs brancheforhold, idet en analyse heraf vil give os et billede af virksomhedens position og udfordringer på markedet.

I den forbindelse har vi valgt at benytte Porters Five Forces der vil hjælpe os med at belyse graden af konkurrence i bryggeribranchen. Porters Five Forces kritiseres ofte for at give et meget statisk billede af en dynamisk og uforudsigelig verden, men eftersom vi forinden Porters Five Forces analyserer virksomheden med PESTEL-modellen, mener vi, at vi så vidt muligt har garderet os mod dette.

Endvidere kan Porters Five Forces kritiseres for ikke at tage hensyn til modtræk hos konkurrenterne, altså konsekvenserne af handlinger foretaget af Carlsberg, og dette er jo netop væsentligt i takt med den store konkurrence på ølmarkedet.

Alternativt kunne vi have analyseret Carlsbergs brancheforhold ved hjælp af eksempelvis Strategic Group-analysen⁵, som belyser enkelte delområder i branchen, dvs. virksomheder der benytter samme strategi eller konkurrerer på samme grundlag. Strategic Group-analysen er bl.a. god hvis man ønsker at bestemme virksomhedens nærmeste konkurrenter. Porters Five Forces tager imidlertid højde for faktorer som forhandlingsmagt og konkurrence fra substitutter, hvilket vi vurderer, er vigtige faktorer i relation til Carlsberg.

Efterfølgende vil vi analysere Carlsbergs interne forhold (mikroforhold) gennem en analyse af Carlsbergs organisatoriske styrker og svagheder. Porters værdikæde⁶ er en god model i denne sammenhæng og vil hjælpe os med at belyse hvilke aktiviteter i eller omkring organisationen der enten fremkalder eller hindrer, at merværdi bliver skabt. Det er essentielt at have en bevidsthed om, hvorledes Carlsberg tilvejebringer denne merværdi således, at man opnår en forståelse af, hvori virksomhedens konkurrencefordele opstår.

Som del af den interne analyse vil vi også give en vurdering af Carlsbergs konkurrencestrategi samt vækststrategi. Målet er at få et overblik over, hvordan Carlsberg har valgt at agere i forhold til de, i PESTEL og Porters Five Forces, belyste omverdensfaktorer, samt virksomhedens organisatoriske styrker og svagheder.

Til analyse af Carlsbergs konkurrencestrategier har vi endnu engang valgt at tage udgangspunkt i Porter, som opererer med tre former for strategier⁷, hvormed virksomheden kan opnå konkurrencefordele, hhv. 'Omkostningsleder', 'Differentiering' samt 'Fokus' strategi. Porters forskellige strategier kan imidlertid kritiseres for at være for ukonkrete, og for ikke at være i stand til at konkretisere alle aspekter af forhold, der medfører konkurrencefordele. 'Strategic clock' af Bowman og D'Aveni⁸ har taget højde for disse forhold og har videreudviklet en model, som tager udgangspunkt i værdiskabelse for kunden, sammenholdt med prisen på produktet/service. Derfor er 'Strategic Clock' valgt til at belyse Carlsbergs konkurrencestrategi, som supplement til Porters konkurrence strategier.

⁵ Johanson, Scholes and Whittington, Exploring Corporate Strategy, 8th Edition. Prentice Hall. Side 76.

⁶ Johanson, Scholes and Whittington, Exploring Corporate Strategy, 8th Edition. Prentice Hall. Side 110.

⁷ Johanson, Scholes and Whittington, Exploring Corporate Strategy, 8th Edition. Prentice Hall. Side 224.

⁸ Johanson, Scholes and Whittington, Exploring Corporate Strategy, 8th Edition. Prentice Hall. Side 225.

Til vurdering af Carlsbergs vækstprognoser på de tre forretningsområder vil vi anvende BCG-Matricen⁹ som, ud fra variablerne markedsvækst og relativmarkedsandel, bestemmer, hvorvidt de enkelte forretningsområder er attraktive, og om den respektive fordeling er fordelagtig for Carlsberg. En fordel ved at anvende denne model er, at modellen giver en god forståelse af de behov og muligheder, der er forbundet med de enkelte markedspositioner. Modellen karakteriseres dog også ved en række svagheder, idet der mangler klare definitioner på, hvornår et marked kategoriseres ved at være i høj eller lav vækst. Ligeledes mangler der definitioner på, hvordan et marked afgrænses, hvilket kan betyde, at hvis markedet eksempelvis defineres for snævert, vil det give et misvisende billede af virkeligheden, og så er modellen ubrugelig.

Ikke desto mindre vil vi benytte modellen til at vurdere Carlsbergs vækstprognoser og i denne afhandling vil produkterne være synonymt med Carlsbergs forretningsområder.

Som en opsummering og en konklusion på Carlsbergs situationsanalyse opsamler vi til sidst virksomhedens styrker og svagheder (de interne forhold) og ser på deres fremtidige muligheder og trusler (de eksterne forhold) i en SWOT-model. Med dette overblik kan vi begynde at vurdere Carlsbergs vækst- og konkurrencestrategier

Regnskabsanalyse og Værdiansættelse

Til analyse af Carlsbergs regnskaber og til fremtidig budgettering vil vi ikke basere os på nogle teorier, ej heller benytte nogen former for modeller. Her vil analysen alene basere sig på Carlsbergs årsrapporter, fem år tilbage, samt den strategiske analyse i relation til fremtidig budgettering. Dog vil vi i forbindelse med en rentabilitetsanalyse tage udgangspunkt i den udvidede DuPont-pyramide, hvori de, i vores tilfælde, relevante nøgletal indgår – nøgletallene vil blive beregnet på totalindkomstbasis.

Værdiansættelsen kan derimod udarbejdes efter hhv. en direkte eller en indirekte metode. Vi vil værdiansætte Carlsberg efter den indirekte metode; Den frie Cash Flow-model (DCF), som måler værdien af virksomheden via de fremtidige pengestrømme og

⁹ Johanson, Scholes and Whittington, Exploring Corporate Strategy, 8th Edition. Prentice Hall. Side 278.

investorerne og bankernes afkastkrav, hvormed vi undgår målemæssige problemer, der knytter sig til perioderegnskabet overskudsbegreb¹⁰.

3. Virksomhedspræsentation

For at få indblik i en stor koncern og skabe forståelse for dens forretningsmodel, er det vigtigt at kende dens historiske baggrund. Det skal også ses i lyset af, at afhandlingen vil analysere, hvad koncernens planlagte strategier er for fremtiden. I den henseende er det vigtigt at kende fortiden og nutiden for således at forstå fremtiden. I dette kapitel vil Carlsbergs historie, strategi, ambitioner, ejerstruktur, forretningsportefølje samt varemærkeportefølje derfor blive beskrevet efter nævnt rækkefølge. Al information er primært gengivet ud fra de informationer som man kan finde i Carlsbergs årsrapport for 2008 samt virksomhedens hjemmeside uden at analysere eventuelle tal, idet formålet med dette kapitel som sagt udelukkende er at give en forståelse samt et overblik over Carlsberg, da det er en meget stor virksomhed.

3.1 Det historiske grundlag

Carlsberg A/S er et dansk selskab, grundlagt af J.C. Jakobsen i 1847, og har på samme vis som for 163 år siden i dag sit hovedsæde i Valby (fremover også i Fredericia). Selskabet har en lang historie i dansk erhvervsliv. J.C. Jacobsens søn, Carl Jacobsen, kom, som sin far ind i bryggeribranchen, og i 1871 fik han lov til at leje faderens nybyggede Anneksbryggeriet som lå på grunden i Valby.

Far og søn kom ikke altid godt ud af det sammen og så forskelligt på en række forretningsmæssige aspekter. Eksempelvis herskede der, de to imellem, uenighed om værdien af øllets kvalitet, idet J.C. mente, at man ikke måtte slække på øllets lagringstid, mens Carl netop ville gøre dette for at imødekomme den store efterspørgsel. I 1880 opsigede J.C. derfor sønnens lejeaftale og han kunne dermed udvide sin egen produktion betydeligt. Carl var allerede blevet velhavende og opførte bryggeriet Ny Carlsberg.

¹⁰ Strategisk Regnskabsanalyse, 2. Udgave. Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen, side 54.

Forholdet mellem Carl og J.C. var, som det antydes, ikke overvejende godt, og de to Carlsberg-bryggerier blev først slået sammen 19 år efter faderens død i 1906¹¹.

3.2 Væksten siden Anden verdenskrig

Carlsberg har siden sin opstart haft stor succes i Danmark og specielt i årtierne efter 2. verdenskrig begyndte bryggeriet at etablere produktion i udlandet. Carlsberg har været meget ekspansive og har i sin strategi altid været meget aktive i forbindelse med at opkøbe virksomheder og derigennem opnå markedsandele. I 1964 overtog Carlsberg det nordsjællandske bryggeri Wiibroe, men lod det have sin egen ølproduktion. Carlsberg købte De forenede Bryggerier (Tuborg) i 1970, i 1988 købte Carlsberg det mindre vesttyske Hannen-Brauerei, og i 1992 indgik Carlsberg en fusion med britiske Tetley og i 2000 overtog Carlsberg det store schweiziske bryggeri Feldschlösschen. I 2000 lagde Carlsberg og norske Orkla deres bryggeriaktiviteter sammen, i selskabet Carlsberg Breweries A/S med en ejerandel på henholdsvis 60 og 40 procent. Ejerstrukturen fungerede dog ikke optimalt i sidstnævnte fusion og efter et overtagelsesforsøg fra Orkla, købte Carlsberg i 2004 selskabet fri igen for 14,8 mia. kr., ligesom man forøgede gælden yderligere ved at overtage tyske Holsten Brauerei.

I januar 2008 fremkom Carlsberg og konkurrenten Heineken med et fælles bud på Scottish & Newcastle svarende til 104 mia. kr., som Scottish & Newcastle's ejere accepterede. Købet gik endeligt igennem i april 2008 og herved overtog Carlsberg, med den største handel i selskabets historie bl.a. Scottish & Newcastles halvdel af Baltic Beverages Holding (BBH), det franske bryggeri Kronenbourg og græske Mythos¹².

Carlsberg er godt repræsenteret i Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien og betragter disse som deres primære forretningsområder. Især på de skandinaviske markeder samt i Tyskland og Schweiz står bryggeriet godt, ligesom det i Rusland har en markedsandel på omkring 38% gennem firmaet Baltic Beverages Holding (BBH), som Carlsberg fuldt ud kontrollerer efter opkøbet i 2008 af Scottish & Newcastle. I Danmark er Carlsberg aktiv gennem det 100% ejede aktieselskab Carlsberg Danmark og ejer desuden malteriet

¹¹ <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/Tidslinier/Carlsberg/Pages/default.aspx>

¹² Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 4

Danish Malting Group, som leverer råvarer til Vest- og Østeuropa samt andre dele af verden¹³.

Carlsberg brygger, bortset fra Husbyggeriet Jacobsen fra 2008, ikke længere øl på den historiske grund i Valby da virksomheden grundet effektiviseringer, har besluttet at samle den danske produktion i Fredericia.

3.3 De internationale Bryggerier

Som nævnt er Carlsberg i dag det fjerde største bryggeri i verden målt på volumen og er aktive i over 50 lande. Alene bryggeriets premium-mærke Carlsberg sælges på ca. 150 markeder. Carlsbergs ølproduktion var i 2008 på 109,3 mio. hl opgjort pro rata¹⁴ (i forhold til ejerandel), og selskabet omsatte for 59,9 mia. kr., hvilket således gør Carlsberg til det fjerde største bryggeri i verden¹⁵ Nedenstående liste viser de fem største bryggerier i verden¹⁶. I vores strategiske analyse vil vi forsøge at benchmarke Carlsberg op imod de største bryggerier i verden, med det formål at finde ud af, hvor Carlsberg har sin ekspertise i forhold til disse og vurdere, hvordan Carlsberg kan vinde markedsandele i fremtiden.

1. Anheuser-Busch Inbev - belgisk bryggeri som årligt producerer omkring 46.000 millioner liter øl. Af brands kan eksempelvis nævnes Budweiser, Stella Artois, Hoegarden, Becks og Tiger.
2. SABMiller - det sydafrikanske bryggeri SABMiller brygger hvert år ca. 24.000 millioner liter øl under blandt andet følgende navne, Miller, Urquell, Peroni og Castle.
3. Heineken - det hollandske bryggeri Heineken er mest kendt for ølmærket af samme navn - men bryggeriet producerer fx også Amstel og producerer ca. 12.000 millioner liter pr. år.
4. Carlsberg - brygger ca. 11.500 millioner liter øl om året - blandt andre fordelt på mærkerne Carlsberg, Tuborg, Kronenbourg, Holsten og Baltika.

¹³ <http://www.dmgp.pl/> (danish malting group)

¹⁴ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 3

¹⁵ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 3

¹⁶ <http://msnmand.dk/gallery/22389/79107>

5. Mexikanske Modelo - er mest kendt for klassikeren Corona. Bryggeriet producerer cirka 6.000 millioner liter øl pr. år.

3.4 Carlsbergs overordnede strategier

Koncernen Carlsberg har naturligvis en samlet koncernstrategi, som sætter ramme for hele virksomhedens fokusområde og mål. Denne overordnede strategi fremgår i figur 2 nedenfor¹⁷.

Ambition	Skabe værdi for selskabets aktionærer og alle øvrige stakeholders.
Målsætning	Opbygge den hurtigst voksende globale bryggerivirksomhed og være en betydelig spiller på de markeder hvor de konkurrerer.
Karakteristik af det nye Carlsberg	Geografisk fokus : Asien, Østeuropa og Nord- og Vesteuropa Produkter og Innovation: Øl udgør kerneforretningen, men beslægtede produkter udvikles når det giver forretningsmæssig mening. Mærker: Fokus på lokale power brands og internationale premium-mærker

Figur 2: Carlsberg Group målsætning

Den overordnede strategi bærer ikke overraskende præg af, at Carlsberg er en stor international virksomhed med ambitiøse målsætninger, bredt ud på store geografiske områder. Som det netop fremgår ligger Carlsbergs primære forretningsområder fordelt ud på to verdensdele, hvilket betyder, at virksomheden er nødsaget til at gøre brug af forskellige underliggende strategier som benyttes alt efter de enkelte markeders karakteristika, udviklingsniveau, efterspørgsel mv. – dette vil vi komme ind på senere. Først og fremmest vil vi se nærmere på den overordnede strategi, som Carlsberg definerer ved yderligere fire understrategier, som skal ses som en handlingsplan for, hvordan Carlsberg vil nå sine overordnede mål. De fire underliggende strategier fremstiller Carlsberg på følgende vis¹⁸. Der er tale om 4 overordnede guidelines for hvad virksomhedens "styres" efter. Gennem den strategiske- og regnskabsanalysen vil vi fx

¹⁷ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 20

¹⁸ De fire strategier er gengivet ud fra Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 20

kunne se, at Carlsberg gennem de sidste år har "slanket" virksomhedens omkostningsbase for at skabe værdi for aktionærerne via fx Effektivitet – på koncern-, regionalt og lokalt niveau.

Step Change Innovation – større, bedre, hurtigere

Carlsberg vil excellere inden for Step Change innovation og Value Engineering. Målsætningen er færre, men mere synlige "produktnyheder" på tværs af flere lande. Dette omfatter både ølkategorien og maltbaserede 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, fx nye smagsvarianter eller nye emballageformer som følge af stigende salg i døgnbutikker og kiosker.

Kommerciel Eksekvering – mærker, kategorier, distribution og logistik

Fremragende kommerciel eksekvering omfatter bl.a. følgende områder:

- Ensartet tilgang til eksponering af varemærker
- Omsætning af unik viden om forbrugere til handlingsstrategier
- Optimal udnyttelse af salgs- og marketingressourcer
- Value Management i absolut topklasse
- Udnyttelse af indgående kendskab til kunderne til værdiskabelse
- Sikring af den optimale infrastruktur og logistik på alle markeder.

Effektivitet – på koncern-, regionalt og lokalt niveau

Carlsberg vil løbende justere og optimere omkostningsbasen, herunder bryggeristrukturen på alle markeder.

I de senere år har Carlsberg gennemført 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 gennemføre disse programmer inden for både det kommercielle område, produktion, indkøb, logistik og administration.

Som en naturlig fortsættelse af Excellence-programmerne er næste fase standardisering på tværs af funktioner og geografiske lokaliteter og dermed den nye katalysator i det vedvarende arbejde med at effektivisere alle dele af virksomheden.

Winning Behaviours – lederskab og organisation

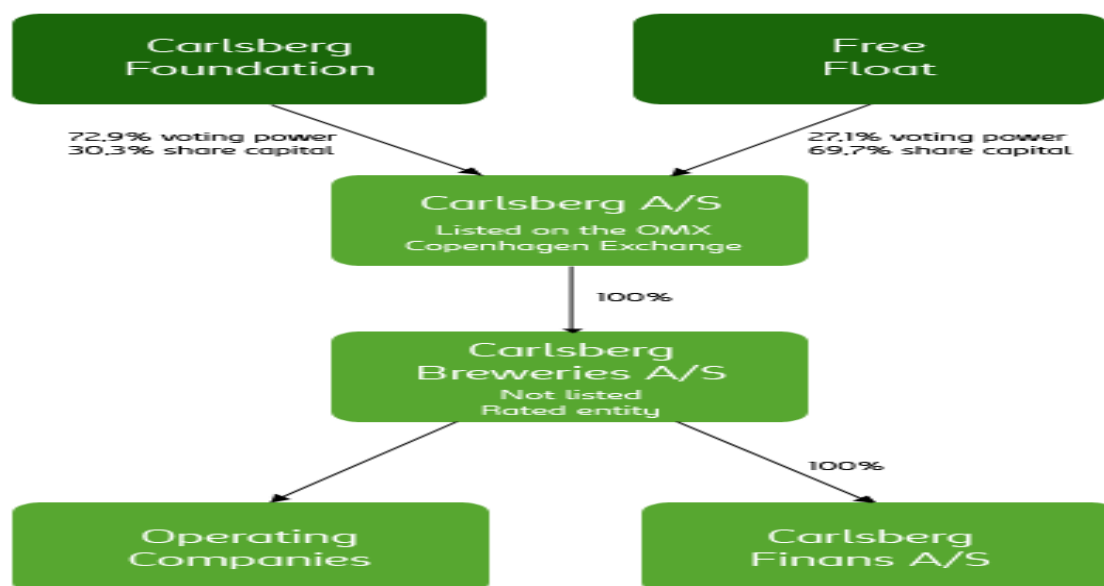
Carlsberg bestræber sig på at styrke sine leders og medarbejders kompetencer og derved skabe en stærk vinderkultur, der binder selskabet sammen på tværs af landegrænser og funktioner, og som skaber engagement i det daglige arbejde. Winning Behaviours skal være rettesnor for Carlsbergs måde at drive virksomhed på – og de omfatter bl.a. følgende.

- Alle beslutninger skal tage udgangspunkt i forbrugernes og kundernes behov og præferencer.
- Medarbejderne skal have ret til at skabe et arbejdsmiljø, hvor gode ideer og engagement anerkendes og belønnes.
- Uanset den lokale markedsposition skal Carlsberg agere som iværksætter, dvs. hurtigt, proaktivt og handlingsorienteret.

3.5 Ejerskab

Carlsbergs hovedaktionær er Carlsbergfonden jf. figur 3. Med tiden har fonden mindsket sin ejerandel ved kapitaludvidelser i selskabet, senest i 2004 og 2008, og fonden ejer nu 30,3% af kapitalen. Selskabet er noteret på Københavns Fondsbørs, og aktierne er delt i to aktieklasser, A og B, hvor hver A-aktie har 20 stemmer mod B-aktiernes 2. Dette er grunden til, at Carlsbergfonden besidder en stemmeandel på hele 72,9%

I maj 2007 fik Carlsbergfonden godkendt en ændring af fundatsen hos Civilstyrelsen således, at fonden fremover mindst skal eje 25% af aktiekapitalen, så længe 51% af stemmerne er på fondens hænder. Ændringen har muliggjort den kraftige udvidelse af aktiekapitalen på omkring 30 mia. kr. til medfinansiering af Heineken og Carlsbergs overtagelse af Scottish & Newcastle.



Figur 3: Carlsberg Group legal 2008¹⁹

3.6 Forretningsporteføljen

Carlsberg har udviklet sig til en bryggerigigant og som det fremgik af virksomhedens strategi, er der fokus på tre forretningsområder Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Nedenfor vil facts om de tre forretningsområder kort blive beskrevet, med det formål at give os mulighed for en endnu dybere analyse af samme, i den senere strategiske analyse.

¹⁹ http://www.carlsberggroup.com/Investor/Facts/Pages/Legal_Structure.aspx

3.6.1 Nord- og Vesteuropa



Denne del af forretningsporteføljen består af en række modne markeder, hvor Carlsberg er markedsledende i en lang række lande og har en væsentlig markedsandel i andre lande. På det Nord- og Vesteuropæiske marked er der en række lande, såsom eksempelvis Storbritannien, Frankrig, Tyskland, Schweiz og Italien, hvor vækstraterne har en tendens til at være konstante eller let faldende.

I den øvrige del af regionen, som fx i Polen og de i baltiske lande vil ølforbruget på længere sigt stige, forudser Carlsberg. I en stor region som denne er konkurrencesituationen forskellig fra land til land, men overordnet set gør det sig gældende, at Carlsberg i Norden hovedsagligt konkurrerer med lokale aktører og lokale ølmærker. I Storbritannien og Frankrig er situationen en anden, her er Carlsberg oppe imod de store internationale bryggerier og mærker. For eksempel mister Carlsberg i Frankrig markedsandele til konkurrenten Heineken – mere herom i den strategiske analyse.

Grundet, at det nord- og vesteuropæiske marked er modent og kan karakteriseres som konstant eller let faldende, er det Carlsbergs strategi at have fokus på effektiviseringer og besparelser. Hele værdikæden er i spil, og man fokuserer på at skabe værdi på lang sigt frem for volumen. Denne strategi har ført til, at bryggeristrukturen er blevet ændret i dele af koncernen, og det er på baggrund heraf, at bryggeriet nu helt har lukket produktionen i Valby, samt andre bryggerier i for eksempel Italien og Finland. På samme vis har Carlsberg i 2008 meddelt, at bryggeriet i Leeds vil blive lukket senest i 2011.

Som nævnt er hele værdikæden i spil, man har således også set omfattende effektiviseringer inden for de administrative funktioner fx med etableringen af et fælles regnskabscenter i Polen som betjener Tyskland, Schweiz, Storbritannien, Danmark, Sverige, Norge og Polen.

Carlsberg hentede i 2008 i omegnen af 60% af omsætningen i Vesteuropa²⁰ Ølvolumen var på 51 mio. hl, hvilket svarer til 47% af Carlsbergs samlede produktion. Driftsresultatet fra regionen var på 4 mia. kr. (3,4 mia. kr. i 2007). Som det er beskrevet ovenfor, er det nord- og vesteuropæiske marked præget af stor konkurrence. Carlsberg er markedsledende i mange lande, og da regionen er et lavvækstområde, har virksomheden fokus på omkostningsstrukturen. Regionen er generelt meget vigtig i Carlsbergs forretningsportefølje, da det er her, man henter størstedelen af sin omsætning.

3.6.2 Østeuropa



Med købet af dele af Scottish & Newcastle (Baltic Beverages Holding) har Carlsberg fået fuld kontrol over sine aktiviteter på det østeuropæiske marked via Baltika. Regionen er med opkøbet blevet en endnu vigtigere del af Carlsbergs forretningsportefølje, og Carlsberg hentede i regionen 32% af sin samlede omsætning og ca. 48% af driftsresultatet i 2008²¹.

Rusland er det vigtigste marked i regionen, og 85% af Carlsbergs samlede omsætning i regionen hentes i netop Rusland. Med Rusland som et geografisk og befolkningsmæssigt overlegent land er der således ingen tvivl om, at landet er det vigtigste i region, men der er mange andre markeder i regionen, hvor Carlsberg ligeledes har gode muligheder for at få større markedsandele.

Én af bevæggrundene for opkøbet i Østeuropa var, at Carlsberg ville udnytte synergieffekter mellem Carlsberg og Baltika. Carlsberg så muligheder for effektiviseringen inden for produktion, logistik, distribution og salgskanaler samt en optimering af blandt andet markedsføringen, hvor Carlsberg har en stor ekspertise. Den vigtigste kilde til besparelser er dog indkøb, hvor selskabet nu har store fordele i og med, at der med den nye selskabsstruktur kan udveksles oplysninger, hvilket før ikke var muligt. Den overordnende strategi for regionen er, at man vil koncentrere sig om vækst i både volumen og værdi.

²⁰ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 51

²¹ (Før ikke fordelte omkostninger) Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 34

I 2008 nåede man i regionen en omsætning på 19,1 mia. kr. (9,6 mia. kr. i 2007), det er dog vigtigt at understrege, at ca. 8 mia. kr. af omsætningen kan henføres til opkøb i regionen, og man har haft en organisk vækst på ca. 20% (14% i DKK). Udviklingen i valutakurserne har påvirket nettoomsætningen med ca. -6%. Den samlede volumen steg 69% til 46,8 mio. hl., og den organiske vækst var på 6% i 2008. Driftsresultatet for regionen i 2008 var på 4,1 mia. kr. (2,1 mia. kr. i 2007), den organiske vækst i driftsresultatet var på 18% og (13% i DKK). Carlsberg er meget positive for vækstudsigterne i regionen, og man forventer en fremtidig vækst på 3-5% pr. år på mellemlang sigt.

3.6.3 Asien



Den asiatiske region udgør ca. 6% af Carlsbergs omsætning. Regionen er præget af store forskelle i de enkelte landes befolkningstal, indkomster mv., og udviklingsmæssigt opererer Carlsberg med både nye markeder og modne markeder. Carlsberg har væsentlige positioner på en række markeder, og man forventer i fremtiden stor organisk vækst, men man vil i fremtiden også have fokus på konsolideringer på markedet.

Strategisk søger Carlsberg for tiden at gennemtrumfe sit brand (Carlsberg) i regionen, hvilket gøres via innovation og Commercial Excellence-initiativer.

Asien har et lavt, men meget kraftigt stigende ølforbrug, som blandt andet grunder i ændringer i forbrugsmønstre. Før i tiden drak man meget spiritus i Asien, men nu er asiaterne begyndt at drikke mere øl, hvilket kommer Carlsberg til gode.

Asien har ligesom resten af verden været præget af den finansielle krise, men Carlsberg har haft god vækst i 2008. Regionens ølsalg steg med 16% til 11,5 mio. hl med en organisk vækst på 13%. Det kinesiske forretningsområde, som har et meget stort vækst potentiale, steg organisk 17% på volumen. Omsætningen steg med 23% til 3,6 mia. kr. (2,9 mia. kr. i 2007) med en organisk vækst på 24% (21% i DKK). Regionens driftsresultat steg markant med 40% til 511 mio. kr. (366 mio. kr. i 2007). Den organiske vækst for driftsresultatet var på hele 40% (36% i DKK), væksten kan tilskrives forbedringer i Kina og

Singapore. Asien er således i høj grad et udviklingsområde, og Carlsberg forventer også stor vækst i regionen i fremtiden.

3.7 Varemærkeportefølje

De færreste er formentlig i tvivl om, hvad Carlsberg producerer - øl. Men Carlsberg har utroligt mange produkter i kategorien øl, og vi vil i dette afsnit give et overblik over produktporteføljen, da den har stor betydning for Carlsbergs strategi og Carlsbergs muligheder i fremtiden. Carlsberg er som tidligere nævnt verdens fjerde største bryggeri og med denne position følger en meget stor produktportefølje, som i vid udstrækning er international kendt. Carlsbergs produktportefølje omfatter mere end 500 mærker og varierer betydeligt med hensyn til produktionsmængden, pris, målgruppe og markedspenetration.

Indenfor ølbranchen arbejder man med fire brede segmenter, når man prisfastsætter en øl:

1. Discount
2. Mainstream
3. Premium
4. Super premium

Varemærkeporteføljen består blandt andet af de fire stærke mærker Carlsberg, Tuborg, Baltika og 1664. Styrken i Carlsbergs mærkeportefølje understreges bl.a. af, at de fire mærker er blandt de 10 største i Europa med Baltika som det største²². Nedenstående er en kort beskrivelse af de fire produkter som sælges over det meste af verden²³.

1. **Carlsberg**-pilsner blev lanceret i 1904 og er flagskibet i Carlsberg-gruppens portefølje af ølmærker. Det er en 100% maltbaseret premium-pilsnerøl krydret med Carlsbergs helt særlige aromatiske humle. Pilsneren er kernen i Carlsbergs portefølje, men på forskellige markeder markedsføres en række varianter for at øge

²² Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 19 målt på volumen

²³ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 19

mærkets udbredelse. Carlsberg er især kendt inden for international fodbold, hvor storsponsorater markedsfører produktet i premium-segmentet.

2. **Tuborg**-bryggeriet bryggede Danmarks første pilsnerøl i 1880 og tappede den på flasker med en helst speciel grøn etikette. Fra første færd blev øllen populær blandt danskerne, men i dag er det i lige så høj grad en international øl, der sælges i mere end 70 lande og indgår i premium-segmentet. Tuborg er den ungdommelige øl i Carlsbergs internationale portefølje og er på den baggrund en faktor inden for musikbegivenheder rundt omkring i Europa
3. **Baltika**-mærket blev som nævnt sikret gennem opkøbet af S&N i 2008, og Baltika er den eneste virkelige nationale øl i Rusland. Den brygges flere forskellige steder og sælges overalt i det store land. Baltika blev lanceret i 1992, og lige fra starten blev den anset for at være en øl af højeste europæiske standard, brygget i overensstemmelse med klassiske metoder. I dag er Baltika det største ølmærke i Europa målt på volumen. Baltika mærket har forskellige varianter, som er delt op på numre, fx er Baltika 3 et stort mainstream-mærke, og Baltika 7 er øl i premium-segmentet.
4. **1664** blev også en del af Carlsbergs portefølje ved opkøbet af S&N i 2008. 1664 er en stæk traditionel øl, der er opkaldt efter det år, hvor Hatt-familien, grundlæggeren af det oprindelige bryggeri, begyndte sin kommercielle brygning. 1664 sælges især i Frankrig, hvor øllen her forbindes med kunst og livsglæde og er en del af super-premium segmentet.

Carlsberg er med sin brede vifte af mærker repræsenteret hos alle segmenter og målsætningen er at øge premium-segmentets andel af den samlede produktion (jf. Carlsbergs strategi). En virksomhed som Carlsberg, som er aktiv over hele verden skal kunne tilpasse sin produktion til efterspørgslen dvs. at den skal være ændringsparat i sin strategi. I Frankrig er befolkningen fx i høj grad karakteriseret som premium og superpremium-segmenter, mens man i Tyskland fortrinsvist drikker discount øl. Carlsbergs

(historiske) strategi, at være meget aggressive for at vinde/købe markedsandele i blandt andet nedgangstider, er tæt forbundet med produktporteføljen. I dårlige tider ændrer forbrugerne hurtigt forbrugsvaner, og i den forbindelse har Carlsberg mulighed for at vinde markedsandele i forhold til mange af sine mindre konkurrenter, som ikke på samme måde kan ændre deres produktion.

Med virksomhedsbeskrivelsen er vi blevet bekendte med bryggeriet Carlsberg, vi kender virksomhedens historiske udvikling og vi forstår, hvordan virksomheden søger at nå sine fastsatte mål gennem en overordnet strategi defineret ved fire understrategier.

Ydermere er vi blevet bekendt med bryggeriets forretningsportefølje, som breder sig over adskillige lande fordelt på to verdensdele, og som dermed kan karakteriseres ved at være mangesidig og kompleks - Carlsbergs alsidige varemærkeportefølje bidrager positivt til at imødegå disse komplekse markeder.

4. Strategisk analyse

4.1 Makroforhold

Som beskrevet benytter vi PESTEL-modellen til analyse af de makrofaktorer som virksomheden ikke direkte har indflydelse på, men som påvirker bryggeribranchen og derved Carlsberg.

For overskuelighedens skyld har vi i figur 4 nedenfor vist de faktorer, som vi vurderer har størst indvirkning på bryggeribranchen, hvilket følgelig har betydning for Carlsbergs vækst- og indtjeningsmuligheder. Vi vil i det følgende gå i dybden med hver af faktorerne.

Figur 4: PESTEL - analyse for bryggeribranchen	
Politiske forhold • Alkoholpolitik • Skatte- og afgiftspolitik • Rygepolitik • Miljøpolitik	Økonomiske forhold • Indkomstforhold • Verdensøkonomien • Finansielle risici
Sociale forhold • Kulturelle forhold • Livsstilsændringer • Modetendenser	Teknologiske forhold • Hastig udvikling af ny teknologi
Miljømæssige forhold • Stigende fokus på ansvarlighed af miljøet	Lovmæssige forhold • Lovkrav vedr. udskænkning og salg af øl • Konkurrencelovgivning/Monopollovgivning

4.1.1 Politiske forhold

Beslutninger vedr. **alkoholpolitik** tages af regeringer i de enkelte lande, og der er ikke som udgangspunkt nogen homogenitet mellem landenes beslutninger. End ikke indenfor EU (Carlsbergs største forretningsområde) findes der enslydende love og regler, og eftersom Carlsbergs tre primære forretningsområder strække sig over mange lande indenfor, såvel som udenfor EU, er virksomheden derfor ikke overraskende påvirket af adskillige politiske beslutninger, taget i de enkelte lande.

Derfor er det også klart, at rækken af forskellige politiske indgreb der har betydning for Carlsberg, er meget lang og kun de mest væsentlige forhold vil derfor blive beskrevet.

Helt generelt bruges alkoholpolitik i mange lande som et redskab til at begrænse alkoholrelaterede omkostninger til social- og sundhedsproblemer, hvilket naturligt påvirker og begrænser Carlsberg, idet konsekvenserne er højere salgspriser, råd om begrænset indtagelse af alkohol og forskellige afgifter, som vil blive uddybet nedenfor.

Alle de lande som Carlsberg opererer i, har en form for **alkoholafgift**, som forøger prisen på varen. Dette har betydning for efterspørgslen af varen og konkurrenceevnen. Sidstnævnte har særligt betydning hen over landegrænser idet der, som beskrevet, ikke er nogen konsistens mellem landenes regler om afgifter. Eksempelvis har det negative konsekvenser for konkurrenceevnen i lande som Norge og Sverige, der begge har betydeligt højere afgifter, end man har i for eksempel Danmark. For særligt de svenske forbrugere kan det derfor ofte svare sig at tage til Danmark og købe alkohol og således undgå de højere afgifter i Sverige. Tilsvarende tager mange danskere til Tyskland for at opnå endnu lavere afgifter hér, tyskerne tager til Polen og opnår lavere afgifter hér osv. osv.

I nedenstående skema ses det danske skatteministeriums opgørelse over de samfundsøkonomiske konsekvenser, som ændringer i ølafgiften medfører alene i Danmark. Som det fremgår, vil en nedsættelse af den danske ølafgift på 5 kr. pr. kasse betyde, at det danske ølforbrug vil øges med ca., 5.mio. liter, mens svenskerne på samme måde vil købe ca. 5 mio. liter øl mere i Danmark. Endvidere vil den danske grænsehandel falde med ca. 12 mio. liter. På samme tid fremgår det dog også, at en nedsættelse af afgiften på 5 kr. vil betyde et tab for den danske stat på omkring 142 mio. kr., samt øgede omkostninger på 37 mio. kr. som følge af alkoholskader ved større forbrug.²⁴

24

<http://www.skm.dk/publikationer/udgivelser/statusovergraensehandel2007/kapitel6.virkningerafafgiftsaendringer/>

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

Tabel 5: Samfundsøkonomiske virkninger af ændringer af ølafgiften²⁵

Som det ses, kan konsekvensen af niveauet på ølafgiften være ganske afgørende, ikke kun i relation til ovenfornævnte, men for hele forretningsgrundlaget på de enkelte bryggerier. Helt konkret kan det komme til at ramme særligt Carlsberg hårdt i fremtiden, idet det russiske parlament inden for kort tid forventes at forhøje ølafgiften markant.

Alkoholafgiften påvirker i høj grad også Carlsbergs vigtigste marked, Rusland, som ikke alene et vigtigt marked i den østeuropæiske region, men som står for en stor procentdel af Carlsbergs samlede omsætning. Det vurderes, at hele 53% af Carlsbergs driftsindtjening forventes at komme fra netop Rusland i løbet af 2010. Konsekvenserne af politiske indgreb i form af alkoholpolitik er med andre ord til at tage at føle på.

Gennem hele 2009 har analytikere haft stor fokus på, hvor stor en afgiftsforøgelse Dumaen ville vedtage. I begyndelsen af november vedtog den russiske Duma forslaget om en tredobling af afgiften på øl pr. 1. januar 2010 og de efterfølgende forhøjelser i 2011 og 2012. I nedenstående tabel 6 ses ændringerne i afgifterne. Det fremgår, at en afgiftsforøgelse på 200% er en kraftig andel, og denne store afgift vil helt sikkert sætte en dæmper på det russiske marked. Ydermere fremgår det, at afgiftsandelen pr. øl vil vokse

²⁵

<http://www.skm.dk/publikationer/udgivelser/statusovergraensehandel2007/kapitel6.virkningerafafgiftsaendringer/>

fra 7% i 2008 til hele 23,1% i 2012. Det er svært at vurdere effekten af en sådan ændring af alkoholafgiften, men Carlsberg har bebudet prisstigninger som alt andet lige vil sænke efterspørgslen.

Russiske afgifter på øl						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Afgift RUB / liter	2,07	2,74	3,00	9,00	10,00	12,00
Vækst			9,5%	200,0%	11,1%	20,0%
Afgift pr. 0,5l		1,37	1,50	4,50	5,00	6,00
Fuld overvæltning af afgift på forbrugerne						
Salgspris, mainstream øl			21,50	24,50	25,00	26,00
Prisstigning				14,0%	2,0%	4,0%
Afgiftsandel			7,0%	18,4%	20,0%	23,1%

Kilde: JB

Tabel 6: Russiske afgifter på øl²⁶

Ydermere har mange lande **emballageafgifter**, som tilsvarende varierer fra land til land og dermed på samme måde påvirker konkurrenceevnen i de enkelte lande. Det samme er gældende for momsniveauet på tværs af landegrænserne.

Rygepolitik, som i de seneste år har fyldt mere og mere i særligt Vesteuropa, er et andet aspekt, der påvirker Carlsberg i relation til efterspørgsel af deres vare. Det politiske indgreb, der i højere eller lavere grad gør op med rygning på offentlige steder, er ikke et politisk indgreb, der direkte er målrettet mod alkoholbranchen. Men ikke desto mindre rammer indgrebet indirekte virksomheder som Carlsberg, idet en stor del af Carlsbergs omsætning udgøres i form af udskænkning på offentlige steder (on-trade). Problematikken ligger i, at mange rygere fravælger at komme på caféer, restauranter, diskoteker mv. når de ikke må ryge der, herved reduceres salget af øl og lign. Det kan forventes at rygepolitik vil blive udbredt i betydeligt flere lande i fremtiden, hvilket udfordrer Carlsberg.

²⁶ Beregningerne er foretaget af Jyske Bank

I dag er alle lande underlagt et globalt pres vedrørende **miljøpolitik**, og der stilles krav til, at virksomheder tager ansvar for samfundet ved at reducere deres miljøbelastning. For eksempel er de enkelte lande forpligtet til at reducere deres CO₂ udslip med en vis procentdel, virksomheder tildeles kvoter til udledning af CO₂ mv.. Klimatopmødet, der fandt sted i december måned herhjemme, vil sammen med lignende samråd uden tvivl betyde endnu højere krav til de enkelte nationer og virksomheder i fremtiden.

Med tanke på Carlsbergs strategi, skal bryggeriet således fortsat vokse og opnå vækst, men samtidig leve op til samfundets forventninger og krav, hvilket selv sagt er en udfordring af de store.

For at modvirke de negative effekter og for at imødekomme udfordringer, der relaterer sig til politiske tiltag, er Carlsberg nødsaget til at lægge stor vægt på markedsføring, fornyelse og effektivisering, hvilket også er virksomhedens indgangsvinkel til området.²⁷

4.1.2 Økonomiske forhold

Vi beskrev i den indledende problemstilling, at ølmarkedet er robust overfor økonomisk recession, og at øl generelt ikke går for at være en konjunkturfølsom forbrugsvare, sådan skriver Carlsberg ligeledes i deres årsrapport 2008. Ikke desto mindre skal man ikke se sig blind for, at man må dele markedet op i de ølproducenter, der satser på et brand og en mærkevare af en vis standard, og de ølproducenter der har et lavprisprodukt. I tider som nu, hvor **verdensøkonomien** undergår recession, vil førstnævnte have en betydelig salgsnedgang, mens sidstnævnte muligvis vil opnå en afsætningsmæssig opgang.

Carlsberg har, som beskrevet i afsnit 3.7, en bred produktportefølje, som både dækker over premium- og superpremium produkter, samt mainstream og discountprodukter. Trods denne stærke produktportefølje har Carlsberg som bekendt ikke kunne sige sig fri for påvirkning af den globale økonomiske nedgang, og på baggrund heraf forudser bryggeriet også muligheden for et fremtidigt fald i forbruget af øl og læskedrikke. I særdeleshed vil

²⁷ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 9-10

forbruget på vækstmarkeder og nye markeder blive påvirket af fald i den **disponible indkomst**²⁸.

Dette bringer os videre til en særskilt belysning af økonomien på Carlsbergs tre primære forretningsområder. Samfundsøkonomien påvirker naturligt den disponible indkomst, og da den samfundsøkonomiske situation varierer markant på de tre forretningsområder, vil betydningen af den disponible indkomst variere fra forretningsområde til forretningsområde.

I **Vesteuropa**, hvor Carlsberg i visse nogle er markedsledende og i andre besidder en væsentlig markedsposition, så man i slutningen af 2008 samt i 2009 en tilspidsning af finanskrisen, hvilket havde negativ indflydelse på ølmarkedet. Da krisen fortsat kradser i Vesteuropa, og der dermed fortsat er usikkerhed omkring fremtiden, vil ølmarkedet være ustabilt. For Carlsbergs vedkommende vil deres dominerende position dog formentlig betyde, at virksomheden kun vil opleve et mindre fald på det vesteuropæiske ølmarked²⁹.

I **Østeuropa**, som til dels fremstår som Carlsbergs vækstmarked, men også repræsenterer nye markeder, har man generelt oplevet økonomisk vækst i de seneste år. Men eftersom væksten i den disponible indkomst faldt i andet halvår af 2008 og i 2009³⁰, og da generelle bekymringer for makroøkonomiske udsigter hersker,³¹ forventes et kortsigtet, afsætningsmæssigt fald på markedet. På mellemlangsigst mener Carlsberg dog, at vækstudsigterne på det østeuropæiske ølmarked (særligt det russiske) er attraktive.³²

Den disponible indkomst i **Asien** er præget af store forskelle, og for Carlsbergs vedkommende spænder regionen fra nye markeder med meget lave indkomster til velstående modne markeder³³. Det er dermed, et marked der på kort sigt kan påvirkes af nedgang i økonomien. Men generelt oplever man i Asien en generel øget velstand og en

²⁸ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 54

²⁹ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 12

³⁰ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 36

³¹ <http://www.landbrugsavisen.dk/Landbrugsavisen/2009/2/27/Nedsmeltning+i+Oesteuropa.htm> og http://www.jyskebank.dk/_jb/commoninc/bin.asp?id=245542&src=densteuropiskesyge.pdf

³² Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 37

³³ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 38

stigning i den disponible indkomst (se bilag 1), hvorfor det asiatiske ølmarked også på lang sigt forventes at udgøre en solid platform for en fremtidig vækst.³⁴

For Carlsberg kan den økonomiske påvirkning således opsummeres som følger: på kort sigt vil vækstmarkeder som dele af Østeuropa, dele af Asien og nye markeder ligeledes i Østeuropa og Asien formentlig blive påvirket af fald i den disponible indkomst i takt med den fortsat hængende finanskrisen. Mens Vesteuropa, som karakteriseres ved en mere solid markedsposition, vil blive mindre ramt. På længere sigt vil markeder som Asien og særligt Rusland i Østeuropa være interessante i forbindelse med vækst i ølbranchen.

Endelig skal Carlsberg tage hensyn til en række **finansielle risici**, primært relateret til ændringer i valutakurser og renter. I den forbindelse er valutarisikoen for en devaluering af eksempelvis den russiske rubel væsentlig,³⁵ idet Rusland som beskrevet bidrager med en væsentlig del af Carlsbergs samlede omsætning, samt afsætning på det østeuropæiske marked. Derfor vil en økonomisk nedgang i et land som dette få stor betydning for Carlsberg.

4.1.3 Sociale forhold

Eftersom Carlsberg opererer på forskellige forretningsområder, der er kendetegnet ved meget forskellige **kulturelle normer og standarder**, kan Carlsberg ikke se igennem fingrene med det ansvar de har i relation hertil.

Religion, traditioner og forbrugsvaner er eksempler på forhold, der påvirker Carlsbergs mulighed for afsætning og måden, hvorpå virksomheden generelt skal agere og markedsføre sig. I mange asiatiske lande betyder religion for eksempel, at mange helt afholder sig fra spiritus, hvormed Carlsbergs muligheder for afsætning til denne del af befolkningen er begrænsede. Men også traditioner og kulturelt forbundet forbrugsvaner er ofte svære at ændre, og særligt ændringer i en befolknings traditioner er en svær udfordring. I Frankrig er der eksempelvis stor tradition for at drikke vin, mens man i Polen drikker vodka til maden, i Danmark har vi tradition for øl osv. Endvidere findes der ofte hos forbrugerne indgroede præferencer, som ofte er kulturelt bestemt. I Danmark er det

³⁴ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 40

³⁵ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 52

eksempelvis kulturelt betinget, at Carlsberg og Tuborg foretrækkes frem for udenlandske³⁶ og i Rusland er Baltika som tidligere nævnt den foretrukne øl. Det er med andre ord helt grundlæggende indstillinger og opfattelser som Carlsberg er oppe imod, når det kommer til kulturelle forhold.

Modetendenser er også et betydeligt aspekt i forhold til Carlsbergs afsætningsmuligheder. Et aspekt som enten kan fremtræde i form af muligheder eller i form af trusler, alt efter om modetendensen peger mod øl eller mod substituerende produkter (mere herom i mesoanalysen).

Ydermere påvirker forbrugernes **livsstil** bryggeribranchen. Særligt i Vesteuropa ses en stigende tilbøjelighed til øget fokus på befolkningens livsstil og en forbedring heraf. Alene i Danmark er forbruget af alkohol faldet med 7% siden 1984 (se bilag 2).³⁷ Tendensen vil formentlig følge i resten af Europa inden for den nærmeste fremtid og betyder, at mange forbrugere vil reducere deres alkoholindtag. Mange kampagner er direkte negativt målrettet mod alkohol, hvilket naturligt udfordrer branchen og Carlsberg.

4.1.4 Teknologiske forhold

Den teknologiske hastige udvikling, vi oplever i dette århundrede, er ikke alene en stor fordel for de fleste brancher, men også en lige så stor udfordring. Den teknologiske udvikling presser virksomhederne til konstant at foretage investeringer i nye produktionsapparater for at kunne bevare konkurrenceevnen og matche eller udkonkurrerer konkurrenterne. Den teknologiske udvikling har med andre ord store økonomiske konsekvenser men er på samme tid en forudsætning for at overleve. Det er netop i denne forbindelse, at Carlsberg som nævnt har valgt at flytte sin produktion fra Valby og i samme omgang har moderniseret produktionsanlæg mv.³⁸

³⁶ <http://www.ks.dk/konkurrenceomraadet/regler/vejledninger/vejledning-om-forbud-mod-misbrug-af-dominerende-stilling-fra1998/dominans/>

³⁷ Se Bilag 2. Jf. <http://www.dst.dk/OmDS/BagTal/Arkiv/2009-04-21-Vi-koeber-flere-sunde-foedevarer.aspx>

³⁸ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 6

4.1.5 Miljømæssige forhold

De miljømæssige forhold ligger til dels i forlængelse af de politiske forhold, hvor miljøpolitik blev beskrevet, men adskiller sig ved, at det ikke kun er de reelle politiske aktiviteter og tiltag der påvirker Carlsberg og branchen, men også den generelle holdning om miljørigtige produkter og fremstilling heraf blandt befolkningen der påvirker.

I dag har ikke alene de forskellige NGO'er forventninger til virksomhedernes miljøansvar, men en stor del af den almene befolkning stiller ligeledes flere og flere krav om miljømæssig ansvarlighed og krav om naturneutrale produktionsmetoder. Virksomhederne er derfor tvunget til at skifte strategi og i stigende grad fokusere på miljøet.

Af tiltag har Carlsberg for eksempel i 2008 formuleret en fælles strategi for socialt ansvar på koncernniveau³⁹ og desuden underskrevet FN's Global Compact, som forpligter Carlsberg til at følge ti principper i relation til Corporate Social Responsibility (CSR). Begge er tiltag som Carlsberg ikke ved lov har pligt til at tage, men ikke desto mindre et resultat af, at store dele af befolkningen og forbrugerne stiller krav til virksomhedernes stillingtagen til miljøet. At tage ansvar for miljøet er med andre ord blevet et synonym med god forretningsskik og er i høj grad et redskab til at opnå konkurrencefordele.

4.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

Lovgivningsmæssige forhold ligger tæt op ad de politiske forhold, derfor er idéen med denne del af PESTEL-modellen at konkretisere nogle af de love som Carlsberg reelt er underlagt rent juridisk - modsat den politiske opmærksomhed og debat beskrevet under 'Politiske forhold'.

Alkoholbranchen generelt set er i de fleste lande underlagt en streng lovgivning som i mange tilfælde grunder i regeringers sociale ansvar for borgerne. Eksempelvis er salg og udskænkning af alkohol til børn og unge op til en vis alder i mange lande ulovligt. Ligeledes er markedsføring af alkohol, målrettet mod samme målgruppe, mange steder ulovligt. Alle er love, der selvsagt begrænser Carlsbergs afsætningsmuligheder.

Konkurrencelovgivning og **Monopollovgivning** er andre eksempler på love, som påvirker branchen og i særdeleshed en stor aktør som Carlsberg. Opkøb, fusioner, diverse

³⁹ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 58

licensaftaler mv. er som bekendt en måde at opnå strategiske og konkurrencemæssige fordele på, men her er bryggeribranchen, såvel som alle andre brancher underlagt konkurrencemyndighederne. Det betyder reelt, at konkurrencemyndighederne har stor indflydelse på, hvorvidt en eventuel fusion kan realiseres. Ideen er naturligvis at sikre sig mod monopollignende tilstande på markedet, hvilket også var årsagen til, at de engelske konkurrencemyndigheder i 2005 ikke tillod, at Carlsberg fusionerede med engelske Corrs. Myndighedernes undersøgelser viste, at effekten af den foreslåede fusion ville medføre en væsentlig forringet konkurrence på markedet for teknisk udstyr (her henvises til den tekniske vedligeholdelse) og dertilhørende serviceydelser.⁴⁰

PESTEL analysen af bryggeribranchen har vist os at Carlsberg er underlagt en lang række makrofaktorer, som de ikke selv har indflydelse på. Analysen har givet os et overblik over, hvilke faktorer der påvirker på nuværende tidspunkt og historisk set, men som nævnt kan PESTEL-modellen ikke som udgangspunkt bruges til at forcaste fremtiden. Ikke desto mindre har vi en god indikation af, hvad branchen og virksomheden i hvert fald påvirkes af fra omverdenen.

4.2 Mesoforhold

De, via PESTEL-modellen, afdækkede faktorer er som bekendt alle makrofaktorer, som via sin definition påvirker hele markedet. Ændringerne i makroforholdene påvirker derfor som beskrevet alle aktører på markedet, men ændringerne kan skabe forskydninger indenfor branchen, alt efter hvilke virksomheder, der er klar til de nye ændringer. Dette giver de virksomheder, som er ændringsparate, og som bedst muligt kan tilpasse sig det nye marked, en mulighed for at vinde markedsandele. Efter analysen på makroniveau via PESTEL-modellen er det næste skridt nu en analyse af konkurrenceeffektiviteten, hvor formålet er at afdække konkurrenceintensiteten på de tre forretningsområder, for at kunne bedømme Carlsbergs konkurrenceevne.

Porters Five Forces er som nævnt en model, der analyserer konkurrencesituationen på brancheniveau, og da Carlsberg som nævnt særligt konkurrerer på tre geografiske

⁴⁰ <http://borsen.dk/nyhed/68729/>

områder (forretningsområder), vil vi i afsnittet særskilt analysere konkurrenceintensiteten på hvert af de tre områder Nord- og Vesteuropa, Østeuropa samt Asien.

Analysen af konkurrenceeffektiviteten vil afdække de muligheder, der eksisterer for at vinde markedsandele samt skabe et afkast i branchen. Ved at afdække Carlsbergs konkurrenceevne på de forskellige markeder vil vi samtidig også kunne se mulighederne samt truslerne i branchen. For at kunne afdække mulighederne og truslerne bedst muligt, vil vi i analysen benchmarke Carlsberg op imod de største bryggerier i verden, da det netop er disse, som kan true Carlsberg på lang sigt.

4.2.1 Adgangsbarriere

Nord- og Vesteuropa

Det nord- og vesteuropæiske marked er karakteriseret ved at være et modent marked med forholdsvis lave vækstrater, og Carlsberg har i Regionen fokus på effektiviseringer for at skabe værdi. Ølbranchen er i sig selv kapitalintensiv, men det nord- og vesteuropæiske markeds modenhed giver nogle store adgangsbarriere. For at komme ind på dette marked og endvidere vinde markedsandele skal et selskab bruge meget kapital til fx produktionsanlæg og markedsføring. Herudover er teknologisk knowhow mv. nødvendigt for at opstarte virksomhed i branchen. Ølbranchen er endvidere karakteriseret ved, at man ikke sælger til slutbrugeren, men derimod skal igennem et omkostningsfyldt distributionsled. Det at skabe sig et brand på dette marked er utroligt svært og har taget Carlsberg og de øvrige store bryggerier mange år. Gennem de sidste mange år er der foretaget mange konsolideringer over hele verden, hvilket bekræfter hvor svært det er at etablere sig blandt de største bryggerier i verden. I 1998 tegnede de 10 største bryggerier sig for 34% af det globale ølmarked, mens tallet i 2008 var 59%⁴¹. Risikoen for nye konkurrenter må anses som værende begrænset.

Østeuropa

Den østeuropæiske region er en del mindre end det nord- og vesteuropæiske, Carlsberg henter omkring 35% af sin omsætning i regionen (primært i Rusland), og der er større vækstrater i dette forretningsområde end på det tidligere omtalte. Markedets konstruktion

⁴¹ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 14

gør, at markedet også er attraktivt for konkurrenterne, her tænkes der især på de høje vækstrater i Rusland, hvor det organiske driftsresultat steg hele 18% i 2008⁴². Branchen er som nævnt kapitalintensiv, og det må anses som værende den primære adgangsbarriere, dels i form af produktionsanlæg, men derudover er det meget svært at skabe et brand på det russiske marked og Carlsberg står meget stærkt på markedet efter opkøbet af Baltika (det foretrukne mærke på markedet). I Østeuropa anser vi truslen for nye konkurrenter som værende til stede pga. de høje vækstrater.

Asien

Regionen er i opstarten af sin udvikling (i forhold til PLC-kurven), og man oplever meget høje vækstrater. Carlsberg henter i omegnen af 6%⁴³ af sin omsætning i regionen, og man havde i 2008 en organisk vækst på volumen på hele 16% i regionen. De asiatiske økonomier er meget attraktive og har et utroligt stort vækstpotentiale i takt med, at levestandarden stiger. Det, at markedet kun er i opstarten af sin udvikling, gør også markedet interessant for konkurrenterne. Adgangsbarriererne er de samme som i de to øvrige regioner, endvidere er det selvfølgelig en helt anden kultur, hvilket i sig selv giver nogle barriere (jf. PESTEL-analysen), men alt andet lige må markedet anses som værende det nemmeste marked at komme ind på. Dette skal også ses i lyset af, at der endnu ikke er en fast struktur på markedet, som man fx ser i Vest- og Nordeuropa. Risikoen for nye konkurrenter anser vi som værende tilstede.

4.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Som nævnt har vi afgrænset os fra analyse af BTB, men i denne forbindelse vil det være nødvendigt at berøre området. Bryggerierne sælger nemlig kun i sjældne tilfælde til slutbrugeren, da salget som oftest foregår gennem en distributør og videre til detaileddet, som har kontakten til forbrugeren. På samme vis som bryggerierne fusionerer, slår også distributørerne og detaileddene sig sammen, så de på samme måde står stærkere overfor producenten. Detaileddet har derfor en forholdsvis stærk position, og de store kædeforretninger kan forhandle prisen ned på bryggeriernes produkter og mærker. Nedenstående vil de tre regioner blive gennemgået, da de alle har forskellige karakteristika.

⁴² Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 58

⁴³ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 38

Nord- og Vesteuropa

Ølmarkedet i denne region er karakteriseret ved, at der er utroligt mange slutbrugere, men få store distributører og nogle få store bryggerier på markedet (jf. De internationale Bryggerier) med utroligt mange mærker. Distributørerne står i en stærk position, da de har mange mærker at vælge imellem, men kundernes efterspørgsel vil i sidste ende bestemme hvad distributørerne vil sælge. De nord- og vesteuropæiske forbrugere har en stærk økonomi, også til trods for den finansielle krise, og dette betyder bl.a., at slutbrugeren har klare præferencer. Bryggerierne på markedet har stort set samme kerneydelse og kæmper som udgangspunkt om samme målgruppe, hvormed konkurrencen er stor. Derfor har distributørerne på markedet en stor forhandlingsstyrke, men igen, denne er i høj grad påvirket af hvad kunderne efterspørger.

Østeuropa

Det østeuropæiske marked er præget af, at der er utroligt mange kunder og nogle få store distributører og nogle enkelte, men store bryggerier (heriblandt Carlsberg og SABMiller). Carlsberg står utroligt stærkt på markedet, og regionens helt primære marked er som sagt Rusland. Baltika (Carlsbergs primære mærke på det russiske marked) er over dobbelt så stor som sin nærmeste konkurrent⁴⁴. Dette stiller distributørerne i en mindre god forhandlingsposition, modsat det nord- og vesteuropæiske marked, da distributørerne er nødt til at have Baltika i deres forretninger. Distributørernes forhandlingsstyrke er dermed betydeligt lavere i denne region.

Asien

Det asiatiske marked er, som nævnt et marked i kraftig vækst. Det skyldes flere ting, dels økonomisk vækst i regionen, dels et skift i forbrugsmønstret fra spiritus til øl, hvilket ølbranchen i sagens natur vil leve godt af i fremtiden. På dette marked går salget også igennem et distributionsled, men de høje vækstrater i ølvolumen (Carlsberg havde en organisk vækst i volumen på 13% i 2008) gør, at bryggerierne på markedet står i en meget god position i forhold til kunderne. pga. deres nye forbrugsmønster.

⁴⁴ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 34

4.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Ved analysen af leverandørernes forhandlingsstyrke vil der ikke blive foretaget en opdeling på de tre regioner, da der er tale om generelle betragtninger, som ikke påvirker specifikke regioner.

Bryggerierne er primært afhængige af to leverandører, hhv. råvareleverandør og leverandør af emballage. Markedet har de seneste år været præget af, at man gerne vil differentiere sig fra sine konkurrenter ved blandt andet at ændre emballagen/mærket. Derfor har de fleste bryggerier integreret udvikling og design af emballagen i virksomheden, og på denne baggrund har leverandørerne af emballage ikke en særlig stor forhandlingsstyrke.

Modsat står leverandører af selve råvarerne, som primært er malt, byg og humle, i en stærk position, og man er her præget af, at høsten kan slå fejl, og råvarepriserne derfor kan variere fra år til år. Denne problematik kan have indflydelse i fx Østen, hvor der er større risiko for, at leverandørerne ikke kan levere de ønskede råvarer. Carlsberg har i deres værdikæde taget højde for denne problematik og har benyttet sig af baglæns integration ved det 100%-ejede datterselskab, Danish Malting Group (jf. figur 2) organisations diagram), som herigennem leverer de primære råvarer til Skandinavien, de baltiske lande, Rusland og flere lande udenfor Europa⁴⁵.

4.2.4 Substituerende produkter

Der er flere substituerende produkter til øl, hvoraf de primære er vin og de såkaldte "Alkopops". Spørgsmålet vedrørende de substituerende produkter er hvorvidt forbrugerne ændrer præferencer og dermed forbrugsvaner. Alkopops er sodavand/cider blandet med spiritus, og denne type produkter udgør på verdensplan, en særlig trussel mod det yngre segment for hele ølmarkedet. Salget af Alkopops er steget kraftigt de seneste år og udgør en reel trussel. Den øgede konkurrence fra de substituerende produkter gør, at bryggerierne enten skal sænke priserne på deres øl eller øge markedsføringen for at sikre sine markedsandele og dermed deres indtjening. Vi vurderer, at man også i fremtiden vil se en indvirkning på ølbranchen fra de substituerende produkter, men det vil nødvendigvis ikke kun være negativt. For eksempel har Carlsberg på det asiatiske marked set en

⁴⁵ <http://www.dmgp.pl/> (danish malting group)

ændring i forbrugsvanerne fra spiritus til øl, og det modsatte har gjort sig gældende i vores del af verden.

4.2.5 Konkurrenceintensiteten

Nord- og Vesteuropa

Regionen består af mange markeder og Carlsberg har i 2008 haft både stigninger og fald i markedsandelene, på de forskellige delmarkeder. Dette er dog en generel tendens for alle bryggerierne i regionen. Carlsbergs samlede ølmarkeder faldt i 2008 ca. 2% i forhold til 2007⁴⁶. Baggrunden for dette, skal ses i lyset af den økonomiske krise, idet faldet i forbrugertilliden har ramt restaurationsbranchen i regionen hårdt. Restaurationsbranchen er netop én af Carlsbergs store kunder, på det vigtige franske marked er Carlsberg meget presset på sin position, som markedsleder af den store rival Heineken. Ved udgangen af 2008 havde Carlsberg 33% af markedet, mod Heinekens 26,3 %, ⁴⁷ Krounbourg som er Carlsbergs primære mærke på markedet har tabt terræn de seneste år. Carlsberg har iværksat en "turnaround plan" for at imødekomme konkurrencen. Konkurrenceintensiteten må anses som værende meget stor, og de dominerende bryggerier kan ikke længere konkurrere på volumen da regionen er moden i sin udvikling. Det betyder, at bryggerierne blandt andet skal se på sin omkostningsstruktur for at skabe værdi. I den forbindelse har Carlsberg været på forkant, og har sat effektiviseringer i højsædet i regionen. Hvis ikke de forskellige store bryggerier formår at skabe de nødvendige effektiviseringer, vil der i fremtiden være yderligere incitament for konsolidering i branchen. Hvilket også historisk har været kendetegnet for branchen. Hvis der sker yderligere opkøb vil det intensivere konkurrencen og vil presse de øvrige konkurrenter betydeligt på prisen, og kan derfor være en trussel for Carlsberg (såvel som for konkurrenterne) i fremtiden.

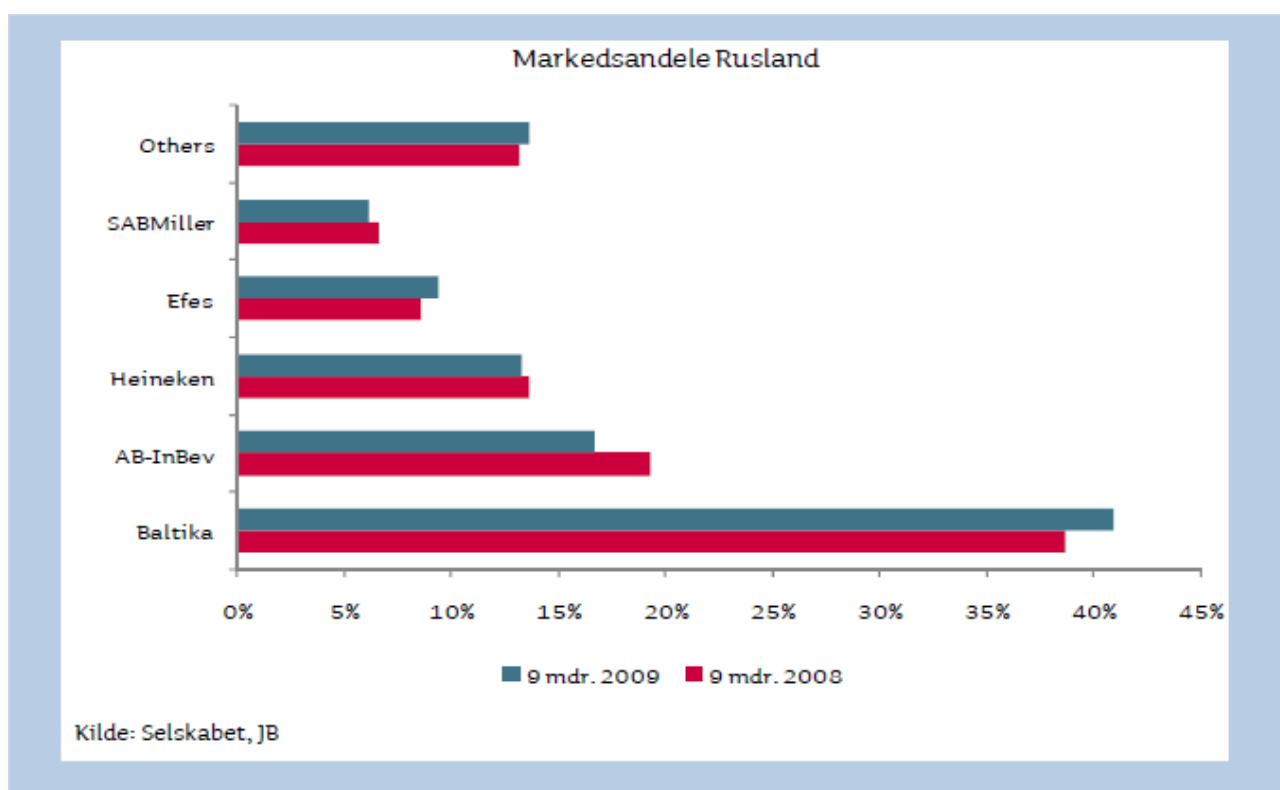
Østeuropa

Den østeuropæiske region er karakteriseret ved, at den dækker et meget stort geografisk område, hvor Rusland som sagt er klart det vigtigste marked. Rusland-forretningen (Baltika) stod for hele 85% af omsætningen i hele regionen i 2008, hvorfor fokus i regionen

⁴⁶ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 31

⁴⁷ <http://www.business.dk/article/20090505/foedevarer/705050067/0/:www.mobil.n/>

også primært er på det russiske marked. Rusland vil derfor være en meget vigtig faktor for vores senere budgettering og værdiansættelse. Som nævnt er Carlsberg, efter opkøbet af Baltika markedsleder i Rusland og bryggeriet opnåede i samme forbindelse en markedsandel i 2008 på 38,3% (mod 37,6% i 2007)⁴⁸. Af nedenstående figur fremgår det, at Carlsberg (Baltika) i de første 9 måneder af 2009 har forøget sin markedsandel til ca. 42% hvilket bekræfter den store udvikling som Carlsberg har i Rusland. Det fremgår yderligere, at Inbev er gået tilbage fra 19% i 2008 til 16% i 2009 hvilket er meget vigtigt, da Inbev er Carlsbergs største konkurrent i Rusland og samtidig verdens største bryggeri.



Tabel 7: Carlsbergs markedsandele i Rusland

I fjerde kvartal af 2008 lå Carlsberg (Baltika) med uændrede volumener, på trods af fald i den generelle markedsvolumen på 5,4%. Netop denne tendens er en del af Carlsbergs historiske strategi, nemlig at vinde markedsandele i lavkonjunkturer. I første kvartal af 2009 faldt det russiske markeds samlede volumen med hele 7%, men Carlsberg vandt markedsandele og sidder nu (ultimo 2009) på ca. 42%. For en yderligere analyse af væksten på markedet kan det nævnes, at man blandt andet i 2008 havde en stigning i salget af

⁴⁸ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 34

Tuborg-mærket på 35% og Kronenbourg-mærket steg hele 35%⁴⁹. Konkurrenceintensiteten i Østeuropa er således, i meget høj grad præget af Carlsberg og de øvrige spillere på markedet har det særligt svært efter Carlsbergs opkøb af Baltika i som det også fremgår, af markedsandelene i Rusland. Opkøbet betyder yderligere, at man vil opnå en række synergi- og stordriftsfordele i form af effektiviseringer i produktionen, logistik, distribution, salgskanaler og ikke mindst indkøb, hvor der nu virkelig er mulighed for at presse prisen på omkostningssiden. Fremtiden for den Østeuropæiske region forventes, på trods af faldet i den samlede volumen for markedet på 5,4% i 2008 samt en forventet tilbagegang i 2009 på 2%, at kunne fast holde de høje vækstprognoser som også var baggrunden for det store opkøb i 2008.

Asien

Carlsbergs aktiviteter i den asiatiske region udgjorde i 2008 kun 6% af Carlsbergs samlede omsætning, men de høje vækstrater gør regionen til et væsentligt marked for alle de store bryggerier. Regionen består som beskrevet, samlet set af en række modne markeder og række nye markeder. Carlsberg er en ledende international bryggerigruppe i Asien og har væsentlige positioner på de forskellige markeder, men forudser et stort vækstpotentiale for regionen som helhed. Konkurrenceintensiteten er præget af store vækstrater, Carlsberg havde således i 2008 en organisk vækst på volumen af ølsalget i Kina på 17%, nettoomsætningen for hele regionen steg 23% og i første kvartal af 2009 steg Carlsbergs volumen i regionen med 10%⁵⁰. Vækstraterne skal ses i lyset af, at Asien også er ramt af den økonomiske afmatning og i fremtiden må der forventes endnu større vækstrater. Regionen er samlet set et "nyt" marked for ølbranchen, men i takt med den økonomiske vækst i Asien og ændringerne i forbrugermønstret fra spiritus til øl har markedet et meget stort potentiale. Med de store vækstrater er der en utrolig stor konkurrence på markedet og truslen fra nye konkurrenter er stor og i fremtiden vil man i lighed med øvrige dele af verdenen formentlig se konsolideringer i regionen. Dette ser vi dog som værende en fordel for Carlsberg, som historisk har haft succes med sin strategi om, at skabe organisk vækst men også med opkøb og fusioner at skabe synergieffekter og stordriftsfordele.

⁴⁹ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 34

⁵⁰ <http://borsen.dk/investor/nyhed/162666/>

Af Porters Five forces er vi blevet bekendt med den nuværende konkurrenceintensitet på ølmarkedet. Det fremgår af analysen, at Carlsberg befinder sig i en branche, der er kendetegnet ved stor konkurrence, fra både andre ølproducenter samt fra producenter af substituerende produkter. Truslen fra potentielle nye konkurrenter vurderes samlet set som værende begrænset.

Benchmark analyse af Carlsberg og INBEV

Vi har foretaget en common size analyse af Carlsberg og INBEV, formålet er, at give en introduktion her i den strategiske analyse til, hvor Carlsberg adskiller sig fra verdens største bryggeri. Nogle af de ting vi har nævnt i den strategiske analyse vil også kunne ses ud af nedenstående relative analyse.

Common-size-analyse af Carlsberg og Inbev pr. 31/12 2008				
Resultatopgørelse				
	Carlsberg		INBEV	
	Mio. kr.	Pct.	Mio. kr.	Pct.
Nettoomsætning	59.944	100,00	119.970	100,00
Produktionsomkostninger	-31.248	52,13	-53.063	44,23
Bruttoresultat	28.696	47,87	66.906	55,77
Salgs- og distributionsomkostninger	-17.592	29,35	-31.665	26,39
Administrationsomkostninger	-3.934	6,56	-7.495	6,25
Andre driftsindægter netto	728	1,21	2.220	1,85
Andel af resultat efter skat i ass. virk.	81	0,14	350	0,29
Resultat af primær drift før særlige poster	7.979	13,31	30.316	25,27
Særlige poster	-1.641	2,74	-3.017	2,52
Finansielle indtægter	1.310	2,19	1.453	1,21
Finansielle omkostninger	-4.766	7,95	-9.798	8,17
Resultat før skat	2.882	4,81	18.954	15,80
Selskabsskat	324	0,54	-3.316	2,76
Koncernresultat	3.206	5,35	15.639	13,04
Heraf:				
Minoritetsinteresser	575	0,96	6.042	5,04
Aktionærer i henholdsvis Carlsberg og INBEV	2631	4,39	9.596	8,00
Balancen				
Aktiver				
	Carlsberg		INBEV	
	Mio. kr.	Pct.	Mio. kr.	Pct.
Langfristede aktiver:				
Immaterielle aktiver	84.678	59,09	392.036	64,71
Materielle aktiver	34.043	23,76	105.329	17,39
Kapitalandele i associerede virksomheder	2.224	1,55	36.769	6,07
Værdipapirer	118	0,08	1.282	0,21
Tilgodehavender	1.707	1,19	4.552	0,75
Udsudte skatteaktiver	1.254	0,88	4.992	0,82
Pensionsaktiver	2	0,00	45	0,01
Langfristede aktiver i alt	124.026	86,55	545.004	89,96
Kortfristede aktiver				
Varebeholdninger	5.317	3,71	15.542	2,57
Tilgodehavender fra kunder + Andre tilgodehavender	9.464	6,60	24.736	4,08
Tilgodehavende skat	262	0,18	3.107	0,51
Periodeafgrænsningsposter	1.211	0,85	-	0,00
Værdipapirer	7	0,00	1.445	0,24
Likvidebeholdninger	2.857	1,99	15.721	2,59
Kortfristede aktiver i alt	19.118	13,34	60.551	9,99
Aktiver bestemt for salg	162	0,11	276	0,05
Aktiver i alt	143.306	100,00	605.831	100,00
Passiver				
	Carlsberg		INBEV	
	Mio. kr.	Pct.	Mio. kr.	Pct.
Aktiekapital	3.051	2,13	9.194	1,52
Reserver	52.470	36,61	-25.205	-4,16
Egenkapital for aktionærer i Carlsberg A/S	55.521	38,74	136.160	22,47
Minoritetsinteresser	5.230	3,65	10.647	1,76
Egenkapital i alt	60.751	42,39	130.795	21,59
Langfristede forpligtelser:				
Gæld til pengeinstitutter mv.	43.230	30,17	257.105	42,44
Pensioner og lignende forpligtelser	1.793	1,25	16.108	2,66
Udsudt skat	9.803	6,84	64.649	10,67
Hensatte forpligtelser	1.498	1,05	4.262	0,70
Anden gæld	263	0,18	2.153	0,36
Langfristede forpligtelser i alt	56.587	39,49	344.277	56,83
Kortfristede forpligtelser:				
Gæld til pengeinstitutter mv.	5.291	3,69	64.597	10,66
Leverandørgæld	7.993	5,58	61.542	10,16
Tilbagebetalingsforpligtelse vedrørende emballage	1.455	1,02	-	0,00
Hensatte forpligtelser	677	0,47	2.451	0,40
Selskabsskat	279	0,19	2.168	0,36
Anden gæld mv.	9.905	6,91	-	0,00
Kortfristede forpligtelser i alt	25.600	17,86	130.758	21,58
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	368	0,26	-	0,00
Forpligtelser i alt	82.555	57,61	475.035	78,41
Passiver i alt	143.306	100,00	605.831	100,00

Tabel 8: Carlsbergs markedsandele i Rusland

For at få et overblik over Carlsbergs situation på et meget konkurrence præget marked (jf. portes five forces) er det vigtigt, at man i analyseøjemed benchmarker med de største i branchen. Vi har valgt at benchmarke Carlsberg med verdens største bryggeri, det belgiske INBEV. Formålet med denne common size analyse af Carlsberg og INBEV er at "spotte" generelle tendenser som Carlsberg i fremtiden kan drage nytte af. Analyse tager

udgangspunkt i de officielle regnskaber for 2008⁵¹, der er således af ressourcemæssige hensyn ikke foretaget en reformulering af henholdsvis Resultatopgørelsen og balancen, hvilket havde været ideelt. Begge regnskaber er aflagt efter IFRS og har fået en påtegning uden forbehold af KPMG.

I analysen af resultatopgørelsen, har vi valgt at benchmarke de enkelte poster med nettoomsætningen for de to selskaber, derved får vi et udtryk for, hvad hver enkelt salgskrone udgør af de enkelte poster i resultatopgørelsen. Det væsentligste i analysen af resultatopgørelsen er, at bruttoavance for Carlsberg er på ca. 48% mod 56% hos INBEV, differencen skyldes, at Carlsberg har større produktionsomkostninger, for hvert optjente krone - Carlsberg bruger 0,52 kr. produktionsomkostninger mod 0,44 kr. i hos INBEV. Denne analyse viser, at Carlsberg har en dyrere produktion end INBEV og at Carlsberg i fremtiden kan indhente værdi, ved at effektivisere sin produktion. Som tidligere nævnt i afhandlingen, har Carlsberg fokus på effektiviseringen i hele værdikæden og herunder produktionen, Carlsberg har lukket nogle bryggerier for at samle produktionen og skabe stordriftsfordele og iværksat excellence programmer. Disse initiativer er med til at skabe en forventning om, at Carlsberg kan forbedre sin bruttoavance betydeligt i forhold til det nuværende niveau. Det fremgår endvidere af resultatopgørelsen, at koncernresultatet relativt er mindre hos Carlsberg med 0,053 kr. pr. indtjenings krone mod 0,13 kr. hos INBEV, denne difference skyldes primært, at Carlsbergs produktion som nævnt er dyrere.

I analysen af balancen har vi benchmarket hver enkelt post i de to regnskaber med balancesummen. Af analysen af aktiverne fremgår det, at Carlsberg og INBEV er meget ens med mindre forskelle og tendenser. Under de kortfristede aktiver ses, at Carlsberg har en relativt større varebeholdning, dette siger noget om, at INBEV har været bedre til at styre sin varebeholdning og ikke har ligeså store lagerbindinger som Carlsberg. Tendensen skyldes blandt andet, at INBEV har været bedre til at styre sin produktion og at virksomheden har mere fordelagtige kontrakter med kunderne. Det fremgår videre af analysen, at Carlsberg har tilgodehavender fra kunder og andre på 6,6% mod INBEV's 4% af balancesummen, igen kan det blandt andet nævnes at INBEV har mere fordelagtige

⁵¹ Ved omregningen af INBEV's regnskab er brugt den officielle EUR kurs pr. 31/12 2008 på 7,4506 kr.

kontrakter med kunderne i forhold til betalingsbetingelser mv.. Carlsberg er ikke ligeså store som INBEV produktionsmæssigt og har derved sværere ved at "presse" kunderne.

Ved gennemgangen af passiverne ses en forskel på, hvordan Carlsberg og INBEV har finansieret sine aktiver, dette fremgår tydeligt af egenkapitalen. Carlsberg har en soliditetsgrad på 42,39% mod INBEV's 21,59%. Dette siger noget om, at INBEV forholdsomt har mere gæld end Carlsberg. Omvendt kan man sige, at Carlsberg i forhold til pengeinstitutterne har en bedre kreditværdighed og har været bedre til at nedbringe sin gæld hvilket er flot. Det at man har en god kreditværdighed kan have stor betydning for investorernes forventning til fremtiden, og dermed aktiens nuværende kurs. Som det fremgår af denne analyse vil Carlsberg i fremtiden have større mulighed for, at kunne finansiere fremtidige "store" konsolideringer og opkøb gennem lån. Det fremgår videre af de langfristede forpligtelser, at Carlsberg bruger 30% af sin balancesum på langfristet gæld mod INBEV's 42%, hvilket er i tråd med ovenstående forklaringer. Udviklingen i de kortfristede forpligtelser underbygger denne tendens.

4.3 Mikroforhold

Porters værdikædetæori viser hvilke områder hos Carlsberg, der er med til at øge eller reducere merværdier overfor kunden, og fremhæver derved de områder der kan forbedres, samt hvilke der kan udvikles for at opnå varige konkurrencefordele.

Som bekendt, tager modellen udgangspunkt i den enkelte organisations primære- og sekundære aktiviteter. De primære aktiviteter i form af de aktiviteter som har direkte indflydelse på produktion og levering, af det endelige produkt og de sekundære aktiviteter der støtter og hjælper til, at de primære aktiviteter udføres effektivt og på bedst mulig vis. Modellen opererer desuden med begrebet værdinetværk, som involverer eventuelle eksterne virksomheder, der i forbindelse med outsourcing, indgår i virksomhedens værdikæde.

Ideen med værdikæden er, at se på de forskellige aktiviteter isoleret set og nedenfor vil vi overordnet set identificere, hvor Carlsbergs fordele lægger i relation til deres sekundære aktiviteter. Efterfølgende vil vi gå i dybden med de primære aktiviteter, for at identificere hvor Carlsbergs evne til at skabe konkurrencefordele findes her.

Udover de traditionelle "**støtteaktiviteter**" som en velfungerende infrastruktur i organisationen, HR-funktion, IT-funktion og indkøb, arbejder Carlsberg som tidligere nævnt, ud fra effektiviseringsprogrammet 'Operational Excellence-program'. Programmet har til hensigt at effektivisere hele værdikæden, via en række tiltag og initiativer inden for produktion, administration, indkøb og logistik. Disse initiativer koncentrerer sig bl.a. om etablering af en indkøbsfunktion i absolut verdensklasse, samt standardisering og forenkling af forretningen.⁵² I de kommende år vil programmet særligt fokusere på yderligere effektivisering, via standardisering på tværs af de enkelte lande og på tværs af regioner⁵³. Rent praktisk har programmet eksempelvis betydet en ændring i bryggeristrukturen, herunder den velkendte lukning af bryggeriet i Valby og andre bryggerier, som bygger på dels besparelser dels effektivisering ved nye moderne produktionsanlæg. Endvidere har Operational Excellence-programmet betydet effektivisering af den administrative funktion via fælles, centrale afdelinger, såsom en fælles regnskabsfunktion osv. Alt i alt vurderes Carlsbergs Operational Excellence-program som værende en styrkende støttefunktion, dels i form af den effektiviserende effekt, dels fordi den via standardiseringer på tværs af landegrænser, hjælper med at opnå de fordele der ligger i at være en stor virksomhed.

Logistic Excellence er en del af Operational Excellence-program, og varetager effektivisering af både **Indgående logistik** og udgående logistik, her fokuseres for tiden på optimering af logistik og infrastruktur i relation til forbedring af kunde- og forbrugerservice⁵⁴.

Helt generelt producerer Carlsberg øl på 77 bryggerier, alene i Vesteuropa, Østeuropa og Asien, hvorom produktionen er koncentreret i takt med regionernes rolle som Carlsbergs primære forretningsområder. Der produceres også i begrænset grad udenfor disse regioner, men på disse markeder afsætter virksomheden mest af alt via eksport eller licensaftaler.

Carlsberg besidder med andre ord en lang række bryggerier, fordelt over især de tre kerneregioner, hvilket gør virksomheden i stand til hurtigt at producere og levere den efterspurgte mængde øl på rette sted. At Carlsberg ikke er afhængige af eksempelvis

⁵² Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 30

⁵³ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 21

⁵⁴ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 23

licensaftaler på deres primære forretningsområder er en stor fordel for selskabet. Aftaler som disse er nemlig forbundet med stor usikkerhed, idet en pludselig opsigelse af en sådan vil betyde afskæring fra det pågældende marked. Dette undgår Carlsberg i deres nuværende situation.

Produktionsprocessen har været under luppen hos Carlsberg i de seneste år og Production Excellence har betydet en optimering af produktionsnetværket. Helt konkret ved at koncentrere ølbrygningen på færre bryggerier i de enkelte lande⁵⁵. Konsolideringen af Carlsbergs bryggerinetværk, har til hensigt at opnå stordriftsfordele på moderne nyopførte eller renoverede produktionsanlæg, og vil fortsætte i de kommende år.

Som nævnt er det en del af Carlsbergs strategi at producere øl lokalt på deres primære forretningsområder, dermed opnår selskabet i forbindelse med deres **udgående logistik**, at være tæt på slutbrugeren hvad end der er tale om on-trade (restaurationer mv.) eller off-trade (detailhandel). I forbindelse med omtalte Excellence Logistic, indgår endvidere stor fokus på effektivisering af dette led af værdikæden. Programmet dækker over alt fra styring af lager og distributionscentre, til transport af varen mv..⁵⁶ Alt sammen har til hensigt at sikre, at slutbrugeren får sit produkt hurtigst og mest effektivt.

I forbindelse med de øvrige markeder, hvor Carlsberg ikke nødvendigvis har egne bryggerier og dermed afsætter via eksport, licensaftaler mv., har Carlsberg tilbage i 2001 oprettet et Corporate Center⁵⁷ med hovedsæde i Danmark. Afdelingen varetager kommunikation med diverse licenspartnere, eksport kunder mv. og skal sikre et godt samarbejde i virksomhedens værdinetværk, samt omkostningsminimering i forbindelse med disse aktører.

Carlsberg fører en aggressiv **salgs- og marketingsstrategi**. Der er som nævnt stor forskel på hvilke typer øl der drikkes på de forskellige markeder og derfor sker en stor del af markedsføring også lokalt således, at de lokale power-brands varetages af lokale medarbejdere, hvorved Carlsberg bedst når de lokale forbrugeres opmærksomhed i den

⁵⁵ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 6

⁵⁶ <http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Documents/ShareholderNEWS/8%20November%202006%20Carlsberg%20News%20Danish%20Version.pdf>

⁵⁷ <http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Documents/ShareholderNEWS3/14%20February%202002%20Carlsberg%20News%20Danish%20Version.pdf>

enkelte region. For alligevel at opnå synergieffekter ved denne lokale markedsføringsstrategi, har Carlsberg etableret et såkaldt power brand-netværk på koncernniveau, som giver mulighed for at udveksle ideer og erfaringer. Herved opnås en ensartethed i eksponeringen af de forskellige mærker og Carlsbergs salgs- og marketingsressourcer, og viden om forbrugerne udnyttes optimalt.

De store brands som Carlsberg, Kronenbourg, 1664, Baltika, Tuborg mv. udgør naturligvis styrken i Carlsbergs produktportefølje, hvorfor markedsføringsintensiteten af disse mærker også er særlig stor. Disse markedsføres i høj grad som internationale brands, frem for lokale øl.

Carlsberg er desuden involveret i en lang række sportsrelaterede sponsoraftaler. Ikke kun i forbindelse med brandet Carlsberg, men også i forbindelse med mange af de andre store brands i Carlsbergs produktportefølje. Der er særligt tale om sponsorater til en lang række sportsgrene, hvor især internationale fodboldklubber og fodboldarrangementer er en del af Carlsbergs sponsorstrategi. Eksempler på disse typer sponsorater er eksempelvis EURO2008, UEFA og fremadrettet VM 2010.

Også Carlsbergs tætte konkurrenter benytter sponsorater af bl.a. sportsgrene, til at promoverer sig. Det er dog forskelligt hvor meget de fem store bryggerigiganter benytter sig af reklameformen. Som nævnt gør Carlsberg stor brug af sponsorater i deres marketingstrategi, og det samme gør sig gældende for Heineken som bl.a. sponsorerer UEFA Champions League, derimod er hhv. AB-InBev og SabMiller ikke helt så aggressive i denne form for markedsføring.

Ved denne aggressive brug af sponsorater opnår brandet Carlsberg en stor reklameværdi og selskabet rammer en stor del af forbrugerne. Skulle man tale segmenter kan netop fodboldseere (som oftest karakteriseret mænd) meget vel kategoriseres som Carlsbergs hovedsegment. Dels fordi, at mænd historisk set indtager flere øl end kvinder og fordi at, 'et par øl til kampen'⁵⁸ efterhånden er synonym med at se en fodboldkamp. Dette er et resultat af Carlsbergs, og andre konkurrerende brands som Heinekens, intensive og ikke mindst succesfulde markedsføring. Carlsberg markedsføre eksempelvis sig selv ved

⁵⁸ Jf. Carlsbergs brand i dansk fodbold.

"Carlsberg- part of the game" eller lokalt set i Parken i Danmark "Husk et par kolde Carlsberg til kampen".

På BTC-markedet er **service** ikke, som udgangspunkt en væsentlig aktivitet i Carlsbergs værdikæde. Det er klart, at virksomheden stræber efter en god kundeservice da det i sidste ende er en del af det solgte produkt, men eftersom Carlsberg ikke sælger direkte til den endelige forbruger, men derimod går igennem mellemlid i form af detailhandel (off-trade) og restauranter mv. (on-trade) fokuserer Carlsberg i højere grad på service til dette BTB-marked, hvorom vi har afgrænset os fra.

Ikke desto mindre er det klart, at service uundgåeligt er en del af en god værdikæde, hvilket er essentielt for at drive god forretning og for at drage konkurrencefordele. Derfor er kundeservice også en naturlig del af Carlsbergs Operational Excellence-program, hvorigennem virksomheden eksempelvis ønsker at forbedre kunde- og forbrugerservicen, i forbindelse med en generel optimering af virksomhedens infrastruktur og logistik, som også nævnt i relation til indgående logistik.

4.3 Strategier

4.3.1 Carlsbergs Konkurrencestrategi

Carlsbergs evne til at drive profitabel forretning, afhænger ikke kun af branchens struktur, men også af de strategiske beslutninger virksomheden foretager i relation til at positionere sig selv.



Der er, som beskrevet tidligere, en høj grad af konkurrence blandt de store bryggerier og alle forsøger de at differentiere sig ved at udbyde et særligt produkt igennem diverse brands.

Figur 9: Strategic Clock⁵⁹

Generelt er det Carlsbergs målsætning at øge premium-segmentets andel af den samlede produktporteføljen (jf. afsnit 3.4) gennem deres egne premium- og superpremium mærker såsom Carlsberg, Tuborg, 1664, Grimbergen og Jacobsen.⁶⁰ Det vil sige at Carlsberg i henhold til Strategic-clock, overordnet set fører en Differentieret konkurrencestrategi, hvormed hensigten er at sælge et gennemsnitligt bedre produkt til enten samme pris eller en lidt højere pris. Dette kombineret med en Fokuseret differentieringsstrategi, hvor specialprodukter som danske Jacobsen, har en betydelig høj kvalitet og prisen på samme vis er høj.

Dette er som sagt en overordnet strategi, der findes en enkeltstående strategi for hvert af de tre primære forretningsområder og endvidere for hvert enkelt land, som også beskrevet tidligere. De enkelte prissegmenters størrelse varierer nemlig ikke kun fra marked til

⁵⁹ www.marketingteacher.com

⁶⁰ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 20

marked, men også fra land til land. For eksempel har Frankrig som nævnt et stort premium- og superpremium segment, mens discountprodukter er mere udbredte i for eksempel Tyskland⁶¹.

For forretningsområderne isoleret set, er det gældende, at Carlsberg på det vesteuropæiske marked kraftigt satser på øget fokus på premium- og superpremiumsegmentet. På det østeuropæiske marked fokuseres ligeledes på premiumsegmentet, her ved at lægge fokus på styrkelse af varemærkeportefølje. Der fokuseres endvidere fortsat på opbygning af mindre og nye markeder i Østeuropa. På det asiatiske marked fokuser Carlsberg mest af alt på at styrke eksisterende markeder, men også styrkelse af varemærkeporteføljen.

4.3.2 Vækstprognoser

Vækstprognoseanalysen sker via BCG Modellen der som bekendt er baseret på to faktorer, hhv. markedsvækst og relativ markedsandel, hvor sidst nævnte er et mål for Carlsbergs generelle styrke i forhold til konkurrenterne. Modellens formål er at give et overblik over virksomhedens fremtidige cash flow. Hvis virksomheden ikke har nye forretningsområder når de gamle på sigt udfases, vil cash flowet gå ned. Der skal således investeres i nye markeder for at skabe en stabil vækst på langt sigt.

Hvert forretningsområde placeres i BCG-modellen i forhold til faktorerne markedsvækst og relativ markedsandel. Derved vil Carlsbergs tre forretningsområder blive placeret i forhold til de fire kategorier som modellen operer med. BCG-modellen skal ses som en dynamisk model, idet et nyt forretningsområde starter som et "Question mark", bliver til en "Star", dernæst en "Cash cow" og ender som en "Dog", alt efter hvordan forretningsområdet udvikler sig mht. markedsvækst og relativ markedsandel. Carlsbergs tre forretningsområder består som bekendt af en masse individuelle markeder, og når vi i denne model skal placere hvert enkelt forretningsområde, vil vi tage en generel betragtning af de underliggende markeder, med det formål, at se forretningsområdet som en helhed. Analysen udarbejdes således, da det vil blive alt for omfangsrigt, hvis vi skal analysere hvert enkelt marked/produkt.

⁶¹ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 18

4.4 Carlsbergs vækstprognose for forretningsområderne

4.4.1 Nord- og Vesteuropa

I forretningsområdet Nord- og Vesteuropa er Carlsberg markedsledende på flere markeder og har betydelige positioner på andre. Det samlede ølsalg var i 2008 på 51,0 mio. hl mod 44,4 hl i 2007, dette tal er dog inklusiv opkøbte aktiviteter. Den organiske vækst var på -1,6%, hvilket var på niveau med den generelle markeds tendens for hele forretningsområdet⁶². Nettoomsætningen steg i 2008 16% til 37.128 mio. kr. med en organisk vækst på 3%. Det er værd at bemærke, at selv om Carlsberg organisk har skruet ned for volumen, har virksomheden formået, via effektiviseringer at øge omsætningen i 2008. Markedsvæksten for ølsalget har generelt over de sidste år ikke været særlig stor, hvilket kan ses af den historiske udvikling i den organiske vækst. Udviklingen bekræftes også af forretningsområdets modenhed i forhold til "PLC-kurven" og af, at Carlsberg har fokus på effektiviseringer frem for volumen. Nord- og Vesteuropa er en "Cash cow", der historisk genererer betydelige cash flow til Carlsberg. I 2008 steg resultatet af den primære drift 17% til 3.953 mio. kr. (mod 3.383 mio. kr. i 2007) den organiske vækst korrigeret for engangsposter var -2%, hvilket er generelt for branchen. Nord og Vesteuropa er klart Carlsbergs "Cash cow" med en lille vækstrate og en stor markedsandel, der historisk generer store cash flow. Carlsberg vil i fremtiden opleve en lille organisk vækst, men der er muligheder for at få nye markedsandele via konsolideringer.

4.4.2 Østeuropa

Carlsberg har med opkøbet af BBH i Østeuropa skabt sig en meget betydelig position på det samlede marked som primært er Rusland. Carlsberg henter som nævnt 85% af sin omsætning for hele regionen og ca. 48% af hele Carlsbergs driftsresultat⁶³.

I Rusland havde Carlsberg i 2008 en markedsandel på 38,3% (37,6% i 2007) og i første kvartal af 2009 var markedsandelen steget til 39,9%. Carlsberg forventer, at markedsvæksten på volumen generelt på det russiske marked falder 10% for 2009, men at man alligevel vil øge sine markedsandele. Denne strategi har man set i andre dele af koncernen og det er forventeligt når man er markedsledende, at man vinder markedsandele i de dårlige tider. I 2008 oplevede man stor stigning i omsætningen og den organiske vækst steg 20% for hele regionen, endvidere var den organiske vækst i

Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 31

⁶³ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side 34

resultatet af den primære drift på 18%. Carlsberg har store forventninger til den Østeuropæiske forretning og man forventer på sigt høje vækstrater for volumen, og stigninger i markedsandelene. Østeuropa er med sine store markedsandele og vækstrater en klar Star og mange analytikere har beskrevet den russiske forretning som Carlsbergs guldæg. I sommeren 2009 er den russiske regering kommet med et lovforslag omkring ølafgifter (jf. PESTEL), som vil have stor betydning for Carlsberg. Flere analytikere har i kursmålet indregnet en forventet stigning i ølafgiften på det russiske marked, men investorerne frygter en større stigning på op imod 200% af den nuværende afgift, dette skal desuden ses i lyset af, at konkurrenten Heineken valgte at lukke to bryggerier i Rusland i efteråret 2009⁶⁴ som kunne tyde på at de ser negativt på fremtiden i Østeuropa.

4.4.3 Asien

Den asiatiske forretning udgør som beskrevet kun 6% af Carlsbergs samlede omsætning, men Carlsberg besidder væsentlige markedspositioner og Asien har et meget stort vækstopotientiale. Som bekendt dækker Asien et utroligt stort geografisk område og består af mange delmarkeder, som befinder sig i forskellige dele af deres vækstkurver ud fra "PLC-kurven" - men samlet set, er der en utrolig stor vækst i området. I regionen steg den organiske vækst på ølsalget med 13% i 2008 og den organiske stigning i omsætningen var på 24% (til 3.555 mio. kr. i 2008). Resultatet af den primære drift steg organisk med hele 40% (til 511 mio. kr.). Den asiatiske forretning er med sine høje vækstrater og betydelige markedsandel en "Star" for Carlsberg, men vi vurderer, at Asien kun er i begyndelsen af sin Star periode, idet Carlsbergs markedsandele ikke er så store og fordi man i fremtiden vil se en stor vækst på netop dette forretningsområde.

Opsummerende har Carlsberg således et forretningsområde i kategorien "Cash cow", nemlig Nord- og Vesteuropa. De resterende to forretningsområder er begge kategoriseret som Stars. Nord- og Vesteuropa er en klar Cash cow, med et historisk stort overskud der genererer nettolikviditet og er en moden virksomhed med modne markeder. Østeuropa er med sine høje vækstrater på 20% og sin store markedsandel en klar Star. Asien har også høje vækstrater, men markedsandelene er mindre og vi vurderer derfor, at Asien kun er i begyndelse af sin Star periode. BCG modellen er som bekendt dynamisk, og om nogle år

⁶⁴ Artikel <http://borsen.dk/investor/nyhed/169417/>

vurderer vi, at Asien vil være en klar "Star" der leverer en meget større del end de nuværende 6% af Carlsbergs samlede omsætning. Carlsbergs fordeling af forretningsområder i BCG modellen vurderer vi er fordelagtig, idet der er en god blanding af modne regioner og regioner med stor vækst. Man kan vurdere om Carlsberg på længere sigt bør revurdere sin fordeling af "Question marks". Vi mener imidlertid, at der i den Østeuropæiske og Asiatiske forretning, er så stort et vækstpotentiale, at man ikke skal være bekymret for Carlsbergs fremtidige fordeling i forhold til BCG modellen.

Nedenstående har vi placeret forretningsområderne i BCG modellen.

		Markedsandel	
		Høj	lav
Markedsvækst	Høj	<u>Stars</u> Østeuropa og Asien Overskud: Lavt, stabilt og voksende Cash Flow: Neutralt Strategi: Investerer i vækst	<u>Questionmarks</u> Overskud: Lavt, ustabilt og voksende Cash Flow: Negativt Strategi: Valg mellem 'Star' og 'Dog'
	lav	<u>Cash Cows</u> Nord- og Vesteuropa Overskud: Stort og stabilt Cash Flow: Stort og stabilt Strategi: Udnyt Cash Flow alternativt	<u>Dogs</u> Overskud: Negativt Cash Flow: Neutralt eller negativt Strategi: Afvikling

Figur 10: Carlsbergs BCG-matrix

4.5 SWOT

Som en kort opsummering, og en konklusion på Carlsbergs situationsanalyse i øvrigt, opsamler vi nu i en SWOT-model de forhold, der ifølge vores analyse, gør sig gældende på markedet og i virksomheden. Det er vores hensigt udelukkende at påpege de af Carlsbergs styrker og svagheder, der i vores øjne vil være relevante i forhold til at varetage de udfordringer og muligheder, der eksisterer i virksomhedens branche og omverden. Det er vigtigt at påpege, at forholdene naturligvis er relativt bedømt, idet de via analysen er holdt op imod konkurrenternes forhold.

Målet med denne SWOT-model er at komme nærmere et svar på vores, i problemformuleringen stillede spørgsmål om, hvorledes værdien af Carlsbergs aktie skal værdiansættes, samt hvorvidt denne værdi er korrekt i forhold til de forhold der er gældende for Carlsberg. Udfordringen er givetvis at føre mulighederne ud i livet, på trods af svage sider og trusler fra omverden.

Det væsentlige i opsamlingen i SWOT-modellen er, at de nævnte forhold bør være relative styrker, svagheder, muligheder eller trusler i forhold til de øvrige aktører i ølbranchen. Ved nogle af de nævnte forhold kan det dog diskuteres, hvorvidt de er relative eller generelle for flere aktører. Dette kan være i spørgsmålet omkring livsstilsændringer, modetendenser hos forbrugeren og udviklingen i skatte- og afgiftspolitik. Disse er dog taget med ud fra den betragtning, at det er væsentlige faktorer for Carlsbergs fremtidige indtjening og dermed væsentlige for vores videre behandling af værdiansættelsen af Carlsber

Strengths	Weaknesses
- Stærkt Brand - Stærk forretningsportefølje - God varemærkeportefølje - Genere stort cash flow - Evne til at udnytte erfarings- og stordriftsfordele - Stor Knowhow i branchen - Stærke interne 'støttefunktioner', fx Operationel Excellence-program - Uafhængighed af licensaftaler på primære forretningsområder	- Stor konkurrenceintensitet - Store kapitalbindinger - Carlsberg er en stor international spiller på verdensmarkedet, dog mindre end konkurrenterne, hvilket betyder at virksomheden ikke har samme investeringsmuligheder.
Opportunities	Threats
- Nye forretningsområder - Livsstilsændringer "positivt" - Store vækstmuligheder i Østeuropa samt i Asien - Opkøb af konkurrerende virksomheder - Indkomstforhold "positivt" - Modetendenser "positivt" - Udvikling i teknologi "positivt" - Kulturelle forhold "positivt"	- Valutakursernes udvikling - Verdensøkonomiens tilstand - Livsstilsændringer "negativt" - Skatte- og afgiftspolitik (pt. særligt i Rusland) - Rygepolitik - Risiko for fejlinvesteringer i nye markeder - Lovkrav vedr. udskænkning - Indkomstforhold "negativt" - Modetendenser "negativt" - Udvikling i teknologi "negativt" - Begrænsninger i fbm. miljøpolitik - Kulturelle forhold "negativt"

Figur 11: Carlsbergs SWOT analyse

Ovenfor fremgår således resultatet af vores strategiske analyse i punktform. Heri fremgår det, at Carlsberg i fremtiden skal udnytte sit stærke brand og sin store erfaring til at udvide virksomhedens forretning, og vinde markedsandele.

Den store knowhow, kombineret med en velfungerende intern infrastruktur, hvor hele produktionsapparatet, lige fra råvarer til slutprodukt (værdikæden) bidrager positivt til en god position på markedet, sætter Carlsberg i en god position. Når dette er sagt, skal konkurrencen fra de fire store (større) bryggerier Anheuser-Busch Inbev, Sab-Miller, Modelo og Heineken ikke undervurderes. Carlsberg øger ikke markante markedsandele ved at tænke småt, det skal sikres, at de hele tiden er på niveau (og gerne bedre) med de andre store udbydere, og dette er en udfordring.

Som beskrevet i vores Porters Five Forces analyse, vil fremtiden i ølbranchen være præget af opkøb og konsolideringer, og her vil bryggerier som fx Anheuser-Busch Inbev have sværere ved at rejse kapital gennem pengeinstitutter til investeringer grundet en (meget) mindre soliditetsgrad end Carlsberg, omvendt kan der argumenteres for, at Anheuser-Busch Inbev har en større aktionærkreds og derigennem vil kunne rejse yderligere kapital. Med andre ord skal Carlsberg i høj grad udnytte sine stærke sider for at efterleve den hårde konkurrence. Endvidere skal Carlsberg være i stand til at se muligheder. Vi har analyseret en række makroforhold der kan påvirke Carlsberg positivt, hvis muligheden gribes og udnyttes. Omvendt kan mange af de muligheder vendes til at være direkte trusler mod Carlsbergs forretning, hvis virksomheden enten ikke formår at se mulighederne, eller hvis forholdene ikke peger positivt mod ølbranchen i det hele taget.

Endelig skal det holdes for øje, at det ikke er konkurrenterne alene der udgør en stor udfordring. I PESTEL analysen fremgik det at mange omverdensfaktorer har påvirkning på ølbranchen, et eksempel herpå er mulighederne på det russiske marked der udfordres af øgede ølafgifter. Således spiller mange forhold ind i Carlsbergs fremtidige udsigter, og den viden vil senere i opgaven have stor betydning for vores forventninger til Carlsberg i fremtiden og dermed vores værdiansættelse pr. 31. december 2009.

5. Regnskabsanalyse

I den forestående del af opgaven, er det vores hensigt at foretage en kritisk regnskabsanalyse af Carlsberg for perioden 2004-2008, formålet er at skabe et overblik over Carlsbergs økonomiske situation.

Hensigten er dels at vurdere Carlsbergs historiske finansielle performance, dels analysere hvilke value drivers der ligger bag denne performance. Dette vil blive gjort ved hjælp af både absolutte tal (fx via resultatopgørelse og balance) og relative tal (nøgletal). For at vurdere niveauet af Carlsbergs finansielle performance vil vi sammenligne denne med branchens øvrige store virksomheder.

På baggrund af regnskabsanalysens konklusioner vil vi kunne opstille proforma årsregnskaber, som sammen med den strategiske analyse, vil danne ramme for den efterfølgende værdiansættelse af Carlsberg.

Inden selve regnskabsanalysen foretages er det væsentligt, at vi sikrer os, at den anvendte regnskabspraksis er identisk og vedvarende hen over hele den analyserede periode. Er den anvendte regnskabspraksis ikke kontinuerlig, vil det ikke være muligt at sammenligne regnskaberne og dermed vurdere udviklingen i Carlsbergs finansielle performance.

Helt konkret skal vores regnskabsanalyse identificere, hvorledes driften har udviklet sig, og hvorledes dette har været finansieret. Man skelner med andre ord imellem driftsrelaterede poster og finansielle poster. Hvor der, i den almene årsrapport, ikke er taget højde for opdelingen af hhv. driftsaktivitet og finansieringsaktivitet, er det nødvendigt for os at foretage en reformulering af både egenkapitalen, balancen, resultatopgørelsen og Carlsbergs pengestrømsopgørelse.

Efter at have identificeret Carlsbergs driftsaktivitet og finansielle aktivitet vil vi foretage en analyse af Carlsbergs aktuelle nøgletal for perioden, dette med udgangspunkt i de reformulerede tal. Til denne analyse vil vi benytte den udvidede DuPont-pyramide som tager udgangspunkt i egenkapitalforrentningen, ROE, og de underliggende finansielle værdidrivere bag denne.

Ydermere vil vi foretage en vækstanalyse, hvor vi vil vurdere Carlsbergs evne til at skabe vækst. Dette vil vi gøre ved at se på ændringerne i residualindkomsten, frem for niveauet, samt ved at korrigere for usædvanlige poster, således at kun de permanente elementer indgår i analysen. Endelig vil vi foretage analyse hvilke risici der forbundet med Carlsbergs forretning, samt kort se på virksomhedens soliditetsgrad.

På baggrund af den samlede regnskabsanalyse samt den strategiske analyse vil vi herefter foretage budgettering for Carlsberg.

5.1 Revisors påtegning

Revisionen af Carlsbergs årsregnskaber har været udført af KPMG i alle de fem år vi ligger til grund for den historiske regnskabsanalyse.

Der har i de år vi skal beskæftige os med, ikke været anledning til at tage forbehold for revisionen, hvilket indikere at Carlsbergs regnskaber, som udgangspunkt har en vis form for pålidelighed. Ligeledes har revisionen i alle årene påpeget, at regnskaberne er aflagt i fuld overensstemmelse med den lovgivning der har været relevant i forbindelse med aflæggelse af regnskaberne.

5.2 Anvendt regnskabspraksis

Carlsbergs årsrapport for 2004 blev udarbejdet i overensstemmelse med Årsregnskabsloven pr. 7. juni 2001 (klasse D) gældende danske regnskabsvejledninger og Københavns Fondsbørs' øvrige krav til regnskabsaflæggelse.⁶⁵

Med virkning fra 1. januar 2005 ændrede Carlsberg imidlertid anvendt regnskabspraksis i overensstemmelse med kravene fra International Financial Reporting Standards (IFRS).

Ændringen af anvendt regnskabspraksis har naturligt haft betydning på en række områder i Carlsbergs regnskab, blandt andet på indregning og afskrivning af Goodwill, på hensættelser vedrørende forpligtelser til pensioner, indregning af restruktureringsomkostninger i forbindelse med opkøb af virksomheder samt på mange andre områder.

⁶⁵ Carlsberg Group's Annual Report 2004, side 50

Som nævnt giver ændringer i anvendt regnskabspraksis normalt anledning til problemer i forbindelse med vurdering af udviklingen i regnskaberne, i den analyserede periode. Carlsberg har imidlertid udarbejdet sammenligningstal for 2004 i overensstemmelse med IFRS' krav, således at det er muligt at sammenligne 2004-tal med 2005-tal⁶⁶. Ændringen i den anvendte regnskabspraksis får således ikke betydning for vores analyse.

5.3 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalopgørelsen reformuleres for at danne et overblik over udviklingen i egenkapitalen henover den 5-årige analyseperiode. Årsregnskabets egenkapitalopgørelse viser alle transaktioner og posterings der berører ejernes egenkapital i virksomheden, foretaget i perioden og den viser således, hvilke faktorer der har haft indflydelse på udviklingen.

Når man analyserer egenkapitalen er man imidlertid interesseret i at se på alle de overskudsgivende elementer en virksomhed genererer. Derfor er det ikke tilstrækkeligt at se på nettoresultatet i resultatopgørelsen, idet nettoresultatet ikke indeholder de værdiændringer der er ført direkte på egenkapitalen. Ved at reformulere egenkapitalen, finder man en totalindkomst som synliggør alle periodens værdiændringer, hvad end de er ført i resultatopgørelsen eller direkte på balancen under egenkapitalen. Den reformulerede egenkapitalopgørelse består derved af følgende komponenter:

$$\text{Egenkapital}_{\text{ultimo}} = \text{Egenkapital}_{\text{primo}} +/- \text{Totalindkomst} +/- \text{Transaktioner med ejerne.}^{67}$$

Grunden til at egenkapitalopgørelsen reformuleres er således i bund og grund bliver lavet er altså for at finde nettodividenden, for derefter at identificere dirty-surplus posterne og derved udlede totalindkomsten.

Nedenfor viser vi i tabel 12 og 13, dels Carlsbergs Egenkapitalopgørelse anno 2008, dels vores reformulering af samme. Reformuleringerne for de øvrige regnskabsår fremgår i bilag 3.

⁶⁶ Carlsberg Group's Annual Report 2005, side 8

⁶⁷ Strategisk Regnskabsanalyse, 2. Udgave. Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen, side 108.

Carlsbergs officielle egenkapitalopgørelse for 2008

Egenkapitalopgørelse								2008
Mio. kr.	Aktiekapital	Valuta- omregning	Dagsværdi- ændringer	Overført resultat	Reserver i alt	Kapital og reserver i alt	Minoritets interesser i	Egenkapita
Egenkapital pr. 1. januar 2008	1.526	-170	67	17.198	17.095	18.621	1.323	19.944
Årets indregnede indtægter mv. og omkostninger, jf. særskilt opgørelse		-6.530	-1.606	15.554	7.418	7.418	1.788	9.206
Kapitaludvidelse	1.525				28.413	29.938	15	29.953
Køb/salg af egne aktier					2	2		2
Betalt udbytte til aktionærer				28.413	-458	-458	-265	-723
Køb af minoriteter				2			-26	-26
Tilgang ved køb af virksomheder				-458			2.389	2.389
Afgang ved salg af virksomheder							6	6
Egenkapitalbevægelser i alt	1.525	-6.530	-1.606	43.511	35.375	36.900	3.907	40.807
Egenkapital pr. 31.12.2008	3.051	-6.700	-1.539	60.709	52.470	55.521	5.230	60.751

Tabel 12: Carlsbergs egenkapitalopgørelse⁶⁸.

Reformuleret Egenkapitalopgørelse			
Saldo pr. 31/12-2007			19.944
Transaktioner med ejere:			
Kapitaludvidelse	29.953		
Køb af egne aktier	2		
Betalt udbytte	-723		29.232
Totalindkomst vedrørende Carlsberg fratrukket minoriteter:			
Årets resultat	3.206		
Dirty surplus	6.000		
Åretsresultat vedrørende minoriteter	-575		
Dirty surplus vedrørende minoriteter	-1.213		7.418
Vedrørende minoriteter:			
Køb af minoriteter	-26		
Tilgang ved køb af virksomheder	2.389		
Afgang ved salg af virksomheder	6		
Dirty surplus vedrørende minoriteter	1.213		
Åretsresultat vedrørende minoriteterne	575		4.157
Saldo pr. 31/12-2008			60.751

Tabel 13: Reformuleret Egenkapitalopgørelse.

Som det fremgår, er den reformulerede egenkapitalopgørelsen blevet opdelt i hhv. transaktioner med ejere, totalindkomst og desuden har vi adskilt transaktioner vedr.

⁶⁸ Kilde: Carlsberg Group's Annual Report 2008

minoriteter. I totalindkomsten er årets resultat vedr. minoriteter og ligeledes dirty-surplus vedr. samme, ligeledes holdt udenfor. Totalindkomsten består således af nettoresultatet samt en række dirtysurplus poster. Carlsbergs Dirty-surplus poster består af virksomhedens ikke-resultatførte værdireguleringer, valutakursreguleringer samt øvrige reguleringer såsom pensionsforpligtelser, regulering ved trinvis overtagelse af dattervirksomheder mv.

5.4 Reformulering af Balancen

I vores reformulering af den officielle balance har vi foretaget en reklassificering så balancen består af driftsaktiver og finansielle aktiver samt driftsforpligtelser og finansielle (rentebærende) forpligtelser. Baggrunden for reformuleringen er, at vi skal kunne beregne nøgletal som er valide og som kan bruges i vores senere budgettering og værdiansættelse af Carlsberg, desuden identificerer den reformulerede balance hvad Carlsberg tjener sine penge på – noter fra Carlsbergs årsrapport er derfor også inddraget, hvor det har været nødvendigt.

Vi har foretaget vores reklassificering således, at de poster som fx vedrører driften i resultatopgørelsen, er klassificeret i driften i balancen, herunder er pensioner indregnet som henholdsvis et driftsaktiv og en driftsforpligtelse i balancen, hvilket er i tråd med vores reformulering af resultatopgørelsen. I vores driftsaktiver har vi valgt at inddrage en post benævnt Likvide beholdninger, posten er beregnet som 1% af nettoomsætninger og skal ses som værende en buffer som bruges til den "daglige" likviditet til betaling af regninger mv.

Reformuleret Balance	2008	2007	2006	2005	2004
Mio. kr.					
Driftsaktiver					
Immaterielle aktiver	84.678	21.205	21.279	9.465	8.240
Materielle aktiver	34.043	22.109	20.367	19.980	19.291
Kapitalandele i associerede virksomheder	2.224	622	579	1.081	1.586
Tilgodehavender	1.707	1.476	1.139	1.235	1.290
Periodeafgrænsningsposter	1.211	950	917	587	610
Varebeholdninger	5.317	3.818	3.220	2.866	2.883
Udskudte skatteaktiver	1.254	733	822	882	850
Pensionsaktiver	2	11	14	21	0
Tilgodehavender fra kunder	6.369	6.341	6.108	5.979	6.261
Tilgodehavende skat	262	62	84	132	84
Andre tilgodehavender	3.095	1.453	1.145	2.989	1.330
Likvide beholdninger	599	447	410	380	362
Aktiver bestemt for salg; heraf materielle	122	34	72	77	63
Driftsaktiver i alt	140.883	59.261	56.156	45.674	42.850
Driftsforpligtelser					
Pensioner og lignende forpligtelser	1.793	2.220	2.006	2.037	1.869
Hensatte forpligtelser langfristet	1.498	249	366	185	159
Anden gæld langfristet	263	20	54	65	18
Udskudt skat	9.803	2.191	2.425	1.522	1.555
Leverandørgæld	7.993	5.833	5.147	4.481	4.069
Tilbagebetalingsforpligtelse vedrørende emballage	1.455	1.207	1.159	1.224	1.260
Hensatte forpligtelser kortfristet	677	494	466	561	481
Selskabsskat	279	197	187	574	652
Anden gæld mv. kortfristet	9.905	5.611	4.856	4.818	4.502
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	368	0	1	10	0
Driftsforpligtelser i alt	34.034	18.022	16.667	15.477	14.565
Nettodriftsaktiver	106.849	41.239	39.489	30.197	28.285
Nettofinansielle Aktiver					
Værdipapirer langfristet	118	123	170	2.641	595
Værdipapirer kortfristet	7	34	8	109	7
Likvide beholdninger	2.258	1.802	2.080	1.740	1.383
Aktiver bestemt for salg; heraf finansielle	40	0	37	42	0
Nettofinansielle Aktiver i alt	2.423	1.959	2.295	4.532	1.985
Nettofinansielle forpligtelser					
Gæld til pengeinstitutter mv.	48.521	23.254	22.797	21.420	19.218
Nettofinansielle forpligtelser i alt	46.098	21.295	20.502	16.888	17.233
Egenkapital	60.751	19.944	18.987	13.309	11.052

Figur 14: Reformuleret Balance.

I ovenstående figur ses den reformulerede balance for Carlsberg for 2004-2008, her fremgår det, hvordan den er delt op i driftsaktiver og -forpligtelser, samt finansielle aktiver og forpligtelser. Den er altså delt op efter, hvad der tilhører produktion og salg, og i hvad der medvirker til at skaffe den nødvendige kapital. Ved at opdele på denne måde kan vi se, hvordan Carlsberg skaber værdi fra driften på baggrund af den investerede kapital i driften. Heraf kan vi se, at Carlsberg har netto driftsaktiver, som repræsenterer den kapital, der reelt er medgået i processen for at få driftsoverskuddet. Det fremgår i øvrigt af analysen, at det store opkøb i 2008 har haft stor betydning for Carlsberg og dermed balancen, opkøbet af S&N er i balancen indregnet under de immaterielle aktiver som Goodwill og Varemærker, som er grunden til den store stigning i balancesummen. Den finansielle aktivitet i Carlsberg er negativ, hvormed denne ikke bidrager positivt i virksomhedens indtjening. Nederst i opgørelsen ses egenkapitalen, som stemmer overens med egenkapitalen ultimo fra den reformulerede egenkapitalopgørelse.

5.5 Reformulering af Resultatopgørelsen

Nedenfor i tabel 15 fremgår Carlsbergs reformulerede resultatopgørelse:

Reformuleret Resultatopgørelse	2008	2007	2006	2005	2004
Nettoomsætning	59.944	44.750	41.083	38.047	36.284
Produktionsomkostninger	-31.248	-22.423	-20.151	-18.879	-18.065
Fratrukket afskrivninger	2512	1647	1731	1666	1604
Bruttoresultat	31.208	23.974	22.663	20.834	19.823
Salgs- og distributionsomkostninger	-17.592	-14.528	-14.173	-13.332	-12.833
Administrationsomkostninger	-3.934	-3.123	-3.065	-2.961	-2.807
Af- og nedskrivninger	-2.512	-1647	-1731	-1666	-1604
Driftsoverskud fra salg (før skat)	7.170	4.676	3.694	2.875	2.579
Skat herpå	22	-1.074	-961	-621	-356
Driftsoverskud fra salg	7.192	3.602	2.733	2.254	2.223
Andre driftsindtægter tillagt kalkuleret forventet afkast på					
aktiver i ydelsesbaseret pensionsordninger	1.486	1.254	993	1.026	1.414
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	81	101	85	232	210
Andre driftsomkostninger tillagt kalk. rente på forpl. i					
ydelsesbaseret pensionsordning	-790	-771	-715	-615	-790
Skat på andet driftsoverskud	-294,5	-233,25	-184,8	-195,44	-323,4
Særlige poster	-1.641	-427	-160	-386	-598
<i>Dirty Surplus poster:</i>					
Valutakursreguleringer	-7.515	-670	-419	1100	-75
Værdireguleringer	-1.606	-291	-1581	1227	-95
Øvrige reguleringer	15.121	124	67	-58	18
Netto indregnet direkte på EK vedr. Minoriteter.	-1.213	66	82	-170	63
Øvrige egenkapitalbevægelser	3.629	-847	-1.833	2.161	-176
Totalindkomst fra driften	10.821	2.755	900	4.414	2.047
Finansielle omkostninger fratrasket kalk. rente på forpl. i					
ydelsesbaseret pensionsordning	-4.426	-1.529	-1.260	-1.460	-1.494
Finansielle indtægter fratrasket kalk. rente på forpl. i					
ydelsesbaseret pensionsordning	1.002	330	392	220	330
Netto finansielle omkostninger	-3.424	-1.199	-868	-1.240	-1.164
Skattefordel	597	269	288,12	295,68	297
Netto finansielle omkostninger efter skat	-2.828	-930	-580	-944	-867
Totalindkomst før minoriteter	7.993	1.825	320	3.470	1.180
Minoriteternes andel af resultatet	-575	-299	-287	-261	-169
Totalindkomst	7.418	1.526	33	3.209	1.011

Tabel 15: Reformuleret Resultatopgørelse.

Carlsberg har opdelt deres officielle resultatopgørelse efter den funktionsopdelte opgørelse (se bilag 4) og den skal reformuleres så den er delt op i poster vedrørende drift

og finansiering, samt på totalindkomstbasis. Her inddrager vi altså ikke-resultatførte poster fra egenkapitalopgørelsen, da en række poster som nævnt i forbindelse med reformulering af egenkapitalopgørelse, føres direkte på egenkapitalen.

Ved at reformulere får vi en overskudsgrad fra salget samt et mål for den effektive skat på driftsoverskuddet fra salg, og hermed har vi rensset overskuddet for "andet".

I denne del af processen er det nødvendigt at gå ind i noterne i årsrapporten, for at se efter specielle forhold.

Nedenfor vil vi gennemgå de poster hvor specielle forhold har været gældende og hvor en forklaring vil være nødvendig for at forstå reformuleringen.

Afskrivninger

Årets afskrivninger er i årsregnskabet fratrasket i produktionsomkostningerne og er flyttet ned i en post under driftsoverskuddet benævnt "Af- og nedskrivninger". I posterne Salgs- og distributionsomkostninger, administrationsomkostninger, andre driftsindtægter (netto) samt særlige poster indgår der ikke afskrivninger.

Pensioner og lignende forpligtelser

Carlsberg benytter sig af to pensionsformer som er reguleret efter IAS 19, henholdsvis de bidragsbaserede og de ydelsesbaserede pensionsordninger.

De bidragsbaserede ordninger er i analytisk forstand ukomplicerede at håndtere i og med, at Carlsberg hvert år indbetaler en del af medarbejdernes løn til en pensionskasse, hvor de bagefter ikke har nogen forpligtelser overfor den enkelte medarbejder. Disse omkostninger indregnes i resultatopgørelsen som en driftspost og skyldige beløb indregnes under Anden gæld - denne fremgangsmåde er i overensstemmelse med Carlsbergs regnskabspraksis.

De ydelsesbaserede ordninger er i analytisk forstand komplicerede i og med, at Carlsberg ved disse ordninger forpligter sig til at udbetale et vist pensionsniveau til en medarbejder når han/hun går på pension i fremtiden. Carlsberg tilsidesætter hvert år et beløb og hertil foretager Carlsberg en aktuarmæssig beregning af kapitalværdien af de fremtidige ydelser.

Denne beregning er behæftet med en række skøn vedrørende diskonteringsrente, fremtidig stigningstakt i løn, afkast af pensionsaktiver, dødelighed mv. Vi er af den opfattelse, at Carlsberg driver en form for pensionskasse som kan give over- eller underskud alt efter hvordan de underliggende investeringer udvikler sig over tid.

Carlsberg har i deres årsrapport indregnet " Kalkuleret forventet afkast på aktiver i ydelsesbaserede pensionsordninger" under de finansielle indtægter og "kalkuleret rente på forpligtelser i ydelsesbaserede pensionsordninger" under de finansielle omkostninger.

Vi mener at Carlsberg spekulerer i medarbejdernes pension med det mål, at generer et afkast som vil tilfalde Carlsberg, derfor mener vi, at de to poster skal reklassificeres til henholdsvis andre driftsindtægter og andre driftsomkostninger. Dette understøttes af, at pensionsomkostninger bliver betragtet som en driftsomkostning da det er en del af medarbejdernes løn. I balancen er pensionsforpligtelsen placeret som et driftsaktiv.

Andre driftsindtægter

Posten indeholder de aktiviteter Carlsberg ifølge noten herom bevidner, dog med tillæg af en række poster som vi mener, vedrører "Andre driftsindtægter" og ikke de "finansielle indtægter". Der er foretaget reklassificering af "Udbytte fra værdipapirer", "dagsværdiregulering af finansielle instrumenter", "realiserede avancer ved salg af associerede virksomheder og værdipapirer" og som nævnt ovenstående "kalkuleret forventet afkast på aktiver i ydelsesbaserede pensionsordninger".

Andre driftsomkostninger

"Andre driftsomkostninger" består af noten fra Carlsbergs årsrapport samt tillæg for en række poster som vi mener vedrører driften og ikke de "finanselle omkostninger". Det er foretaget reklassificering af "valutakurstab - netto", "Realiserede tab ved salg af værdipapirer", "Nedskrivning af finansielle aktiver" og "Kalkuleret rente på forpligtelser i ydelsesbaserede pensionsordninger".

Finansielle indtægter

Under posten indgår der "Rente" med tillæg af "øvrige finansielle omkostninger"

Dirty surplus

Som tidligere nævnt er de poster som bliver ført direkte på egenkapitalen benævnt Dirty surplus. Analytikere har stor fokus på denne post, da man i analyseøjemed, skal se på alle virksomhedens værdiskabende faktorer. Af den reformulerede resultatopgørelsen for 2008 fremgår det, at posten består af tre primære faktorer:

1. Valutakursreguleringer som primært er valutaomregning på udenlandske enheder.
2. Værdireguleringer, som følge af den regnskabsmæssige behandling ifølge IFRS til dagsværdi.
3. Øvrige reguleringer, som for 2008 er en meget stor post som følge af, at man primært har indregnet værdireguleringer ved trinvis overtagelse af dattervirksomhedernes overførte resultat og egenkapital.

Finansielle omkostninger

Posten indeholder "Rente" med tillæg af øvrige "finansielle omkostninger"

Minoritetsinteresser

I vores reformulerede resultatopgørelses er der fratrasket de poster som vedrører minoritetsinteresserne. Det vil sige, at de dirty surplus poster som indgår i vores totalindkomsten, er fratrasket den del som vedrører minoritetsinteresserne. Der er ligeledes i vores beregning af totalindkomsten i resultatopgørelsen fratrasket minoritetsinteressers andel af overskuddet.

Skatteberegning

De fulde skatteberegninger fremgår i bilag 7 – nedenfor fremgår beregningen for 2008.

2008		
Rapporteret		
skatteomkostninger	=	-324
+ skattefordel	=	596,5
-skat på andet drift	=	-294,5
I alt	=	-22

Tabel 16: Skatteberegning 2008

Som det fremgår udgør de -324 fra den rapporterede skatteomkostninger fra det officielle regnskab. Skattefordelen beregnes på baggrund af de renter der fremgår i noterne vedr. finansielle indtægter og finansielle omkostninger (i årsrapporten 2008 note 8 og 9). Mens skat på andet driftsoverskud fremkommer af skat fra andet driftsoverskud fra den officielle resultatopgørelse. Skattesatserne fremgår ligeledes af bilag 7. I 2008 giver det Carlsberg en positiv skat idet skattefordelen er stor, hvilket er et resultat af de store renteomkostninger.

5.6 Reformulering af Pengestrømsopgørelse

En virksomhed udarbejder en pengestrømsopgørelse i deres årsregnskab, for at danne overblik over udviklingen i den likvide beholdning. Pengestrømsopgørelsen er interessant i analyseøjemed, fordi opgørelsen identificerer eventuelle forsøg på at manipulere med regnskabet. Idet eventuelle forsøg på at 'pynte' på regnskabet vil blive identificeret ved at sammenligne overskud med pengestrøm. Jo tættere disse ligger opad hinanden des mindre bærer overskuddet præg af subjektive poster, hvormed resultatet er mere pålideligt.

Vi vil reformulere pengestrømsopgørelsen af flere årsager. Dels fordi vi, som det fremgik i afhandlingens metodeafsnit, vil gøre brug af DCF-modellen i forbindelse med den endelige værdiansættelse. DCF-modellen tager udgangspunkt i Carlsbergs nuværende pengestrømme og budgetterer de fremtidige, hvormed en grundig analyse af pengestrømmene er essentiel.

Desuden reformuleres opgørelsen for at få korrekt klassificering, idet den opgørelse der fremgår i årsrapporten i nogle tilfælde blander pengestrømme fra driftsaktivitet sammen med pengestrømme fra finansieringsaktivitet – hvilket giver et forkert analyse grundlag.

Det frie cash flow kan beregnes på følgende vis:

$$\text{FCF} = \text{DO} - \Delta \text{NDA}$$

Det giver os følgende (baseret på de reformulerede opgørelser):

$$\text{FCF}_{2008} = 10.821 - (106.849 - 41.239) = -54.790$$

Som det fremgår, generer Carlsberg i 2008 et positivt overskud fra driften, men grundet den store stigning i netto driftsaktiver skabes et negativt frit cash flow. Udviklingen de seneste år fremgår nedenfor.

	2.008	2.007	2.006	2.005
Frie Cash Flow	-54.790	1.005	2.162	3.530

Tabel 17: Det frie cash flow

Nedenfor er Carlsbergs pengestrømsopgørelse reformuleret.

Reformuleret pengestrømsopgørelse					
Mio. kr.	2008	2007	2006	2005	2004
Rapporteret pengestrøm fra driftsaktiver	7812	4837	4470	4734	3875
Netto renteudbetalinger efter skat	0	0	0	0	0
	7812	4837	4470	4734	3875
Rapporteret pengestrøm fra investeringsaktivitet	-57153	-4927	65	-2354	-2363
Køb af værdipapirer	961	43	82	710	336
Salg af værdipapirer	-39	-37	-1494	-2002	-3380
Finansielle forpligtelser i tilkøbte virksomheder					
Lån	5754	64	157	187	0
Kassekredit	117	0	8	0	0
Frit cash flow (FCF)	-42548	-20	3288	1275	-1532
Netto gældsfinansiering					
Fremmedfinansiering	-21151	-775	3592	84	-4625
Netto renteudbetalinger efter skat	0	0	0	0	0
Køb af værdipapirer	961	43	82	710	336
Salg af værdipapirer	-39	-37	-1494	-2002	-3380
Finansielle forpligtelser i tilkøbte virksomheder					
Lån	5754	64	157	187	0
Kassekredit	117	0	8	0	0
Stigning i finansielle aktiver (likvide)	743	-274	-155	390	-2714
	-13615	-979	2190	-631	-10383
Egenkapitalfinansiering					
Aktionærer	-29482	508	397	325	-3059
Minoriteter	549	451	701	1581	11910
Samlet finansieringsstrøm	-42548	-20	3288	1275	-1532

Tabel 18: Reformuleret Pengestrømsopgørelse.

Af denne fremgår et frit cash flow på -42.548 i 2008, hvilket adskiller sig fra det frie cash flow vi beregnede ovenfor. Det er ikke atypisk at de to beregninger ikke fremkommer med to helt identiske resultater af det frie cash flow, idet manglende oplysninger og forskellige måder at klassificerer på giver forskellige forudsætninger.⁶⁹ Men at forskellen er så markant er foruroligende, da det viser, at vi ikke har alle forhold med i vores beregninger.

⁶⁹ Strategisk Regnskabsanalyse, 2. Udgave. Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen, side 166

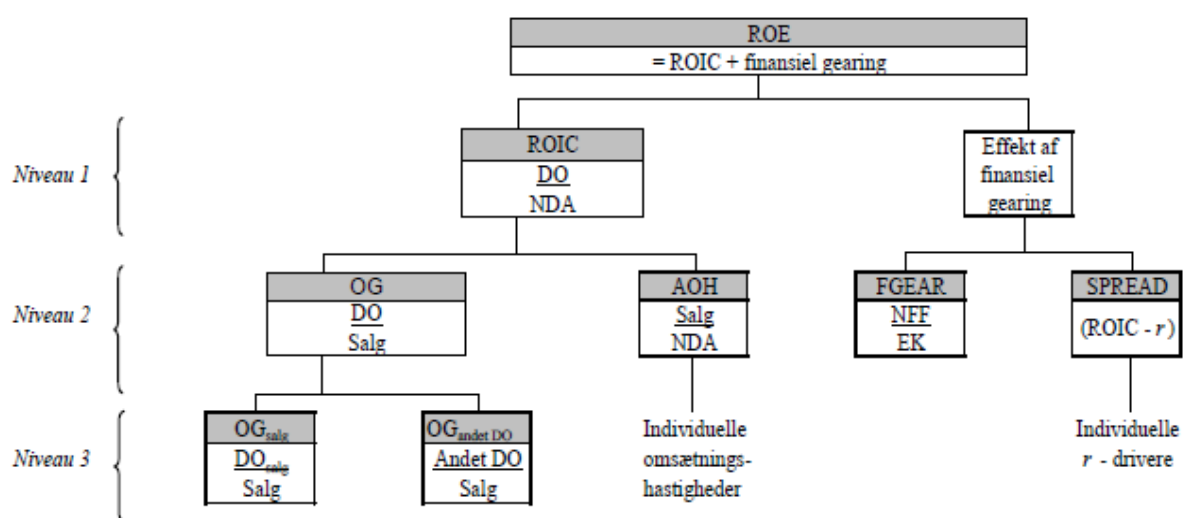
Det er efter talrige forsøg ikke lykkedes at identificere, hvad den store ulighed skyldes, men et bud er, at tilstedeværelsen af de mange udenlandske datterselskaber kan have medført stor forskel i klassificeringen i balancen og i pengestrømsopgørelsen, idet omregning af balanceposter sker med udgangspunkt i primo- og ultimokurser, mens valutaomregningen i pengestrømmen er foretages med udgangspunkt i gennemsnitlige kurser⁷⁰. Uligheden medfører dels den usikkerhed der ligger i, hvilke tal der er de rigtige. Men vil også få konsekvenser i vores senere beregning af nøgletal vedr. afkast fra drift samt netto finansielle omkostninger.

Med dette i mente vil vi fortsætte regnskabsanalysen ved at tage udgangspunkt i resultatet af den hurtige metode, dvs. det frie cash flow, der fremgår i tabel 17.

⁷⁰ Strategisk Regnskabsanalyse, 2. Udgave. Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen, side 167

6. Rentabilitetsanalyse

Vores rentabilitetsanalyse skal belyse, hvor god Carlsberg har været til at tjene penge i den historiske 5-årige periode. Som nævnt vil analysen tage udgangspunkt i den udvidede DuPont-pyramide, fordelen ved pyramiden er muligheden for at kommenterer udviklingen og niveauet i et overordnet nøgletal, ved hjælp af ét eller flere underliggende nøgletal. På denne måde, identificeres den grundlæggende årsag til udviklingen.



Figur 19: Udvidet DuPont-Pyramide.

Kilde: Strategisk Regnskabsanalyse af Jens O. Elling og Ole Sørensen

Ovenfor er den udvidede DuPont-pyramide afbilledet. Som det fremgår, består pyramiden af tre niveauer, hvori en række værdidrivere fremgår. Vi vil systematisk analysere de tre niveauer for at få en dækkende rentabilitetsanalyse af Carlsberg, og for at se på hvilke(t) niveau(er) årsagen til Carlsbergs udvikling ligger.

Niveau 1: Finansiel og driftsmæssig gearing

Niveau 2: Dekomponering af afkastningsgraden

Niveau 3: Analyse af underliggende drivere.

Bemærk: beregninger bag nøgletallene findes i bilag 8.

6.1 Egenkapitalforrentningen (ROE)

Med udgangspunkt i den udvidede DuPont-pyramide, beskrives først Egenkapitalforrentningen (ROE) som i store træk viser, hvor meget virksomheden tjener,

for hver krone aktionærene investerer i virksomheden, og naturligvis er det gældende, at jo større afkastet på egenkapitalen (ROE) er, des bedre.

ROE er således et vigtigt nøgletal og er typisk en god indikation på, hvorvidt det går godt for en virksomhed - virksomheder med høje ROE har nemlig også typisk en positiv udvikling i aktiekursen⁷¹.

Som det fremgår i figur 17, er forrentningen af egenkapitalen, ROE sammensat af afkastet fra nettodriftsaktiver, den finansielle gearing og SPREAD som er forskellen mellem afkastet fra nettodriftsaktiver og de nettofinansielle omkostninger. Deres virkning på ROE kan illustreres på følgende måde:

$$\text{ROE} = \text{ROIC} + [\text{FGEAR} * (\text{ROIC} - r)]$$

I tabel 18 fremgår udviklingen i Carlsbergs ROE og som det ses, har ejernes forrentning på den indskudte kapital været meget svingende i de fem år. Hvad der ligger bag denne udvikling vil vi som beskrevet finde ud af, ved at se på de underliggende drivere jf. analyseniveau 1,2 og 3.

Analyseniveau 1	2008	2007	2006	2005	2004
ROE	18,4%	7,8%	0,2%	17,7%	5,9%
ROE før min	19,8%	9,4%	1,7%	18,5%	14,1%

Tabel 20: Rentabilitetsanalyse, ROE.

6.2 Analyseniveau 1

Finansiel gearing

Den finansielle gearing, som er det ene, underliggende element i ROE beskriver finansieringen af en virksomheds investerede kapital – dermed graden af fremmedkapital. Driverne bag den finansielle gearing, er dels FGEAR, som viser forholdet mellem Carlsbergs finansiering og dens egenkapitalen, dels SPREAD som er afkastet på investeret kapital fratrukket den gennemsnitlige lånerente.

⁷¹ <http://blog.upsido.com/2009/05/11/kan-du-sige-roic/>

Drivere for finansiel gearing:	2008	2007	2006	2005
r	8,39%	4,45%	3,10%	5,54%
SPREAD	6,22%	2,38%	-0,52%	9,56%
FGEAR	0,835	1,074	0,972	0,940

Tabel 21: Rentabilitetsanalyse, Finansiel gearing.

Effekten fra finansiel gearing på ROE før MIN i 2008 kan udtrykkes på følgende måde:

$$19,8 \% = 14,6\% + (0,84 \times 6,2\%)$$

Som det fremgår i tabel 21 har Carlsberg haft en positiv gearing i de seneste år (dog negativ i 2006), idet Carlsberg har haft et positivt SPREAD. At gearingen er positiv betyder, at ROE øges i forhold til ROIC, dermed at Carlsberg formår at skabe en positiv indtjening på at have fremmedkapital – således har den finansielle gearing langt hen af vejen haft en positiv påvirkning på ROE i de forgangne år.

Driftsmæssig gearing

Udviklingen i Return on invested capital (ROIC), afkastningsgraden af den investerede kapital er det andet underliggende element i ROE. ROIC i Carlsberg er på samme måde som ROE svingende – se nedenfor. Men ligger på et fint niveau i hele perioden, i 2008 ender den endog (på samme måde som ROE), på et rigtig flot, højt niveau.

	2008	2007	2006	2005
ROIC	14,6%	6,8%	2,6%	15,1%

Tabel 22: Rentabilitetsanalyse, ROIC.

Som det fremgår af tabel 20 er ROIC lavere (dog ikke i 2006) end ROE, hvilket afspejler effekten af den negative finansielle gearing.

ROIC kan dekomponeres i nedenstående ligning, der viser bidraget fra gearingen med driftsforpligtelser:

$$\text{ROIC} = \text{ROOA} + [(\text{ROOA} - rrb) \times (\text{DFrb} / \text{NDA}) + (\text{ROOA} - rrb) \times (\text{DFirb} / \text{NDA})]$$

ROOA angiver afkastet på nettodriftsaktiver i tilfælde af, at der ikke havde været nogen driftsforpligtigelser. Dette er interessant at identificere, fordi ROIC stiger des flere driftsforpligtigelser Carlsberg har i forhold til dens driftsaktiver, det vil sige at det er muligt at forbedre afkastet fra driften ved udnyttelse af rentebærende driftsforpligtigelser. Det er for eksempel tilfældet ved Carlsbergs bidrags- og ydelsesbaserede pensionsordninger, hvor ansatte via deres pensionsordning har en udskydelse af deres lønudbetaling og dermed kan kategoriseres som en form for 'rentebærende driftsforpligtelse'.

Gearingen er således opdelt i rentebærende driftsforpligtigelser (*rb*) og ikke-rentebærende driftsforpligtigelser (*irb*). Af bilag 8 fremgår det, at de ikke-rentebærende driftsforpligtigelser udgør pensionshensættelser samt leverandørhensættelser i Carlsberg.

Effekten af den driftsmæssige gearing i Carlsberg ser ud som følger:

$$\text{ROIC}_{2008} = 14,61\% = 11\% + [(11\% - 3,3\%) \times ((8.919 / (106.849 + 41.239)/2))] + (11\% - 0\%) \times ((17.108 / (106.849 + 41.239)/2))$$

=

$$14,61\% = 11\% + 1\% + 2,6\%$$

Af ovenstående fremgår det, at Carlsberg kun gør meget lidt brug af gearing fra driftsforpligtigelser, bidraget til ROIC udgør 3,61% (14,6% - 11%). Afkastet af driftsaktiverne udgør 11% mens de driftsmæssige rentemarginalerne bidrager med hhv. 1% og 2,6% til ROIC. Den rentebærende del udgør 1% mens den ikke-rentebærende del udgør 2,6%, at den rentebærende del af rentemarginalen er så lav er positivt, idet det betyder en lavere driftsmæssig risiko for tab.

Drivere for gearing med driftsforpligtigelser	2008	2007	2006	2005
ROOA	0,111107	0,05143722	0,02111038	0,103466

Tabel 23: Rentabilitetsanalyse, ROIC.

6.3 Analyseniveau 2

Vi dykker endnu et niveau ned og dekomponerer ROIC yderligere, for at få større indsigt i, hvorfor ROIC har udviklet sig, som det er tilfældet. Dekomponeringen giver os følgende formel:

$$\begin{aligned}\text{ROE} &= \text{ROIC} + [\text{FGEAR} * (\text{ROIC} - r)] \\ &= (\text{OG} * \text{AOH}) + [(\text{FGEAR} * (\text{ROIC} - r))]\end{aligned}$$

ROIC er altså lig med overskudsgraden (OG) gange aktivernes omsætningshastighed (AOH).

Overskudsgraden (OG)

En virksomheds overskudsgrad er udtryk for indtjeningssevnen i samme, og viser evnen til at skabe overskud af hver enkel omsætningskrone – med andre ord, forholdet mellem omsætningen og omkostninger.

Analyseniveau 2					
ROIC	14,6%	6,8%	2,6%	15,1%	
OG	18,1%	6,2%	2,2%	11,6%	5,6%
AOH	0,81	1,11	1,18	1,30	

Tabel 24: Rentabilitetsanalyse, OG og AOH.

I tabel 24 fremgår det, at Carlsberg har en positiv og for tiden temmelig høj OG. Carlsberg har altså været gode til (og er blevet bedre i de sidste par år) at danne overskud. Man ser hurtigt en positiv sammenhæng mellem udviklingen i ROIC og udviklingen i OG - i de år, hvor Carlsberg har været dygtige til at skabe overskud af hvert enkel omsætningskrone har afkastningsgraden af den investerede kapital i Carlsberg ligeledes været høj.

Carlsbergs ROIC og dermed ROE har således været væsentlig påvirket af virksomhedens evne til at skabe overskud af hvert enkel omsætningskrone og det nuværende høje niveau af ROIC og ROE er positivt påvirket af virksomhedens OG.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed viser, hvor god en virksomhed er til at udnytte dens aktivmasse til at skabe omsætning, og viser hvor meget der er bundet i driftsaktiver til at

skabe en krones salg. En høj omsætningshastighed af aktiverne vil derfor være at foretrække.

I tabel 24 fremgår det, at Carlsbergs AOH, og dermed evne til at benytte aktiver til at skabe omsætning, er faldende igennem analyseperioden. Ved at bruge den inverse værdi af AOH ($1/AOH$) ser vi, hvor mange kroner der skal bindes i netto driftsaktiver for at skabe 1 krones salg. Vi ser, at for 2008, hvor AOH er på 0,81, bliver $1/AOH$ 1,235. Dette siger, at Carlsberg skal sætte 1,235 kr. i netto driftsaktiver for at skabe et salg på 1 krone – hvilket selvsagt er en negativ forretning på sigt.

Ser vi på både OG og AOH ser vi altså, at det er den høje overskudsgrad der trækker ROIC op (særligt i 2008 hvor AOH er under 1).

Det er ikke overraskende, at Carlsbergs AOH er lav, idet virksomheder og brancher med høj OG ofte har en lav AOH og omvendt. Dette skyldes, at der er en sammenhæng mellem OG og branchens konkurrencebegrænsning og ligeledes en sammenhæng mellem AOH og kapacitetsbegrænsning.⁷²

At Carlsberg har en høj overskudsgrad og en lav omsætningshastighed, skal derfor ses i lyset af, at branchen har høje adgangsbarriere, idet indtræden på markedet kræver stor kapital (jf. Porters Five Forces). Carlsberg behøver derfor ikke fokusere lige så meget på marginer og mest mulig salg, som virksomheder i brancher med høj konkurrenceintensitet gør.

Den høje overskudsgrad hænger endvidere godt sammen med virksomhedens differentierede konkurrencestrategi 4.3.1. Idet differentieringsstrategien, med dens fokus på Carlsbergs premium produkter, tilsigter at sælge til høje priser og på den måde opnå høj overskudsgrad.

6.4 Analyseniveau 3

Eftersom særligt overskudsgraden og den finansielle gearing har betydning får udviklingen i Carlsbergs ROIC og ROE, vil vi ligge særligt vægt på driverne bag disse to komponenter.

⁷² Strategisk Regnskabsanalyse, 2. Udgave. Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen, side. 188

OG kan dekomponeres i overskud skabt via salg (fratrullet medgående omkostninger) og overskud skabt via andre poster – dvs. **OG = OGsalg + OGandre poster**. I nedenstående figur ses OG driverne.

Analyseniveau 3					
<i>OG-driverne i %</i>					
Bruttoavance	52%	54%	55%	55%	55%
Distributions- og salgsomkostninger	-29%	-32%	-34%	-35%	-35%
Administrationsomkostninger	-7%	-7%	-7%	-8%	-8%
Af- og nedskrivninger	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
OGsalg før skat	12%	10%	9%	8%	7%
Skatteomkostninger	0%	-2%	-2%	-2%	-1%
OGsalg efter skat	12%	8%	7%	6%	6%
OG andre poster efter skat	7%	0%	-3%	7%	1%
OG	18%	6%	2%	12%	6%
Effektiv skatteprocent	0%	-23%	-26%	-22%	-14%

Tabel 25: Rentabilitetsanalyse, OG-driverne. (Vær opmærksom på afrundingsdifferencer)

Af figuren fremgår det, at OGsalg særligt påvirkes negativt af distributions- og salgsomkostningerne, som i alle årene udgør en stor procentdel af de samlede omkostninger der medgår ved skabelse af salg – ikke overraskende da Carlsberg netop bruger mange midler på særligt salgsfremmende tiltag. Både administrationsomkostninger og virksomhedens ned- og afskrivninger har, hen over hele perioden, et naturligt og bestandig niveau.

OGandre poster varierer meget henover hele perioden og påvirker i 2006 negativt på den samlede OG. OGandre poster vedrører øvrige egenkapitalbevægelser og er der med et udtryk for overskudgraden fra gevinster/tab på kapitalandele indtægter fra associerede virksomheder mv.

Nederst i figur 25 fremgår den effektive skatteprocent på driftsoverskud fra salg som beregnes af **skat på driftsoverskud på salg / driftsoverskud på salg**, her skiller særligt 2008 sig ud, med en effektiv skatteprocent på 0%, dette afspejler, den positive skat i dette år jf. Carlsbergs reformulerede resultatopgørelse samt skatteberegninger (bilag 4).

Endelig skal driverne bag den finansielle gearing analyseres. Som vi beskrev, er SPREAD forskellen mellem ROIC og nettofinansielle omkostninger, r . Da ROIC blev analyseret i

forbindelse med analyseniveau 1, er fokus hér på r . r er ikke kun et udtryk for lånerenten på gælden, men illustrerer også, kurstab, valutakursreguleringer mv.

r udledes på følgende vis:

$$r = \text{Nettofinansielle omkostninger} / \text{gns. Nettofinansielle forpligtelser}$$

Dette giver Carlsberg følgende:

Drive for finansiel gearing:	2008	2007	2006	2005	2004
r	8,4%	4,5%	3,1%	5,5%	

Tabel 26: Rentabilitetsanalyse, drivere for finansiel gearing

Som det fremgår, har r været stigende i de sidste fem år. I 2008 stiger r næsten med 50%, hvilket afspejler den store gældsætning i forbindelse med opkøbet af Scottish Newcastle og desuden er det et udtryk for store valutakursreguleringer i året.

6.5 Risikoanalyse

Når man taler om risiko i forbindelse med en værdiansættelse, taler man om risikoen ved at investere penge i den pågældende virksomhed - investoren er med andre ord risikotageren og risikoen ligger i den usikkerhed der er, ved at drive forretning. En investor vil som oftest være risikoavers, hvormed investor kræver kompensation for den risiko denne påtager sig.

Faktisk kan man opdele de forskellige former for risici der skildres imellem, efter samme opbygning som den udvidede DuPont-pyramide har (jf. figur 19). Det vil sige, at der er risici forbundet med hver af de tre analyseniveauer. Dermed ligger der en risiko i, at den fremtidige ROE ikke udvikler sig som forventet, dermed at ROIC ikke har udviklet sig som forudset, jf. analyseniveau 1 i Dupont-pyramiden, denne risiko betegnes variabilitetsrisikoen. På samme vis er der risiko for, at de underliggende drivere bag ROIC ikke udvikler sig som ventet, dvs. hhv. OG, AOH, DGEAR samt den finansielle gearing, jf. analyseniveau 2 i Dupont-pyramiden. OG-, AOH- og DGEAR-risikoen udgør den driftsmæssige risiko, mens risikoen vedr. den finansielle gearing udgør den finansielle risiko. Tilsvarende er der risiko for, at de yderligere drivere bag den driftsmæssige risiko

ikke udvikler sig som forventet, jf. analyseniveau 3 i DuPont-pyramiden, her betegnes risiciene hhv. omkostningsrisiko og omkostningsstrukturrisiko (vedrører OG-risikoen). Endelig er der risiko for, at virksomhedens egenkapital ikke vokser som forventet, denne fundamentalrisiko betegnes vækstrisikoen.

For at vurdere den fundamentale risiko i Carlsberg, skal vi således se på risikoen ved de underliggende og bestemmende risici, nemlig variabilitetsrisikoen (herunder driftsmæssig- og finansiell risiko) samt vækstrisikoen.

Variabilitetsrisiko

Som vi så i rentabilitetsanalysen i afsnit 6, er ROIC (og dermed ROE) i Carlsberg, i høj grad påvirket af udviklingen i særligt OG og de underliggende drivere bag denne. Derfor er det også særligt en negativ udvikling i OG der udgør en driftsmæssig risiko for Carlsberg. OG-risikoen er særlig stor, fordi Carlsberg generelt er en omkostningsfølsom virksomhed. Det skyldes, at Carlsberg er en kapitalintensiv (jf. Porters Five forces) virksomhed og dermed har mange faste omkostninger, som i sagens natur ikke varierer med salget. Hvis salget derfor falder, vil der fortsat være en lang række faste omkostninger (eksempelvis driftsomkostninger og afskrivninger til produktionsanlæg mv.) og forholdet mellem salg og omkostninger vil blive mindre. Omtalte risiko, forstørres ydermere, idet Carlsberg i høj grad selv producerer øllen på egne bryggerier, og endog ejer eget malteri (jf. Porters Five Forces), hvormed de faste omkostninger i særlig grad er høje.

Omvendt er AOH-risikoen ikke så stor i Carlsberg, da AOH ikke har den samme påvirkning på ROIC (jf. afsnit 6.3), idet adgangsbarriererne er høje i branchen, og konkurrencen fra nye udbydere ikke som udgangspunkt er væsentlig. Endvidere har det betydning, at Carlsberg ikke har stor risiko for ophobning på varelageret (øl har lang holdbarhedsdato og udgår ikke pga. nye mærker) og risikoen for tab på denne konto således heller ikke er central.

DGEAR-risikoen er risikoen for, at andelen af driftsforpligtelserne falder set i forhold til driftsaktiverne⁷³. Virksomheden vil på bekostning heraf fremstå dårligere og risikoen ligger

⁷³Strategisk Regnskabsanalyse, 2. Udgave. Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen. Side 200

i, at kreditorerne måske ikke vil yde kredit på denne baggrund og debitorerne på samme vis ikke vil forudbetale i samme grad – en sådan udvikling vil reducerer DGEAR og dermed ROIC. Denne risiko anser vi imidlertid ikke som værende central i Carlsberg, da virksomheden dels ikke er underlagt den helt store leverandørstyrke (jf. Porters Five Forces) og dels er velagtet og respekteret i branchen.

Den finansielle risiko vedrører dels en renterisiko dels den finansielle gearing. Renterisiko forefindes særligt i tilfælde hvor variabelt forrentede lån benyttes, og i mindre grad ved brug af fastforrentede lån. I Carlsbergs årsrapport fremgår, at Carlsberg gør brug af adskillelige typer lån, der både inkluderer fast- og variabelt forrentede lån og desuden i diverse valutaer⁷⁴ – hvilket betyder at Carlsberg bærer en renterisiko og desuden en valutarisiko. Renterisikoen øger muligheden for, at SPREAD vil falde, og som det fremgik i rentabilitetsanalysen vil en negativ SPREAD reducerer ROE i forhold til ROIC. Carlsberg bærer således en finansiell risiko.

I forbindelse med budgettering senere i opgaven, vil vi se nærmere på netop forventningerne til driverne bag ROE, særligt den driftsmæssige risiko og renterisikoen, ligesom vi vil se på konsekvenserne af disse forventninger.

Vækstrisikoen er som nævnt risikoen for, at egenkapitalen ikke vokser som forventet og hænger sammen med, hvorvidt virksomheden kan skabe vækst i nettodriftsaktiverne, som er drevet af Carlsbergs salg.⁷⁵ Væksten i virksomheden afhænger således (ikke overraskende) langt hen ad vejen af salget. Vækstrisikoen er med andre ord vigtig at se på i analyseøjemed, da usikkerhed omkring denne kan have væsentlig og afgørende betydning for virksomhedens eksistens og fremtid. Af samme årsag vil vi fortage en mere dybdegående vækstanalyse i det forestående afsnit.

6.6 Vækstanalyse

En virksomheds evne til at danne vækst i residualindkomsten, er en god indikator på, hvorvidt virksomheden er god til at skabe vækst, idet residualindkomsten måler periodens

⁷⁴ Carlsberg Group's Annual Report 2008, side, 52, 106, 107 og 161.

⁷⁵ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 2. udgave, 2. oplag. Side 201

tilvækst i egenkapitalen ud over det, der kræves for at dække egenkapitalomkostningerne⁷⁶.

Som en forlængelse af rentabilitetsanalysen vil vi nu, se på hvordan residualindkomstens drivere, ROE og bevægelser i egenkapitalen har ændret sig, for at danne en prognose over hvordan samme vil ændrer sig i fremtiden.

Carlsberg Group's vækstmønster 2004-2008					
	2008	2007	2006	2005	2004
Nettoomsætning	59.944	44.750	41.083	38.047	36.284
Vækst i salget	34%	9%	8%	5%	
Egenkapital	60751	19944	18987	19496	16792
Vækst i egenkapital	205%	5%	-3%	16%	
Afkastningsgrad	7%	6%	5%	3%	2%
ROE	18,4%	7,8%	0,2%	17,7%	5,9%
RI	6917	327	-917	2824	639
Væskt i RI	6590	1244	-3741	2185	

Tabel 27: Carlsbergs vækstmønstre 2004-2008.

RI er beregnet som:

Residualindkomstt (RI_t) = (ROE – k_e) * EK_{t-1} = RI 2008 = (18,4% - 7%) * 60751 = 6,917 mio. kr.

Som det fremgår i tabel 25, har RI varieret både positivt og negativt i den femårige periode. Fra at stige fra 2004 til 2005, faldt RI med en vækst på -3.741 fra 2005 til 2006, for derefter at stige i de efterfølgende år, endog en stor stigning fra 2007 til 2008, med en vækstændring på 6.590.

Da afkastningsgraden k_e stiger i hele perioden, må den svingende RI skyldes ændringer i ROE, og man ser også straks en sammenhæng mellem væksten i RI og ændringerne i ROE. Den negative ændring i RI i 2006 er med andre ord drevet af den faldende ROE, mens RI-stigningen i de øvrige år, er et udfald af stigninger både ROE og k_e .

⁷⁶ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 2.udgave, 2.oplag. Side s. 205

At det er ROE der i særlig grad har haft betydning for udviklingen i RI, gør det særligt interessant at undersøge hvad udviklingen i ROE skyldes - og som bekendt kan denne forklares ud fra ændringer i rentabiliteten fra såvel drift som finansiering.

Ændringen i rentabiliteten fra disse to komponenter kan forklares ud fra tre niveauer (jf. opdelingen i Dupont-pyramiden i figur 19):

- 1) Usædvanlige komponenter i ROIC
- 2) Ændringer i core OG og AOH
- 3) Ændringer i drivere bag core OG og AOH,

6.7 Analyseniveau 1

I forbindelse med ændringerne i rentabiliteten er det vigtigt at vurdere, hvorvidt Carlsbergs nuværende regnskabstal (herunder overskud) er en god indikation for, hvorledes Carlsbergs fremtidige regnskabstal vil se ud. Hvis der i det nuværende regnskab indgår aspekter, som med stor sandsynlighed ikke vil forekomme i fremtiden, vil det naturligvis forvride billedet af de fremtidige budgetter, hvis disse usædvanlige poster indgår.

For, på baggrund af det nuværende regnskab, at kunne budgettere og dermed vurdere, hvorledes Carlsberg vil være i stand til at danne vækst i fremtiden, er vi derfor nødsaget til at korrigere for disse usædvanlige poster, da disse sandsynligvis ikke vil forekomme i fremtiden.

Derfor reklassificeres den reformulerede resultatopgørelse således, at vi bliver bekendte med Totalindkomstens fordeling af overskud der er gode indikationer for virksomhedens langsigtede indtjeningsevne, de permanente overskud (core), og de overskud der ikke forventes at forekomme i fremtiden, de usædvanlige poster (UP).

Reformuleret Resultatopgørelse	2008	2007	2006	2005	2004
Core Nettoomsætning	59944	44750	41083	38047	36284
Core driftsomkostninger	-53082	-40395	-37722	-35500	-34041
Core driftsoverskud fra salg (før skat)	6862	4355	3361	2547	2243
Skat herpå	22	-1.074	-961	-621	-86
Core driftsoverskud fra salg	6884	3281,25	2399,68	1925,76	2156,9
<i>Core andet driftsoverskud</i>					
Forventet afkast på pensionsmidler	308	321	333	328	336
Andre driftindtægter fratrullet tab/gevisnt ved salg af materielle anlægsaktiver	718	719	687	654	721
Andre driftomkostninger fratrullet tab/gevisnt ved salg af materielle anlægsaktiver	-746	-687	-669	-538	-728
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	81	101	85	232	210
Skat på andet driftsoverskud	-102,5	-99,5	-99,12	-91,28	-385
Core andet driftsoverskud	258,5	354,5	336,88	584,72	154
Core Driftsoverskud	7142,5	3635,75	2736,56	2510,48	2310,9
+/- usædvanlige poster					
Gevinst ved salg af materielle anlægsaktiver (netto)	724	451	260	295	631
Særlige poster	-1641	-427	-160	-386	-598
Valutakursreguleringer	-7515	-670	-419	1100	-75
Værdireguleringer	-1606	-291	-1581	1227	-95
Øvrige reguleringer	15121	124	67	-58	18
Netto indregnet direkte på EK vedr. Minoriteter.	-1213	66	82	-170	63
Øvrige egenkapitalbevægelser	4308,5	-201,25	-1188,8	2816,56	471,6
Skat på usædvanlige poster	-192	-133,75	-85,68	-104,16	-207,9
Driftsoverskud usædvanlige poster	3678	-880,75	-1836,68	1903,84	-263,9
Totalindkomst fra driften	10820,5	2755	899,88	4414,32	2047
Finansielle omkostninger fratrullet kalk. rente på forpl. i ydelsesbaseret pensionsordning	-4.426	-1.529	-1.260	-1.460	-1.494
Finansielle indtægter fratrullet kalk. rente på forpl. i ydelsesbaseret pensionsordning	1002	330	392	220	330
Netto finansielle omkostninger	-3424	-1199	-868	-1240	-1164
Skattefordel	596,5	269	288,12	295,68	297
Netto finansielle omkostninger efter skat	-2827,5	-930	-579,88	-944,32	-867
Totalindkomst før minoriteter	7993	1825	320	3470	1180
Minoriteternes andel af resultatet	-575	-299	-287	-261	-169
Totalindkomst	7418	1526	33	3209	1011

Tabel 28: Reformuleret resultatopgørelse, Core.

Se skatte beregning i bilag 7.

Af den reformulerede core-opgørelse fremgår det, at den permanente del af totalindkomsten udgør størstedelen af den samlede totalindkomst, hvilket er positivt i forhold til fremtidig drift.

Ud fra den reformulerede resultatopgørelse, fordelt efter permanente- samt usædvanlige poster, kan vi dekomponere ROIC i permanente og usædvanlige poster, som det fremgår nedenfor.

Dekomponering af ROIC i permanente- og usædvanlige poster				
	2008	2007	2006	2005
Core ROICsalg	9,3%	8,1%	6,9%	6,6%
Core ROICandet DO	0,3%	0,9%	1,0%	2,0%
UP/NDA	5,0%	-2,2%	-5,3%	6,5%
ROIC	14,6%	6,8%	2,6%	15,1%

Tabel 29: Dekomponering af ROIC.

Heraf fremgår det, at Core i alle årene udgør den væsentligste del af den samlede ROIC, hvilket selvsagt er positivt, idet Core afspejler påvirkningen af de permanente poster. Det fremgår sågar at de usædvanlige poster påvirker negativt i årene før det store opkøb. I 2008 udgør de usædvanlige poster dog en noget større andel, hvilket skyldes store egenkapital bevægelser og øvrige reguleringer, som er et udfald af det store opkøb af Scottish Newcastle i året.

6.8 Analyseniveau 2

På samme måde som vi dekomponerede ROIC i forbindelse med rentabilitetsanalysen, dekomponeres Core ROIC nu i henholdsvis Core OG og Core AOH, dette for at se hvad der har drevet udviklingen i Core ROIC.

Dekomponering af Core OG og Core AOH					
	2008	2007	2006	2005	2004
OGsalg	12,0%	8,0%	6,7%	5,9%	6,1%
Core OGsalg	11,5%	7,3%	5,8%	5,1%	5,9%
ΔCore OGsalg	4,2%	1,5%	0,8%	-0,9%	
AOH	0,81	1,11	1,18	1,30	
Δ AOH	-0,30	-0,07	-0,12		
Δ ROIC	7,68%	3,71%	-11,84%	8,63%	

Tabel 30: Dekomponering af Core OG og AOH.

Ændringen i ROIC beregnes på følgende måde:

$$\Delta \text{ROIC}_{2008} = (\Delta \text{core OGsalg}_{2008} \times \text{AOH}_{2007}) + (\Delta \text{AOH}_{2008} \times \text{OGsalg}_{2008}) + \Delta (\text{core andet driftsoverskud} / \text{NDA}) + \Delta (\text{UP} / \text{NDA})$$

Dette giver os følgende for Carlsberg:

$$\text{ROIC}_{2008} = (4,2\% \times 1,11) + (-0,31 \times 12\%) + ((259 / 74.044) - (355 / 40.364)) + ((3.678 / 74.044) - (-881 / 40.364))$$

=

$$4,66\% - 3,60\% - 0,53\% + 7,15\% = 7,68$$

Som det fremgår i ovenstående ligning skyldes stigningen i ROIC særligt en stigning i rentabiliteten fra de usædvanlige poster med 7,15%, hvilket særligt skyldes det store opkøb. Core OGsalg steg ligeledes og betød en stigning i ROIC på 4,66%. Modsat faldt omsætningshastigheden og bidrog negativt på ROIC's udvikling, med -3,6%. Ligeledes bidrog udviklingen i core andet driftsoverskud negativt på udviklingen i ROIC, med -0,53%. Dermed kan vi konkludere at den store positive ændring i 2008 til dels skyldtes usædvanlige poster, hvormed samme høje niveau ikke vil være at forvente i de kommende år. Denne viden vil vi gøre brug af i budgetteringen senere i opgaven.

6.9 Analyseniveau 3

De underliggende drivere for core OG og Core AOH, analyserede vi i forrige afsnit og vi vil af omfangsmæssige årsager ikke komme nærmere ind på disse

Ændringerne i finansieringen analyseres for at kunne forklare ændringen i ROE til ende. Dette gøres ved at se på ændringen i hhv. SPREAD, FGEAR og r . I nedenstående tabel fremgår ændringer i SPREAD og FGEAR.

Drivere for finansiel gearing:	2008	2007	2006	2005
r	8,39%	4,45%	3,10%	5,54%
SPREAD	6,22%	2,38%	-0,52%	9,56%
Δ i SPREAD	3,85%	2,89%	-10,08%	9,56%
FGEAR	0,835	1,074	0,972	0,940
Δ i FGEAR	-0,238	0,102	0,031	0,940

Tabel 31: Drivere for finansiel gearing.

Ændringen i ROE kan dermed forklares ud fra følgende ligning:

$$\Delta ROE_{2008} = \Delta ROIC_{2008} + (\Delta SPREAD_{2008} \times FGEAR_{2007}) + (\Delta FGEAR_{2008} \times SPREAD_{2008})$$

Dermed får vi følgende ligning for Carlsberg:

$$\Delta ROE_{2008} = 7,68\% + 4\% + -1\% = 10\%$$

Ud fra ligningen kan vi aflæse, at ROE steg som følge af en stigning i ROIC på 7,68%, ligesom SPREAD bidrog positivt på udviklingen i ROE med 4%, FGEAR påvirkede ikke overraskende negativt på ROE med en udvikling på -1%. r var i perioden 8,4% mod 4,5 i 2007, hvilket afspejler de forhøjede netto finansielle forpligtelser som opkøbet af Scottish Newcastle førte med sig.

Endelig skal vi analysere væksten i egenkapitalen – væksten i residualindkomsten er, som vi beskrev i det indledende, en god indikator for, om virksomheden er god til at skabe vækst, idet residualindkomsten måler periodens tilvækst i egenkapitalen ud over det, der kræves for at dække egenkapitalomkostningerne. Da væksten i RI har været positiv i de seneste to år, må vi derfor forvente, at væksten i egenkapitalen har været tilsvarende positiv.

Ændringen i egenkapitalen kan skyldes tre forhold,⁷⁷ hhv. ændring i salg, ændring i individuelle omsætningshastigheder (dermed ændring i nettodriftsaktiver) og ændring i netto finansielle forpligtelser. Det giver følgende ligning:

$$\Delta EK_{2008} = (\Delta \text{salg}_{2008} \times (1/AOH_{2007})) + ((\Delta 1/AOH_{2008}) \times \text{salg}_{2008}) - \Delta NFF_{2008}$$

Dette giver os følgende for Carlsberg i 2008:

$$\Delta EK_{2008} = (15.194 \times 0,902) + (0,333 \times 59.944) - 24.803$$

=

$$8.877 = 13.705 + 19.975 - 24.803$$

⁷⁷ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 2. udgave, 2. oplag, side 222

Som det fremgår steg Carlsbergs gennemsnitlige egenkapital i 2008, med 8.877 mio.kr. Den store stigning skyldes, som det fremgår, en stor stigning i salget på 13.705 mio. kr. samt et fald i omsætningshastigheden fra 1,11 i 2007 til 0,81 i 2008 (hvilket isoleret set er negativt). Denne udvikling har betydet at egenkapitalen er øget med 8.877 mio. kr.

6.10 Soliditet

Som sidste del af vores regnskabsmæssige analyse vil vi analysere Carlsbergs soliditetsgrad. Soliditetsgraden siger noget om, hvordan virksomhedens aktiver er finansieret. En lav soliditetsgrad er udtryk for en høj gældsfinansiering og omvendt vil en høj soliditetsgrad tyde på en sund virksomhed, med en høj kreditværdighed hos banker og samarbejdspartnere. Ud fra de reformulerede balancer har vi beregnet Carlsbergs historiske soliditetsgrader.

$$\text{Soliditetsgrad} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Aktiver ialt}} * 100$$

	2008	2007	2006	2005	2004
Soliditetsgrad	56,86	48,36	48,08	47,84	42,12

Tabel 32: Carlsbergs soliditetsgrad

Gennem hele den analyserede periode har Carlsberg haft en stigende soliditet, hvilket betyder, at Carlsberg i høj grad selv, er med til at finansiere sine aktiver og virksomheden besidder en høj kreditværdighed. Netop kreditværdigheden er meget vigtig for Carlsbergs strategi, med tanke på at foretage konsolideringer og opkøb i fremtiden, og den positive soliditetsgrad påvirker positivt hertil. Vi forventer, at Carlsberg i fremtiden vil have en soliditet på niveau med 2008. Til sammenligning kan det nævnes, at Royal Unibrew havde en soliditet i 2008 på 13,3%, hvilket understreger at Carlsberg ikke er afhængig af sine bankforbindelser, som man ellers ser det i mange andre virksomheder, særligt i disse tider.

6.11 Konklusion på regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen var, at skabe et overblik over Carlsbergs økonomiske situation, ved at se på virksomhedens historiske finansielle performance. Dette er nu gjort og ud fra analysen kan følgende konkluderes.

Vi har gennemgået Carlsbergs revisionspåtegning, samt anvendte regnskabspraksis for perioden 2004-2008, og kan konkludere, at der ikke har været noget at bemærke. Påtegningerne er alle uden forbehold og ændringerne i regnskabspraksis har alle været velbegrundet.

I reformuleringen af egenkapitalopgørelsen så vi udviklingen af egenkapitalen fra primo til ultimo i de enkelte år, hvormed totalindkomsten, transaktioner med ejere samt transaktioner vedr. minoriteter blev bekendte.

Den reformulerede balance identificerede, hvor Carlsberg tjener sine penge. Vi opdelte balancen i hhv. driftsaktiver og forpligtelser, samt finansielle aktiver og forpligtelser og så at Carlsberg har driftsaktiver som medgår positivt i driftsoverskuddet. Ligeledes så vi, at Carlsberg har nettofinansielle forpligtelser, hvormed den finansielle aktivitet i Carlsberg bidrager negativt til indtjeningen.

Den reformulerede resultatopgørelse opdelte vi i poster vedrørende driften og finansiering og inddragede poster der er ført direkte på egenkapitalen – hvormed vi fik en resultatopgørelse på totalindkomstbasis, fordelt på drift og finansiering.

Den reformulerede pengestrømsopgørelse komplicerede tingene for os, idet vores to beregninger ikke udviste samme resultat, derfor er denne del af analysen ikke med sikkerhed retvisende – men vi vurderede at fortsætte med det frie cash flow der fremkommer af driftsoverskud fratrasket de gennemsnitlige nettodriftsaktiver – denne usikkerhed vil vi have i mente fremadrettet.

Rentabilitetsanalysen viste, at Carlsberg historisk set har haft en noget varierende men positiv egenkapitalforrentning, ROE. En dekomponering af denne viste, at ROE og ROIC særligt afhænger af virksomhedens overskudsgrad samt dens finansielle gearing. Den varierende historik skyldtes således Carlsbergs evne til at tjene penge på hvert enkelt solgte krone samt finansieringen af deres investerede kapital. Som det fremgik, var begge

forhold positive i 2008, men historisk har der været en mindre positiv udvikling. Dette vil vi naturligvis have i mente ved en senere budgettering af samme.

I risikoanalysen kunne vi konkludere, at Carlsberg særligt bærer en risiko vedrørende deres overskudsgrad og ligeledes findes en finansiell risiko. Dette hænger sammen med, at netop OG og finansiell gearing er de centrale drivere bag Carlsbergs egenkapital forrentning ROE, og dermed deres succes, hvormed Carlsberg er sårbar overfor negativ udvikling i disse komponenter

Ydermere så vi, at Carlsberg, som så mange andre virksomheder bærer en vækstrisiko. Igennem en omfattende vækstanalyse så vi, ved at opdele Carlsbergs resultatopgørelse i hhv. permanente (core) poster og usædvanlige poster. Her så vi, at den store positive ændring i 2008 til dels skyldtes usædvanlige poster, hvormed samme positive udvikling ikke som udgangspunkt kan forventes i de kommende år. Denne viden vil vi ligeledes gøre brug af i budgetteringen senere i opgaven.

Residualindkomsten og dermed egenkapitalen udvikler sig positivt (dog skal det store opkøb holdes i mente), hvilket underbygger tendensen om en positiv udvikling i fremtiden. Endelig så vi, at Carlsberg har en høj soliditetsgrad, hvilket bevidner om en solid virksomhed.

I betragtning af, såvel den strategiske som den regnskabsmæssige analyse tegner der sig alt i alt et billede af en fornuftig virksomhed, men også en meget kompleks virksomhed der påvirkes af mange forhold, både intern og ekstern.

7. Budgettering

Ud fra den strategiske og regnskabsmæssige analyse vil vi i dette afsnit opstille et budget for Carlsbergs driftsaktivitet og finansieringsaktivitet med henblik på vores senere værdiansættelse.

Vi har valgt at fastlægge en budgetperiode på seks år fra 2009 til 2014. Begrundelsen for valget er, at jo længere en periode man vælger, jo større usikkerhed er der for arbitrære budgetforudsætninger. Mens en kortere periode vil give terminalværdien en for stor betydning i vores værdiansættelse (problematikken er medtaget i værdiansættelsen).

Den strategiske analyse viste, at Carlsbergs tre forskellige forretningsområder har udvist forskellig vækst de seneste år, og de er tre forskellige steder i deres livscyklus i forhold til PLC-kurve. Vækstudsigterne for de tre forretningsområder er også vidt forskellige, hvilket gør budgetteringen kompleks. Vi har valgt at lave vores budgettering på nettoomsætningsniveau for hvert af de tre forretningsområder, hvorefter vi budgetterer de øvrige poster på koncernniveau. Først vil vi dog estimere og analysere nettoomsætningen for 2009.

7.1 Estimering af nettoomsætningen for 2009

Vi har valgt at værdiansætte Carlsberg pr. 31. dec. 2009 - på nuværende tidspunkt har Carlsberg offentliggjort tre kvartalsregnskaber, som skal danne udgangspunkt for, hvordan årsresultatet samt nettoomsætningen bliver for 2009. Vi har valgt at estimere nettoomsætningen for 4. kvartal 2009 ud fra den historiske sæsonfordeling mellem kvartalerne, og derved med udgangspunkt i hvad 4. kvartal historisk har udgjort af nettoomsætningen for de forrige år. (Bemærk: Carlsbergs 2009-regnskab er efterfølgende blevet offentliggjort i februar 2010. Da vi foretog budgettering inden offentliggørelsen er dette ikke taget i betragtning i budgetteringen).

I nedenstående tabel er nettoomsætningen for 2009 estimeret..

Budgettering af nettoomsætningen for 2009											
Mio. kr.	4. kv. 2006		4. kv. %	4. kv. 2007		4. kv. %	4. kv. 2008		4. kv. %	gns. af 4 kvartal (%)	3 første
	2006	2006	af 2006	2007	2007	af 2007	2008	2008	af 2008	2006-2008	kv. 2009
Nord- og Vesteuropa	7.108	27.307	26	7.988	32.026	25	8.915	37.128	24	25	28.015
Østeuropa	2.635	11.465	23	2.066	9.657	21	4.616	19.137	24	23	14.442
Asien	562	2.299	24	709	2.886	25	984	3.555	28	26	3.183
Kilde: Årsrapporterne samt kvartalsregnskaber											
Bemærk at der er foretaget en opdeling af 2006 på de forretningsområder som man i 2008 har i Carlsberg.											

Tabel 33: Nettoomsætning pr. segment.

Det fremgår af modellen, at 4. kvartal for forretningsområderne historisk har ligget på et konstant niveau med mindre udsving. Derfor har vi valgt at anvende en gennemsnitsbetragtning ved beregning af helårsnettoomsætningen for 2009. Det som taler imod denne model er, at vi derved ikke får indvirkningen fra den økonomiske krise med i vores model for beregningen for hvad nettoomsætningen bliver for 4. kvartal 2009. I modellen har vi for 2006 valgt at lægge Carlsbergs del af BBH i Rusland på daværende tidspunkt, sammen med resten af Østeuropa. Dette gøres for at vi har mulighed for at budgettere ud fra de forretningsområder, som Carlsberg har på nuværende tidspunkt. Vi forventer en nettoomsætning i 2009 på ca. 61 mia. kr., hvilket er en mindre stigning i forhold til nettoomsætningen som var på ca. 60 mia. kr. i 2008.

7.2 Budgettering af regnskabsposter på koncernniveau

I dette afsnit vil vi udarbejde en budgettering af de enkelte regnskabsposter i resultatopgørelsen, som vi har med i vores reformulering. Formålet er at klarlægge forventningerne til Carlsberg i fremtiden på baggrund af vores strategiske- og regnskabsmæssige analyse. Først vil nettoomsætningen blive budgetteret, hvorefter de enkelte omkostningsposter vil blive gennemgået og budgetteret, dog med undtagelse af de finansielle omkostninger, som ikke budgetteres i forhold til nettoomsætningen, da de finansielle omkostninger skal ses i forhold til udviklingen i nettolånerenten og den nettorentebærende gæld.

7.3 Budgettering af driftsaktiviteten

7.3.1 Budgettering af salgsvæksten

I vores budgettering af salgsvæksten vil vi budgettere hvert af de tre forretningsområder som Carlsberg har fokus på.

Bemærk: Alle opgørelser fremgår i bilag 9

Nord- og Vesteuropa

Nord- og Vesteuropa er, som nævnt i den strategiske analyse, Carlsbergs største forretningsområde omsætningsmæssigt. Den strategiske analyse viste, at ølsalget har været stagnerende på mange af de europæiske markeder og dette underbygges af, at Carlsberg har effektiviseringer i højsædet for at skabe værdi på netop dette forretningsområde. Selv om salget generelt har været stagnerende har Carlsberg alligevel været i stand til at skabe værdi for aktionærene via netop denne strategi. Afmatningen på de vesteuropæiske markeder skyldes blandt andet ændrede forbrugerpræferencer samt en stigende konkurrence på alle markeder i Vesteuropa, (der er også andre grunde som er nævnt i den strategiske analyse). Til trods for udviklingen har Carlsberg som nævnt i 2008 og de første tre kvartaler af 2009, formået at skabe værdi for aktionærene via blandt andet effektiviseringer. I sommeren 2009 kom Carlsberg med en meddelelse om, at den samlede ølproduktion i Nord- og Vesteuropa var faldet 6% i forhold til 2008⁷⁸, hvilket var mere end forventet ved årets start. På trods af denne udvikling forventes stadig en stigning i resultatet af primær drift for hele koncernen i 2009 på 9,3 mia. kr. mod 7,9 mia. kr. i 2008⁷⁹.

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
%	Historisk					Budgetperiode					TP
	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Salgsvækst - Nord- og Vesteuropa		-0,99	3,82	17,28	15,93	0,60	0,00	0,30	0,20	0,30	0,30

Tabel 34: Carlsberg budget, salgsvækst Nord- og Vesteuropa.

Som følge af overstående udvikling på det Nord- og Vesteuropæiske marked, forventer vi ikke, at Carlsberg i den nærmeste fremtid vil være i stand til at øge sin nettoomsætning ved organiske vækst for dette forretningsområde. I lyset af den finansielle og økonomiske krise på verdensplan er det svært at spå om fremtiden. Vi vil som udgangspunkt være konservative i vores budgetperiode, idet længden af denne afmatning er svær at spå om. På baggrund af den strategiske analyse forventer vi, at salgsvæksten vil være forholdsvis stabil i budgetperioden

⁷⁸ <http://borsen.dk/investor/nyhed/162886>

⁷⁹ <http://borsen.dk/investor/nyhed/172655/>

Østeuropa

Østeuropa er Carlsbergs helt store investering og satsningsområde og som nævnt i den strategiske analyse, står Rusland for 85% af omsætningen i Østeuropa. Rusland er det marked som aktionærene har størst fokus på, hvilket dels skyldes de meget store vækstrater i henholdsvis volumen og omsætningen, dels er forventningerne til fremtiden generelt store til det russiske marked. Her skal det dog holdes for øje, at den Russiske regering som beskrevet i den strategiske analyse, har indført ølafgifter samt andre politiske beslutninger (lov om forbud mod salg af øl i butikskæder), hvilket kan sænke den forventede vækst i Rusland. Hvis man kigger på det seneste kvartalsregnskab fra 2009 (3. kvartal) er Ruslands ølproduktion faldet, men i oktober steg produktionen med 6,5% . sammenlignet med samme måned sidste år, hvilket er en fremgang fra et fald i september på 5,7%.⁸⁰

Den russiske nedtur tog fart for godt et år siden, hvor septembers produktion viste et fald på 13% Carlsbergs ledelse har fastholdt en prognose om et russisk produktionsfald på 5-6%. i 2009, men venter nu et fald på 10%.⁸¹. Ud fra den strategiske analyse og Carlsbergs udmeldinger om 3. kvartal 2009, vurderer vi, at tilbagegangen i ølproduktionen langt hen ad vejen må tilskrives den økonomiske krise. Endvidere vurderer vi, at Dumaens vedtagelse af ølafgifter mv. har nået en stabiliseringsperiode, hvormed vi forventer at have set de største fald og dermed forudser, at produktionen er ved at vende for Carlsberg. Vi forventer stadig en tilbagegang i produktionen i de næste år og dermed også i nettoomsætningen samt i salgsvæksten. På baggrund af den strategiske analyse forventer vi, at Østeuropa stadig har et meget stort vækstpotentiale, men man skal ikke forvente de samme store stigninger i salgsvæksten, som man historisk har set, og med tiden vil man se mere "normale" vækstrater, hvilket også fremgår af vores budgettering. Dette underbygges af det store opkøb i Rusland, hvormed Carlsberg nu er markedsledende og dermed har en meget stor andel af markedet. Vi forventer et samlet fald på lidt over 2% i nettoomsætningen fra 2009 i forhold til 2008. Fra 2011 og frem mod terminalperioden forventer vi en positiv vækst jf. salgsbudgettet.

⁸⁰ <http://borsen.dk/investor/nyhed/170329/>

⁸¹ <http://borsen.dk/fodevarer/nyhed/172451/>

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
%	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Salgsvækst - Østeuropa		19,41	15,40	-15,77	98,17	-10,00	-1,00	2,00	4,00	6,00	2,00

Tabel 35: Carlsberg budget, salgsvækst Østeuropa.

Asien

Carlsbergs forretning i Asien er som beskrevet et udviklingsområde og stod i 2008 for 5% af den samlede omsætning. I vores BCG model blev Asien betegnet som værende en Star, hvilket primært skyldes, at Carlsberg i dette område har meget store organiske vækstrater samt betydelige markedsandele, som kun bliver større og større.⁸² I de første ni måneder af 2009 havde Carlsberg en vækst i ølvolumen på 9% (i forhold til samme periode i 2008), hvilket må betegnes som værende en høj vækst i forhold til tiderne. Resultatet heraf var, at den primære drift steg 35% og her var den organiske vækst på 21%. Årsagen for de store vækstrater blev beskrevet og analyseret i den strategiske analyse, men primært er, at den asiatiske befolkning har ændret forbrugeradfærd. Før i tiden drak befolkningen mere spiritus, men nu rangerer øllet højere, hvilket Carlsberg (blandt andre) nyder godt af.

I forhold til vores budgettering er det vigtigt at være opmærksom på, at de høje vækstrater med tiden vil falde til et mere normalt niveau på grund af øget konkurrence og produktets livscyklus. Vi forventer at Carlsberg vil fortsætte sin vækst, dels den organiske vækst men også gennem opkøb og konsolideringer for at vinde markedsandele. Vi forventer en stigning på 20% i nettoomsætningen for 2009 og denne vækst vil være aftagende frem mod terminalperioden jf. salgsbudgettet.

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
%	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Salgsvækst - Asien		11,14	41,39	25,53	23,18	20,29	14,00	10,00	7,00	6,00	4,00

Tabel 34: Carlsberg budget, salgsvækst Asien.

Som det fremgår af vores analyse af nettoomsætningen på de tre forretningsområder, vil Østeuropa og Asien i fremtiden udgøre en større og større andel af Carlsbergs samlede nettoomsætning. Det stagnerende salg i Nord- og Vesteuropa, kombineret med den fremtidige fremgang på de to øvrige forretningsområder vil forstørre denne effekt. Når en

⁸² Carlsberg Group kvartalsregnskab 2009

virksomhed går ind på nye markeder vil der altid være en risiko forbundet mht. prispres, konkurrenter mv.. Vi mener, at analysen i den strategiske analyse og udviklingen i 2009 viser, at Carlsberg har meget store udviklingsmuligheder i Asien og Østeuropa. Østeuropa vil som nævnt have negativ vækst i 2009 i ølproduktionen, men dette forventer vi vil ændre sig i de kommende år.

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
%	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Salgsvækst - Nord- og Vesteuropa		-0,99	3,82	17,28	15,93	0,60	0,00	0,30	0,20	0,30	0,30
Salgsvækst - Østeuropa		19,41	15,40	-15,77	98,17	-10,00	-1,00	2,00	4,00	6,00	2,00
Salgsvækst - Asien		11,14	41,39	25,53	23,18	20,29	14,00	10,00	7,00	6,00	4,00
Salgsvækst i alt		4,86	7,99	8,92	33,95	0,66	-0,25	1,59	1,94	1,96	1,18

Tabel 36: Carlsberg budget, salgsvækst samlet.

7.3.2 Budgettering af AOH og Beregningen af NDA

I rentabilitetsanalysen beregnede vi AOH, dette har dannet grundlag for budgetteringen af samme. Vi har vurderet AOH til at være 0,81 i hele budget- samt terminalperioden. Herefter er NDA beregnet ud fra følgende formel⁸³:

$$NDA_t = salg_t + 1 \times 1/AOH_t$$

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
1/AOH		1,3	1,18	1,11	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
NDA	39.866	40.751	39.489	41.239	106.849	48.756	49.532	50.491	51.478	52.088	52.705

Tabel 37: Carlsberg budget, AOH og NDA.

7.3.3 Budgettering af CoreOG fra salg (før skat) og DO fra salg før skat

Vi har i budgettet valgt at budgettere CoreOG fra salg (før skat) ud fra den historiske overskudsgrad og ud fra vores konklusioner i den strategiske analyse. Nedenstående er en analyse af de overvejelser vi har gjort os for de primære udgifter i driften.

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
%	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Core Ogsalg før skat		0,07	0,08	0,1	0,11	0,11	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13

Tabel 38: Carlsberg budget, Core overskudsgrad.

⁸³ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse—en praktisk tilgang. 2.udgave, 2.oplag, side 228

Driftsoverskuddet fra salg (før skat) er givet ud fra følgende ligning⁸⁴:

$$DO \text{ fra salg (før skat)} = \text{salg}_t \times \text{coreOGsalg(før skat)}$$

Vi forventer, at Carlsberg i løbet af budget perioden vil være i stand til at fortage de nødvendige effektiviseringer som er nævnt i den strategiske analyse og er i tråd med Carlsbergs strategi om at "slanke" virksomheden.

I den strategiske analyse har vi beskrevet, hvorledes Carlsberg har fokus på effektiviseringer på især produktionsomkostningerne for at skabe værdi for aktionærerne, hvor Excellence-programmerne blandt andet har til formål at sænke produktionsomkostningerne. Carlsberg vil i fremtiden stadig have fokus på effektiviseringer, dette gælder især på det Vesteuropæiske marked, hvor man ikke kan skabe værdi via volumen pga. det stagnerende salg. Vi forventer, at Carlsberg også i fremtiden vil have fokus på netop denne post, da det netop er denne som i høj grad har skabt gode resultater de sidste år.

Salgs- og distributionsomkostningerne: Som det er beskrevet i den strategiske analyse, har Carlsberg historisk været meget aktiv i forbindelse med at komme ind på nye markeder - ikke mindst i Asien og Østeuropa. Dette, kombineret med den store konkurrence der er på det Nord- og Vesteuropæiske marked gør, at det må forventes at Carlsberg anvender endnu flere ressourcer til marketing i kommende år. Vi forventer derfor i vores budgetperiode, at Salgs- og distributionsomkostningerne frem mod terminalperioden vil være stigende, for herefter at finde et mere stabilt niveau.

Som nævnt har Carlsberg fokus på sine omkostninger for at skabe værdi. Og ved analyse af de interne forhold i Carlsberg (jf. Porters værdikæde) beskrev vi, hvordan der i forbindelse med Excellence-programmet, er etableret et såkaldt Corporate Center som udfører administrative opgaver på tværs af landene, Det er svært at vurdere effekten af sådanne initiativer, men det viser at Carlsberg har fokus på effektiviseringer og at man vil "slanke" virksomheden på alle niveauer i værdikæden. Vi forventer at Carlsberg vil sænke

⁸⁴ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse—en praktisk tilgang. 2.udgave, 2.oplag, side 229

administrationsomkostninger i fremtiden, denne post er dog meget afhængig af om Carlsberg i fremtiden vil foretage yderligere konsolideringer mv.

7.3.4 Budgettering af den effektive skatteprocent og DO fra salg efter skat

Den effektive skattesats afviger en smule fra den danske skattesats som er 25%. Dette skyldes skattesatserne på de udenlandske markeder, fx har man i Rusland nedsat selskabsskatten fra 24% til 20% fra og med 2009. Den effektive skatteprocent var i 2007 på 28,7% mod -11,2% i 2008. Den effektive skatteprocent er sat til 25% i hele budgetperioden. Da den effektive skatteprocent som nævnt variere fra år til år, og det er i analyseøjemed svært at vurdere udviklingen i fremtiden. DO fra salg efter skat er givet ud fra skattesatsen og driftsoverskuddet før skat jf. nedenstående tabel

Proforma-opgørelser for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
DO salg	2.157	1.926	2.403	3.281	6.884	4.978	5.192	5.274	5.376	5.481	5.546

Tabel 39: Carlsberg budget, Driftsoverskud fra salg.

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
%	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Effektiv skatteprocent		27,5	28,3	28,7	-11,2	25	25	25	25	25	25

Tabel 40: Carlsberg budget, Effektiv skatteprocent.

7.3.5 Budgettering af andet DO efter skat

Posten DO efter skat, er budgetteret ud fra den historiske udvikling og med udgangspunkt i, at posten i budgetperioden ikke vil udgøre et væsentligt beløb for det samlede "proforma regnskab". Posten er i hele budgetperioden sat til at være på 340 mio. kr. jf. nedenstående model.

Proforma-opgørelser for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Andet DO	154	585	334	355	259	340	340	340	340	340	340

Tabel 41: Carlsberg budget, Andet driftsoverskud.

7.3.6 Budgettering af særlige poster

De særlige poster har i hele den analyserede periode fra 2004 (-598 mio. kr.) til 2008 (-1.641 mio. kr.), været negativ. Hvis man ser nærmere på tallene i tabel 42 fremgår det, at niveauet af posten har været forholdsvis konstant fra 2004 (-598 mio. kr.) til 2007 (-427 mio. kr.), Den store stigning skal altså tilskrives de store nedskrivninger som Carlsberg har

foretaget i 2008 - dels nedskrivninger på bryggerier rundt omkring i verden som følge af den globale finanskrisen, samt tab ved salg af de frasolgte bryggerier. Posten er meget svær at budgettere - vores forventning er, at de særlige poster også i 2009 vil være på niveau med 2008, som følge af den globale finanskrisen med tilhørende nedskrivninger. Vi forventer, at der fra 2010 og frem mod terminalperioden vil være et mere konstant niveau for posten, et niveau som ligner tallene i periode fra 2004 til 2007. Posten er som nævnt meget svær at budgettere og ville høj grad være baseret på gæt, med denne baggrund har vi valgt at sætte posten til 0 i hele perioden.

Proforma-opgørelser for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
UP	-264	1.904	-1.837	-881	3.678	0	0	0	0	0	0

Tabel 42: Carlsberg budget, Særlige poster.

7.4 Budgettering af finansieringsaktiviteten

7.4.1 Budgettering af FGEAR og beregning af netto finansielle forpligtelser

Vi beregnede FGEAR i rentabilitetsanalysen og har på baggrund heraf fastsat FGEAR til 0,84 for hele budgetperioden, da det som analytiker er svært at udtale sig om fremtidens forhold mellem egen- og fremmedfinansiering, derfor har vi sat den FGEAR til hvad den var i regnskabet for 2008. Efter beregningen af FGEAR er de nettofinansielle forpligtelser (NFF) givet ud fra ligningen⁸⁵:

$$NFF_t = \left(\frac{1}{1+FGEAR} \right) \times NDA$$

Proforma-opgørelser for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
NFF	23.074	21.255	20.502	21.295	46.098	22.258	22.613	23.050	23.501	23.779	24.061
FGEAR		0,94	0,97	1,07	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84

Tabel 43: Carlsberg budget, NFF og FGEAR.

7.4.2 Budgettering af lånerenten efter skat og netto renteomkostninger

Med en prognose over nettofinansielle forpligtelser primo hvert år, budgetteres netto finansielle omkostninger (NFO) ved at anvende en passende r , jf. formlen⁸⁶:

$$NFO_t = r \times NFF_t - 1$$

⁸⁵ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse—en praktisk tilgang. 2.udg., 2.oplag, side 231

⁸⁶ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse—en praktisk tilgang. 2.udg., 2.oplag, side 231

Det er svært for os at analysere hvad Carlsbergs nettolåne renten vil være i fremtiden, da denne afhænger af renteutviklingen i alle de lande, hvor Carlsberg har udeståender. Dette, kombineret med den finansielle krise gør ikke opgaven nemmere. I vores Core rentabilitetstal beregnede vi den historiske rent, med udgangspunkt i NFF og NFO og vi har valgt, at renten i hele budgetperioden vil være 8,4%, dette er en høj rente, højere end den historisk har været, men de store investeringer i 2008 gør, at vi forventer en højere rente end hvad man ellers har set i de analyserede år.

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
%	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Lånerenten, r		0,055	0,031	0,045	0,084	0,084	0,084	0,084	0,084	0,084	0,084

Tabel 44: Carlsberg budget, Lånerenten.

7.4.3 Budgettering af minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet

Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet er i den analyserede periode gået fra at være 7,52% i 2004 til at være 7,19% i 2008. Vi har i budgettet valgt at budgettere MINRES til at være 7,19% i hele budgetperioden, dette med en forventning om, at MINRES vil ligge på et forholdsvist konstant niveau.

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
%	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Minres / koncernres		7,52	89,78	16,38	7,19	7,19	7,19	7,19	7,19	7,19	7,19

Tabel 45: Carlsberg budget, minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet.

7.4.4 Beregning af nettooverskuddet (Totalindkomsten)

Beregningen af nettooverskuddet er, med de ovenstående beregninger nu givet ud fra følgende formel⁸⁷:

$$NO_t = DO_t - NFO_t - MINRES_t$$

⁸⁷ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse—en praktisk tilgang. 2.udg., 2.oplags side 230

Proforma-opgørelser for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Nettoomsætning:											
Nord- og Vesteuropa	26.564	26.302	27.307	32.026	37.128	37.351	37.351	37.463	37.538	37.650	37.763
Østeuropa	8.320	9.935	11.465	9.657	19.137	18.715	17.967	18.326	19.059	19.821	20.218
Asien	1.463	1.626	2.299	2.886	3.555	4.276	4.875	5.362	5.738	6.082	6.325
Ikke fordelt	-63	184	15	181	124	0	0	0	0	0	0
Nettoomsætning i alt	36.284	38.047	41.086	44.750	59.944	60.342	60.192	61.151	62.334	63.553	64.306
Driftsomkostninger	-34.127	-36.121	-38.683	-41.469	-53.060	-55.364	-55.000	-55.877	-56.958	-58.072	-58.760
DO salg	2.157	1.926	2.403	3.281	6.884	4.978	5.192	5.274	5.376	5.481	5.546
Andet DO	154	585	334	355	259	340	340	340	340	340	340
UP	-264	1.904	-1.837	-881	3.678	0	0	0	0	0	0
DO i alt	2.047	4.415	900	2.755	10.821	5.318	5.532	5.614	5.716	5.821	5.886
NFO	-867	-944	-580	-930	-2.828	-2.074	-1.870	-1.899	-1.936	-1.974	-1.997
Koncernresultat	1.180	3.470	320	1.825	7.993	3.244	3.662	3.715	3.780	3.847	3.889
MINRES	-169	-261	-287	-299	-575	-233	-263	-267	-272	-277	-280
NO (TI)	1.011	3.209	33	1.526	7.418	3.011	3.399	3.448	3.508	3.571	3.609

Tabel 46: Carlsberg budget, totalindkomst.

7.4.5 Beregning af Egenkapitalen

Egenkapitalen er udregnet som egenkapital primo, tillagt årets resultat og fratrullet udbetalte dividender. Som beskrevet i gennemgangen af værdiansættelsesmodellerne, hviler DCF-modellen på en forudsætning om, at overskudslikviditet udloddes, eller investeres i projekter med en netto nutidsværdi lig nul. For at forenkle budgetteringen er det valgt, at al overskudslikviditet udloddes. Således antages det at den frie cash flow til ejerne i pengestrømsopgørelsen er udloddet, og fratrækkes således i egenkapitalen for samme år.

De budgetterede balancer er nu færdige og egenkapitalen kan nu udregnes ud fra følgende⁸⁸ formel:

$$EK_t = NDA_t - NFF_t$$

Proforma-opgørelser for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
EK	16.792	19.496	18.987	19.944	60.751	26.498	26.920	27.441	27.977	28.309	28.644

Tabel 47: Carlsberg budget, Egenkapital.

⁸⁸ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse—en praktisk tilgang. 2.udg., 2.oplag, Side 233

7.4.6 Budgettering af nettodividenden

Nettodividenden er beregnet ud fra den dividende som vi kom frem til i reformuleringen af egenkapitalen, dvs. det afkast som ejerne har fået i det pågældende år (jf. reformulerignen af EK). Nettodividende pay out er defineret som:

$$\text{Nettodividende}_t / \text{Nettooverskud}_t$$

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
%	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Nettodividende pay out %		16	427	58	-394	-10,38	0,88	0,85	0,85	0,91	0,91

Tabel 48: Carlsberg budget, nettodividende pay out.

Nettodividenden er i budgettet udregnet ud fra at:

$$d_t = \text{nettooverskud}_t - \Delta EK_t$$

Proforma-opgørelser for Carlsberg											
Historisk						Budgetperiode					TP
Mio. kr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Netto dividende	-2.960	519	141	884	-29.232	-31.243	2.976	2.927	2.972	3.239	3.274

Tabel 49: Carlsberg budget, nettodividende.

Gældsfinansieringen kan efterfølgende bestemmes ud fra ligningen:

$$NFO_t - \Delta NFF_t + MINRES_t - \Delta MIN_t$$

8. Værdiansættelse

Bemærk: Alle opgørelser fremgår i bilag 10

8.1 Beregning af WACC

Fordi den frie pengestrøm skal aflønne både fremmed- og egenkapitalindskyderne, anvendes de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). WACC er den diskonteringsrente, der skal anvendes til at diskontere de frie pengestrømme for Carlsberg i vores værdiansættelse ud fra DCF modellen. Værdien fra terminalperioden kan ofte udgøre en stor andel af den samlede markedsværdi, såfremt man vælger en "kort" budgetperiode, hvilket betyder at WACC har stor betydning for den endelige værdiansættelse. WACC beregnes ud fra følgende formel⁸⁹:

$$Wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * k_g$$

hvor

Wacc = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi af NFF

V_0^{NDA} = markedsværdi af virksomheden ($V_0^{NDA} = V_0^E + V_0^{NFF}$)

k_e = ejernes afkastkrav

k_g = finansielle omkostninger efter skat

8.1.1 Fastlæggelse af egenkapitalomkostningerne

Til bestemmelse af egenkapitalomkostninger tages udgangspunkt i CAPM, hvor ejernes afkastkrav estimeres ud fra følgende formel:

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

K_e = ejernes afkastkrav

R_f = risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)
 $E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen
 $E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

Nedenstående findes forklaring til de enkelte antagelser som vi nødvendigvis har taget for at kunne beregne ejernes afkastkrav.

Risikofrirente

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

Det er normal praksis ved værdiansættelse at benytte den effektive rente fra en 10- årig toneangivende statsobligation. Derfor benyttes en risikofri rente på 3,85% til beregning af ejers afkastkrav, hvilket ligeledes er den rentesats vi benyttede i forbindelse med rentabilitetsanalysen.

Systematiskrisiko

Ideen med CAPM er, at kun en del af risikoen kan bortdiversificeres. Den del der ikke kan elimineres ved at investere i en diversificeret portefølje, bør indgå i prisdannelsen på en aktie. Beta er derfor et risikomål for de virksomhedsspecifikke risici og er den værdi i CAPM, der afgør, hvor risikopræmien for det enkelte aktiv er i forhold til svingninger i aktiemarkedet som helhed (fx konjunkturer). Beta for Carlsberg estimeres ud fra den driftsmæssige og finansielle risiko, vi har foretaget en kvalitativ vurdering af de to parametre set i forhold til markedet som helhed, samt på baggrund af risikoanalysen i den regnskabsmæssige analyse, og kommet frem til, at Carlsberg har en beta værdi på 0,85.

Risikopræmie

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

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

Der er flere metoder til at beregne risikopræmien, men vi har valgt at se på den gennemsnitlige risikopræmie som historisk har ligget på omkring 4%⁹⁰.

Ejernes afkastkrav kan nu beregnes til

$$K_e = 0,0385 + 0,85(0,04) = 0,0725$$

Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Værdien af fremmedkapitalen svarer til nutidsværdien af kontraktaftalte fremtidige betalinger til fremmedkapitalindskyderne. For at finde nutidsværdien af betalingerne tilbagediskonteres de med en rente der indkalkulerer risikoen forbundet med betalingerne. Markedsværdien af fremmedkapitalen kan værdiansættes ved at estimere risikoen for misligholdelse og de forventede betalinger til långiver i tilfælde af misligholdelse. Hvorvidt denne metode bør anvendes afhænger af hvilken type gæld virksomheden har. Ud fra selskabets regnskabspraksis kan det udledes, at selskabets gæld optages til markedsværdi, da nominelværdi med fradrag af kurstab afspejler nutidsværdien af kontraktaftalte fremtidige betalinger til fremmedkapitalindskyderne. Det er i selve budget- og terminalperioden svært at fastlægge hvad kapitalstrukturen vil være, derfor har vi valgt at fastlægge kapitalstrukturen mellem egenkapital og fremmedkapital på 0,5⁹¹.

⁹⁰ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse—en praktisk tilgang. 2.udg., 2.oplag. Side 52

⁹¹ O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse—en praktisk tilgang. 2.udg., 2.oplag. Side 56

8.1.2 Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav

Da pengestrømmene fra virksomhedens driftsaktiviteter måles efter skat, skal de finansielle forpligtelser også måles efter skat. De finansielle forpligtelsers afkastkrav er givet ud fra følgende formel:

$$K_g = (r_f + r_s)(1 - t)$$

Hvor

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t = selskabsskatteprocent

Marginal selskabsskattesats og selskabsspecifikt risikotillæg

Set ud fra et historisk perspektiv har danske selskaber oplevet en faldende selskabsskattesats, og sidste gang staten sænkede selskabsskatten var i forbindelse med lovændringen af selskabsskatteoven i 2007 - her blev selskabsskattesatsen sænket fra 28% til 25%. Som nævnt under budgettet vil selskabsskattesatsen være 25% i budget- og terminalperioden.

Med hensyn til størrelsen af det risikotillæg som Carlsberg har på sin gæld, kommer vi frem til dette tillæg ved, at sige renten fra vores budgetforudsætninger (8,4%) fratrasket renten fra den 10 årige statsobligation (3,5%) = 4,55%.

$$K_g = (0,0385 + 0,0455)(1 - 0,25) = 0,063$$

Herefter kan WACC udregnes:

$$WACC = (0,5 * 0,0725 + ((1-0,5) * 0,063)) = 6,78\%$$

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

8.2 Konklusion på værdiansættelsen

Værdiansættelse ud fra DCF modellen								
DCF - modellen :	Indeværende periode	Budgetperiode				Terminalperiode		
		0	1	2	3	4	5	6
FCFF (Free Cash flow to the firm)		-52.775	5.432	5.344	5.430		5.927	5.993
PV af FCFF		-49.424	4.764	4.389	4.177		4.269	
Samlet PV af budgetperioden		-31.825						
Terminalværdi							215.574	
KV af terminalværdi		155.292						
Virksomhedens værdi (NDA)		123.467						
Bogført værdi af NFF		46.098						
Værdi af egenkapital		77.369						
Værdi af minoritetsinteresser		-						
Værdi af egenkapital, moder		77.369						
Antal aktier i alt stk.		152.556.000						
Egne aktier pr. 31/12-2008 stk.		3.276						
		152.552.724						
Værdi pr. aktier i kr.		507						

På baggrund af budgetteringen er Carlsbergs aktiekurs beregnet til 507 kr. Denne aktiekurs er udover budgettet afhængig af den fastsatte Beta og væksten i terminalperioden, der som udgangspunkt er fastsat til henholdsvis 0,85 og 4%.

De gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) afspejler den fremtidige kapitalstruktur og dermed det fremtidige afkastkrav for investorerne og långiverne. WACC'en på 6,78% er beregnet på baggrund af den estimerede Beta der er fundet ud fra Carlsbergs samlede drifts og finansielle risici samt markedets tendenser. Ved en værdiansættelse ud fra DCF-modellen vil aktiekursen være (meget) afhængig af dels WACC'en og væksten i terminalperioden. I følsomhedsanalysen kan ændringer i de 2 faktorer ses.

Terminalvæksten er fastsat til 4%, hvilket er højere end hvad man kan forvente, at inflationen vil være. Dette skyldes de store vækstmuligheder i Østeuropa og Asien, men samtidig forventes væksten i Østeuropa som det også fremgår af vores budgetforudsætninger at være negativ de første år og herefter støt faldende mod et mere "normalt" niveau, på denne baggrund er væksten i terminalperioden valgt.

Lukkekursen den ultimo 2009 var 384, det kan således konkluderes, at aktien er undervurderet og at den kan købes indtil kurs 507 med de nuværende informationer pr. 31/12-2009.

Nedenstående tabel viser forskellige analytikeres estimater af Carlsbergs kursværdi

Kursmål fra forskellige analytikere fra den 18/12-09 til den 19/01-10		
1	Jyske Bank	450
2	Bank of America	470
3	Handelsbanken	390
4	Evolution Securities	430
5	Swedbank	400
6	JP Morgan	345
Gennemsnit		414,17
KILDE: http://www.kurstarget.dk/aktier.php?ticker=CARL		

Tabel 50: Carlsberg kursmål

8.3 Følsomhedsanalyse

I dette afsnit vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse af de væsentligste value drivers bag værdiansættelsen. I beregningen af kursværdien på 507 kr. udgør terminalperioden en meget stor del i og med, at vi har valgt en forholdsvis kort budgetperiode, det skal dog understreges, at der også i budgetperioden er usikkerhed, men den største indvirkning på kursværdien kommer fra terminalperioden. Dette medvirker dels at WACC'en og væksten i terminalperioden har en stor effekt på vores kursværdi.

Nedenstående tabel viser effekten på Carlsbergs kursværdi ved en ændring i væksten i terminalperioden kombineret med en ændring i WACC'en for både budget- og terminal perioden.

		Vækst				
		2,5	3	3,5	4	4,5
Wacc	6	329	468	664	958	1447
	6,78	150	238	352	507	730
	7	111	189	289	423	609
	8	-25	23	83	157	252

Tabel 51: Carlsbergs følsomhedsanalyse

Det ses, at ændringerne i såvel WACC'en som væksten i terminalperioden har en væsentlig indvirkning på kursværdien. Udgangspunktet for værdiansættelsen var en WACC = 6,78% og vækst = 4%. Fastholdes WACC'en ses det, at kursværdien vil svinge

mellem kr. 150 og 730 med en vækst mellem 2,5 – 4,5 %. hvilket viser, at vores kursværdi er meget afhængig af den valgte vækst i terminalperioden. Hvis væksten omvendt fastholdes i terminalperioden, vil kursværdien svinge mellem kr. 157 og 958 ved en WACC mellem 6-8 % hvilket viser, at jo højere afkastkravet er fra ejere og bankerne jo lavere vil kursværdien i vores værdiansættelse være. Generelt må det siges, at det er svært at budgettere vækstrater mv. ud i fremtiden, på denne baggrund har terminalperioden en meget stor "værdi" i DCF-modellen af den samlede kursværdi. Vores budgetperiode er ikke lang, men en længere budgetperiode vil efter vores mening ikke give en mere retvisende kursværdi da der er utallige ukendte faktorer når man budgetterer.

8.4 Mutipleanalyse

I dette afsnit vil der blive udarbejdet en relativanalyse af forskellige prismutiple med det formål, at foretage en kontrol af det værdiestimat der fremkom ved brug af DCF modellen. Ideen bag mutipleanalyse er at sammenligne Carlsbergs performance for P/E og P/B med andre virksomheder i branchen som er sammenlignelige med Carlsberg (jf. afsnit 3.3). Formålet er at vurdere, hvordan Carlsberg performer i forhold til sine konkurrenter på de valgte mutiples, med henblik på at spotte over- og undervurderede aktier og generelle tendenser i branchen. I forbindelse med denne relativanalyse og i forlængelse af vores opgave ville det optimale være, hvis overskuddet var beregnet på totalindkomstbasis og ikke regnskabstal, af omfangsmæssige grunde er det valgt ikke at reformulerer de virksomheder som vi benchmarker Carlsberg med.

Nøgletal medio 2009	Anheuser-Busch				
	InBev	SABMiller	Heineken	Carlsberg	GrupoModelo
P/E	17,56	18,92	9,48	6,64	9,41
P/B		1,57	1,66	0,75	1,77

Tabel 52: Carlsberg multipleanalyse

Price-earnings kan betragtes som prisen for at få del i en indtjeningskrone og beregnes som markedsværdien af egenkapitalen ift. 'resultat efter skat'. Som det fremgår af tabel 50 ligger Carlsberg med en P/E på 6,64 lavt i forhold til konkurrenterne, det giver et afkast på 15% ($100/6,64$) hvilket er højt for branchen. Price to Book er givet som P over den indre værdi, hvilket giver et udtryk om markedsværdien over den bogførte værdi. Af tabellen

fremgår det, at Carlsberg medio 2009 har en P/B på 0,75. Der kan være flere forklaringer på dette tal, én er, at Carlsbergs kurs (P) er historisk lav og at meget afhængig af udviklingen på det store russiske marked, som igen er meget afhængig af politiske beslutninger mht. afgifts niveau, lukkelov mv. (denne problematik er beskrevet i den strategiske analyse). Nedenstående er den historiske udvikling for Carlsbergs nøgletal P/E og P/B.

Nøgletal for Carlsberg	2006	2007	2008	E2009
P/E	20,9	17,3	6,7	14
P/B	2,4	2,5	0,5	1
P (kursen 31/12 ultimo året)	561	617	187	384

Tabel 53: Carlsbergs P/E og P/B nøgletal

Som det fremgår, vil Carlsberg med den nuværende kurs ultimo 2009 have en P/B på 1 hvilket er mere normalt i forhold til de 0,5 i 2008. Den historiske udvikling i P/B er endeligt afhængig af udviklingen i konjunkturerne som følge af, at regnskabsreglerne i højere og højere grad tillader indregning til dagsværdier, hvilket vil påvirke dette nøgletal betydeligt både i høj- og lavkonjunkturer som det med al tydelighed fremgår af ovenstående tabel. I forhold til konkurrenterne må det konkluderes, at Carlsberg med den lave P/E giver et højt afkast i forhold til sine konkurrenter. Dette vil sige, at en investor i INBEV skal betale 17,56 kr. for 1 krones afkast hvorimod man kun skal betale 6,64 kr. i Carlsberg. Omvendt tyder P/B tallet på, at Carlsberg er meget afhængig af udviklingen på det russiske marked og de politiske beslutninger som bliver truffet i Dumaen som vi også har nævnt gennem den strategiske analyse

9.0 Konklusion

Helt grundlæggende var vores intention med nærværende afhandling, at besvarer følgende problemstilling:

"Under hensyntagen til de forhold der gør sig gældende, hvilken teoretisk aktiekurs kan da beregnes pr. 31. december 2009 for ét styk Carlsberg A/S-aktie på stand-alone basis, og er denne teoretiske aktiekurs i overensstemmelse med børskursen aflæst pr. 31. december 2009"

For at besvare den grundlæggende problemstillingen formulerede vi en række delspørgsmål, der samlet set skulle give os svaret. Først og fremmest ville vi skabe forståelse af Carlsberg som virksomhed og gennem en grundig analyse kunne vi konkludere, at Carlsberg er en virksomhed med en lang historie bag sig. Virksomheden har udviklet sig meget siden den blev grundlagt i 1847, og er i dag et veletableret, internationalt aktieselskab der med sin position som verdens fjerde største bryggeri, matcher de helt store bryggerigiganter på verdensplan. Vi erfarede, at Carlsberg via deres målsætning om at *opbygge den hurtigst voksende globale bryggerivirksomhed og være en betydelig spiller på de markeder hvor de operer*, har fokus på særligt tre forretningsområder, hhv. Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. De tre forretningsområder adskiller sig fra hinanden på en lang række områder og befinder sig vækstmæssigt på forskellige stadier. Grundet denne adspredelse forretningsområderne imellem gør Carlsberg brug af forskellige strategier på de enkelte forretningsområder, og forskellige produkter fra Carlsbergs store produktportefølje er centrale i hvert af forretningsområderne.

Med tanke på problemstillingen ønskede vi at identificere Carlsbergs strategiske position og formulerede følgende delspørgsmål:

"Hvad har tendenserne været i ølbranchen i de seneste år, og hvad er udsigterne for de kommende år? Hvilken indvirkning vil dette have for Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder?"

Til at besvare spørgsmålet tog vi udgangspunkt i den makroøkonomiske **PESTEL-model**, som hjalp os med at identificere en række forhold, der i de seneste år har gjort sig gældende i Carlsbergs omverden, og som Carlsberg derfor berøres af, uden egentlig at have indflydelse. Af særligt centrale forhold kan opremses diverse **politiske forhold** som alkoholpolitik, og skatte- og afgiftspolitik, som alle er forhold der i form af merpris begrænser væksten i virksomheder i bryggeribranchen. Særligt sidstnævnte vil blive en stor udfordring for Carlsberg, i forbindelse med lovændring i Rusland vedr. alkoholafgiften. Endvidere **økonomiske forhold** hvor faktorer som usikkerhed i verdensøkonomien, og i forlængelse heraf ændringer i forbrugerens disponible indkomst, vanskeliggøre vækst i bryggeribranchen. Ydermere erfarede vi, at **sociale forhold** udfordrer bryggerierne. Dels i form af fundamentale kulturelle normer, som stiller krav til bryggeriernes evne til at nå forbrugerne på de forskelligartede markeder. Dels fordi branchen påvirkes af modetendenser og livsstilsændringer, som kan have betydning for bryggeriernes afsætningsmuligheder hos dele af befolkningen. Endelig så vi, at også teknologiske-, miljømæssige- og lovmæssige forhold påvirker bryggeribranchen.

Af den makroøkonomiske analyse har vi derfor kunne konkludere, at Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder vil blive påvirket af omverdenen, på særligt det politiske- og økonomiske plan, som beskrevet ovenfor.

Som næste led i vores strategiske analyse formulerede vi følgende spørgsmål:

"Hvad er de konkurrencemæssige tendenser i ølbranchen og hvorledes påvirker dette Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder?"

Til dette gjorde vi brug af **Porters Five Forces**, som hjalp os med at identificere konkurrenceintensiteten i bryggeribranchen, og derigennem danne overblik over Carlsbergs konkurrencemæssige position. I de tilfælde hvor det var nødvendigt, analyserede vi de fem komponenter i Porters Five Forces for hvert af de tre primære forretningsområder.

I gennem analysen blev det os klart, at Carlsberg generelt befinder sig i en kapitalintensiv branche med høje **adgangsbarrierer**, hvor intensiv markedsføring, store produktionsanlæg og en stor portion knowhow er uundværlig. Generelt har vi derfor

konkluderet, at risikoen for konkurrence fra nye konkurrenter langt hen af vejen er begrænset, hvormed Carlsberg er godt positioneret. Ydermere er det en branche som er mærket af store fusioner bryggerierne imellem – her er Carlsberg selv et godt eksempel, med det seneste opkøb af Scottish Newcastle.

Branchen er endvidere kendetegnet ved, at **kundernes forhandlingsstyrke** er forholdsvis stor, idet der er adskillelige mærker at vælge imellem. Råvare **leverandørernes forhandlingsstyrke** er tillige stor, idet bryggeriernes produktion afhænger af råvarerne. Vi så dog at Carlsberg har positioneret sig godt i denne forbindelse, ved opkøbet af Danish Malting Group, som til en vis grad gør Carlsberg uafhængig af råvareleverandører. En analyse af **substituerende produkter** til øl, viste os, at der er en lang række alternativer til øl, hvilket øger konkurrencen yderligere for Carlsberg.

Konkurrenceintensiteten er forskellig på de tre forretningsområder, men generelt kunne vi konkludere, at Carlsberg står godt i Nord- og Vesteuropa, samt i Østeuropa, dog er der hård og konstant konkurrence fra de fire øvrige bryggerigiganter I asien er Carlsbergs markedsandele beskedne og konkurrencen er derfor hård, også fra mindre og lokale bryggerier.

Alt i alt har vi således kunne konkludere at konkurrencen i ølbranchen er stor ikke kun fra de store giganter, men også fra lokale bryggerier, samt fra diverse udbydere af substituerende produkter. Carlsberg har opbygget en god position men den hårde konkurrence vil stille krav til Carlsberg i forbindelse med fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder.

Som sidste del af vores strategiske analyse af Carlsberg stillede vi efterfølgende delspørgsmålet:

"Hvilke interne styrker og svagheder besidder Carlsberg og hvorledes påvirker disse Carlsbergs fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder?"

En redegørelse, med udgangspunkt i **Porters værdikæde**, viste os at de **primære og sekundære aktiviteter** i Carlsberg danner grundlag for en god intern struktur. Virksomheden har, efter tiltag fra effektiviseringsprogrammet Operational Excellence-program, en særdeles velfungerende infrastruktur, som er kendetegnet ved gode

støttefunktioner. Ydermere producerer Carlsberg sin øl lokalt i de tre forretningsområder, hvilket fremmer både den **indgående og den udgående logistik** i takt med hurtig produktion og levering. I de lande hvor Carlsberg ikke har egne bryggerier, sikrer virksomhedens Corporate Center et godt samarbejde i virksomhedens **værdinetværk**, hvormed effektivisering af produktionsprocessen søges opretholdt. Vi så også, at Carlsberg fører en aggressiv og hensigtsmæssig **marketingsstrategi**, der synliggøre virksomheden

Alt i alt har vi konkluderet at Carlsberg har en god intern struktur, som vi mener, vil styrke virksomheden i forbindelse med fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder.

Som del af den interne strategi så vi ligeledes på Carlsbergs strategier hvad angår konkurrence og vækst. Af **Strategic clock** kunne vi identificere, at Carlsberg fører en kombineret differentierings samt fokuseret differentieringsstrategi (dog med vægt på først nævnte), hvormed Carlsberg har til hensigt, at sælge kvalitets øl til en mellemprijs. Den fokuserede differentieringsstrategi har til formål at sælge specialøl i den høje ende af prisspektret.

BCG-modellen viste sammensætningen af Carlsbergs portefølje af forretningsområder og kategoriserede det Nord- og Vesteuropæiske område som værende en cash cow, mens både Asien og Østeuropa kategoriseres som Stars, hhv. en 'lille' og en 'stor' star. Dermed konkluderede vi, at Carlsberg er godt dækket ind, men at virksomheden på længere sigt skal have tanke på nogle Question marks for at holde porteføljen balancerende og sikre fremtiden.

Efter at have opnået forståelse for Carlsbergs strategiske position og således have belyst såvel styrker i virksomheden, som svagheder, samt muligheder og trusler i fremtiden, ville vi med tanke på den grundlæggende problemstilling, besvare følgende delspørgsmål,:

"Hvorledes ser Carlsbergs regnskabsmæssige performance ud, målt på totalindkomstbasis, set over de sidste fem år? Hvad har været de afgørende value drivers for udviklingen?"

Af regnskabsanalysen har vi kunne konkludere at Carlsberg er en solid virksomhed, som trods den finansielle krise, har et nuværende og historisk fornuftigt regnskab. Via

nøgletallene kunne vi konkludere, at virksomheden tjener sine penge igennem sine nettodriftsaktiver og desuden har en positiv finansiel gearing. Regnskabsanalysen identificerede endvidere risiciene ved Carlsbergs forretning, og det fremgik at der særligt foreligger en variabilitetsmæssige- og en finansiel risiko. Desuden konkluderede vi at Carlsberg bærer en vækstmæssig risiko, hvilket førte os videre til en analyse af vækstmønstret i Carlsberg. Via denne forstod vi, at Carlsbergs totalindkomst består af både permanente- og usædvanlige poster – men viste grundlæggende, at Carlsberg har haft en positiv egenkapitalforrentning i de seneste år og dermed har haft vækst.

Med udgangspunkt i konklusionerne i den historiske analyse, den analytiske gennemgang af Carlsbergs strategiske position, samt Carlsbergs regnskabsmæssige performance blev vi i stand til at budgettere Carlsbergs regnskaber fem år frem. Dette gjorde os i stand til at besvare vores hovedspørgsmål og dermed fastsætte en teoretisk aktiekursværdi pr. 31. december 2009, vi fastsatte denne til 507 kr. pr. aktie. Herefter tog vi stilling til, hvorvidt denne er i overensstemmelse med den noterede børsværdi, samme dato, hvilket viste, at aktien pr. 31. december 2009 var undervurderet i og med, at aktien blev handlet til kurs 384. Vores kursmål ligger en del over den aktuelle kurs ultimo 2009, dette viser vores forventninger til dels det russiske marked og væksten i Asien, denne konklusion kunne også ses i vores mutipel analyse hvor det fremkom at Carlsberg havde en lavere P/B end konkurrenterne hvilket tyder på at aktien skal handles højere end den gjorde ultimo 2009.

10.0 Kildekritik

Gennem vores arbejde med afhandlingen har vi gjort brug af flere forskellige kilder. Vores primære kilde har været Carlsbergs årsrapporter fra de forgangne fem år, desuden en række faglige bøger fra vores studie samt diverse artikler. Endelig har vi søgt informationer på Carlsbergs egen hjemmeside samt diverse hjemmesider generelt.

Carlsbergs årsrapporter er alle revideret af et statsautoriseret revisionselskab, hvorfor pålideligheden af disse må anses for at være høj. Årsrapporter har generelt udviklet sig til, ofte at fremstå som et promoverende medie og ligner i mange tilfælde et egentligt reklamefremstød – det kan Carlsberg heller ikke helt afsige sig fra og man kan derfor stille spørgsmål til alsidigheden af informationerne i årsrapporterne. Ikke desto mindre revideres hele årsrapporten og man må derfor kunne forvente, at der ikke fremgår direkte usande informationer i årsrapporten.

De faglige bøger vi har benyttet, har et højt fagligt niveau og er blevet brugt af forelæsere gennem vores uddannelse og på baggrund af dette, mener vi ikke at der umiddelbart foreligger grund til at forholde sig kritisk til disse. I de tilfælde, hvor vi har haft indvendinger til de anvendte teorier, har disse forhold været pointeret i forbindelse med teoriens anvendelse i afhandlingen.

Vores primære internetkilder, udover Carlsbergs egen hjemmeside, har været Børsen og Berlingske mv., alle er det kilder, som vi tillægger en rimelig grad af pålidelighed. Vi vil være opmærksomme på, at indholdet kan være "farvet", forstået at de kan give udtryk for udgivers holdninger og interesser, disse kilder kan derfor ikke ses som 100% uvildige. Vi har derfor, så vidt muligt, forsøgt at finde mere end én kilde, i tilfælde hvor tvivl kunne opstå.

I den strategiske analyse har der ofte været refereret til situationer og eksempler fra Danmark og Europa, da oplysninger herom er flest samt lettest tilgængelig – det betyder, at visse områder ikke er blevet skildret så nuanceret, som ved en beskrivelse af forholdene i hvert enkelt land. Omfangsmæssige forhold ville dog også gøre en sådan beskrivelse umulig.

Den strategiske analyse har desuden været præget af, at der endnu ikke er lavet mange statistikker og undersøgelser af regnskabstal mv. for 2009, idet 2009 regnskabet først blev

offentliggjort i slutningen af februar 2010. Det betyder, at mange fakta stammer helt tilbage til 2008 – hvis andet ikke fremgår, har vi antaget at udviklingen i 2008 er fortsat ind i 2009 og at fakta dermed har været gældende ind i 2009.

11.0 Litteraturliste

Bøger, publikationer mv.

O. Elling, Jens og Sørensen, Ole. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 2.udg., 2.oplag. Gads forlag 2005.

Johanson, Scholes and Whittington, Exploring Corporate Strategy, 8th Edition. Prentice Hall. Published 2008

Håndbog i strategianalyse, 'Strategy-Lab' Aarhus School of Business, 1. udgave 2008

Årsrapporter findes på www.Carlsberggroup.com

Carlsberg Group Annual Report 2008

<http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Pages/annualreport2008.aspx>

Carlsberg Group Annual Report 2007

<http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Pages/AnnualReport2007.aspx>

Carlsberg Group Annual Report 2006

<http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Pages/AnnualReport2006.aspx>

Carlsberg Group Annual Report 2005

<http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Pages/Annualreports.aspx>

Carlsberg Group Annual Report 2004

<http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Pages/AnnualReport2004new.aspx>

Hjemmesider

<http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Documents/ShareholderNEWS/8%20November%202006%20Carlsberg%20News%20Danish%20Version.pdf>

(Besøgt 8. december 2009)

<http://www.carlsberggroup.com/Investor/DownloadCentre/Documents/ShareholderNEWS/3/14%20February%202002%20Carlsberg%20News%20Danish%20Version.pdf>

(Besøgt 10. december 2009)

<http://borsen.dk/investor/nyhed/162666/>

(Besøgt 5. januar 2010)

<http://www.dmgp.pl/>

(Besøgt 5. november 2009)

<http://borsen.dk/nyhed/68729/>

(Besøgt 14. november 2009)

<http://www.ks.dk/konkurrenceomraadet/regler/vejledninger/vejledning-om-forbud-mod-misbrug-af-dominerende-stilling-fra1998/dominans/>

(Besøgt 14. november 2009)

<http://www.landbrugsavisen.dk/Landbrugsavisen/2009/2/27/Nedsmeltning+i+Oesteuropa.htm>

(Besøgt 20. november 2009)

http://www.jyskebank.dk/_jb/commoninc/bin.asp?id=245542&src=densteuropiskesyge.pdf

(Besøgt 1. december 2009)

<http://borsen.dk/investor/nyhed/163270/>

(Besøgt 4. oktober 2009)

<http://www.skm.dk/publikationer/udgivelser/statusovergraensehandel2007/kapitel6.virkningeraf afgiftsaendringer/>

(Besøgt 4. oktober 2009)

http://www.carlsberggroup.com/Investor/Facts/Pages/Legal_Structure.aspx

(Besøgt 8. oktober 2009)

<http://msnmand.dk/gallery/22389/79107>

(Besøgt 5. november 2009)

<http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/Tidslinier/Carlsberg/Pages/default.aspx>

(Besøgt 8. oktober 2009)

<http://borsen.dk/investor/nyhed/166823/>

(Besøgt 29. september 2009)

<http://www.finansnyheder.dk/news/shownewsstory.aspx?storyid=10671645>

(Besøgt 14. oktober 2009)

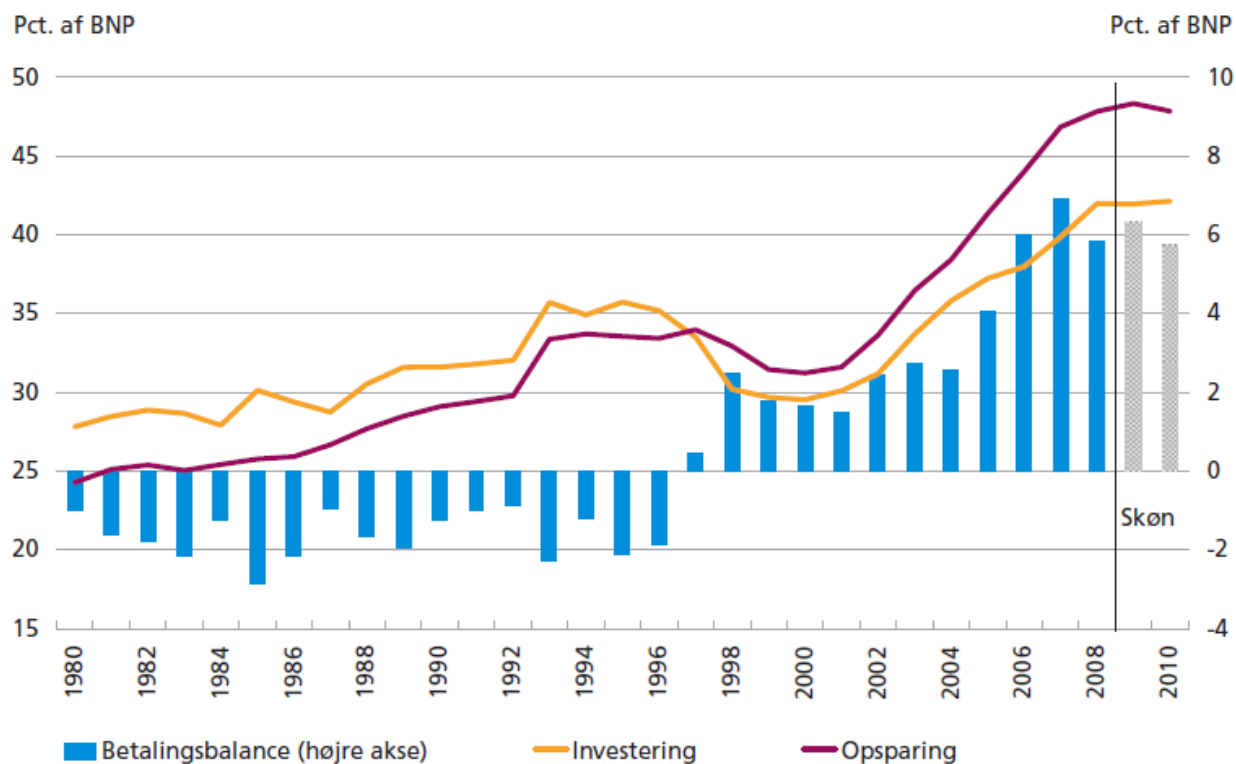
<http://blog.upsido.com/2009/05/11/kan-du-sige-roic/>

(Besøgt 10. januar 2010)

Bilag 1 – Økonomisk udvikling i Asien

ASIATISKE VÆKST- OG UDVIKLINGSØKONOMIER: OPSPARING, INVESTERINGER OG BETALINGSBALANCE

Figur 3

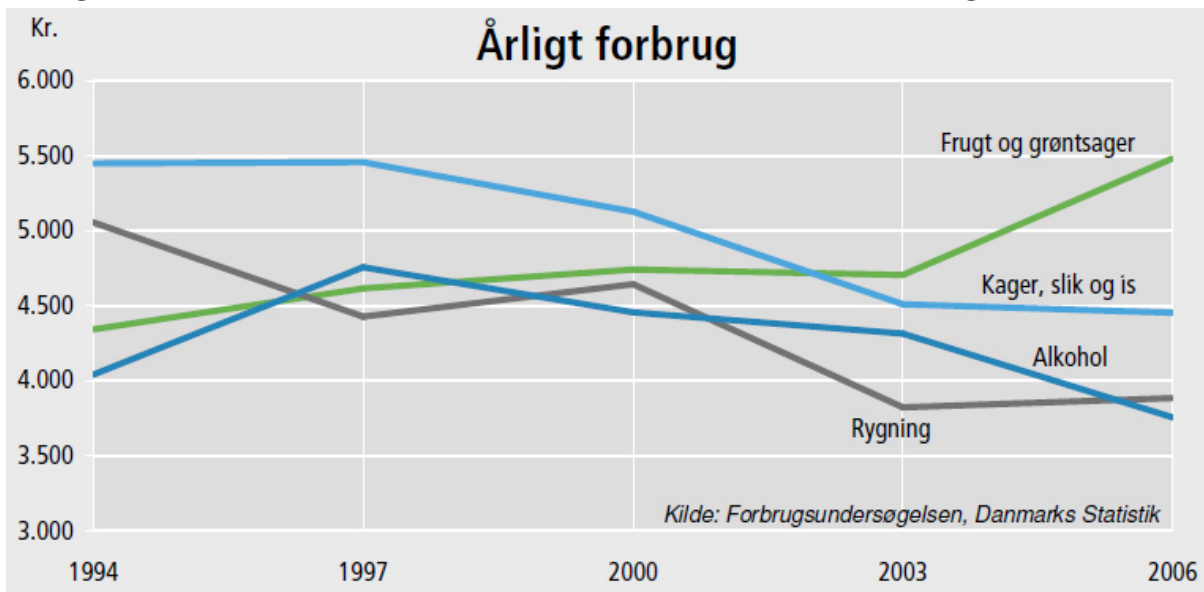


Anm.: Ifølge nationalregnskabsdefinitionerne bør udviklingen i betalingsbalancen være lig forskellen mellem opsparing og investeringer. Forskelle skyldes statistisk diskrepans.

Kilde: IMF, World Economic Outlook database, april 2009.

Kilde:

[http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Globale_ubalancer_og_den_finansielle_krise_kvo2_2009/\\$file/Globale_ubalancer_KVO2009_2.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Globale_ubalancer_og_den_finansielle_krise_kvo2_2009/$file/Globale_ubalancer_KVO2009_2.pdf)

Bilag 2 – Faldende tendens i det danske alkoholforbrug

Kilde: <http://www.dst.dk/OmDS/BagTal/Arkiv/2009-04-21-Vi-koeber-flere-sunde-foedevarer.aspx>

Bilag 3 – Carlsberg Groups officielle, samt reformulerede Egenkapitalopgørelser 2004-2007

2007

Egenkapitalopgørelse								2007
Mio. kr.	Aktiekapital	Valuta- omregning	Dagsværdi- ændringer	Overført resultat	Reserver i alt	Kapital og reserver i alt	Minoritets interesser	Egenkapital i alt
Egenkapital pr. 1. januar 2007	1.526	351	-20	15.740	16.071	17.597	1.390	18.987
Årets indregnede indtægter mv. og omkostninger, jf. særskilt opgørelse		-521	87	1.960	1.526	1.526	233	1.759
Kapitaludvidelse					0	0	43	43
Køb/salg af egne aktier				-74	-74	-74	0	-74
Tilbagekøb af aktier				30	30	30	-198	-168
Betalt udbytte til aktionærer				-458	-458	-458	-227	-685
Køb af minoriteter				0			0	0
Tilgang ved køb af virksomheder				0			82	82
Afgang ved salg af virksomheder							0	0
Egenkapitalbevægelser i alt	0	-521	87	1.458	1.024	1.024	-67	957
Egenkapital pr. 31.12.2007	1.526	-170	67	17.198	17.095	18.621	1.323	19.944

Reformuleret Egenkapitalopgørelse		
Saldo pr. 31/12-2006		18.987
Transaktioner med ejere		
Kapitaludvidelse	43	
Køb/salg af egne aktier	-74	
Betalt udbytte	-685	
Tilbagekøb af aktier	-168	-884
Totalindkomst vedrørende Carlsberg fratrasket minoriteter		
Årets resultat	2.596	
Dirty surplus	-837	
Åretsresultat vedrørende minoriteter	-299	
Dirty surplus vedrørende minoriteter	66	1.526
Vedrørende minoriteter:		
Årets resultat vedrørende minoriteter	299	
Tilgang ved køb af virksomheder	82	
Dirty surplus vedrørende minoriteter	-66	315
Saldo pr. 31/12-2007		19.944

2006

Egenkapitalopgørelse								2006
Mio. kr.	Aktiekapital	Valuta- omregning	Dagsværdi- ændringer	Overført resultat	Reserver i alt	Kapital og reserver i alt	Minoritets interesser	Egenkapital i alt
Egenkapital pr. 1. januar 2006	1.526	636	1.521	14.285	16.442	17.968	1.528	19.496
Årets indregnede indtægter								
mv. og omkostninger, jf. særskilt opgørelse		-285	-1.541	1.859	33	33	205	238
Kapitaludvidelse					0	0	23	23
Køb/salg af egne aktier					0	0	0	0
Betalt udbytte til aktionærer				-16	-16	-16	-148	-164
Køb af minoriteter				-381	-381	-381	-271	-652
Køb af selskaber				0			53	53
Andet				-7	-7	-7	0	-7
Egenkapitalbevægelser i alt	0	-285	-1.541	1.455	-371	-371	-138	-509
Egenkapital pr. 31.12.2006	1.526	351	-20	15.740	16.071	17.597	1.390	18.987

Reformuleret Egenkapitalopgørelse

Saldo pr. 31/12-2005 **19.496**

Transaktioner med ejere

Kapitaludvidelse	23	
Køb/salg af egne aktier	0	
Betalt udbytte til aktionærer	-164	-141

Totalindkomst vedrørende Carlsberg fratrasket minoriteter

Årets resultat	2.171	
Dirty surplus	-1.933	
Åretsresultat vedrørende minoriteter	-287	
Dirty surplus vedrørende minoriteter	82	33

Vedrørende minoriteter:

Årets resultat vedrørende minoriteter	287	
Dirty surplus vedrørende minoriteter	-82	
Køb af minoriteter	-652	
Køb af selskaber	53	
Andet	-7	-401

Saldo pr. 31/12-2006 **18.987**

2005

Egenkapitalopgørelse								2005
Mio. kr.	Aktiekapital	Valuta- omregning	Dagsværdi- ændringer	Overført resultat	Reserver i alt	Kapital og reserver i alt	Minoritets interesser	Egenkapital i alt
Egenkapital pr. 1. januar 2005	1.526	32	-108	13.634	13.558	15.084	1.708	16.792
Årets indregnede indtægter mv. og omkostninger, jf. særskilt opgørelse		604	1.629	976	3.209	3.209	431	3.640
Kapitaludvidelse					0	0	8	8
Køb/salg af egne aktier				55	55	55	0	55
Betalt udbytte til aktionærer				-380	-380	-380	-202	-582
Køb af minoriteter				0			-305	-305
Salg af virksomheder							-112	-112
Egenkapitalbevægelser i alt	0	604	1.629	651	2.884	2.884	-180	2.704
Egenkapital pr. 31.12.2005	1.526	636	1.521	14.285	16.442	17.968	1.528	19.496

Reformuleret Egenkapitalopgørelse			
Saldo pr. 31/12-2004			16.792
Transaktioner med ejere			
Kapitalindskud	8		
Køb/salg af egne aktier	55		
Betalt udbytte	-582		-519
Totalindkomst vedrørende Carlsberg fratrukket minoriteter			
Årets resultat	1.371		
Dirty surplus	2.269		
Åretsresultat vedrørende minoriteter	-261		
Dirty surplus vedrørende minoriteter	-170		3.209
Vedrørende minoriteter:			
Årets resultat vedrørende minoriteter	261		
Dirty surplus vedrørende minoriteter	170		
Køb af minoriteter	-305		
Afgang ved salg af virksomheder	-112		14
Saldo pr. 31/12-2005			19.496

2004

Egenkapitalopgørelse								2004
Mio. kr.	Aktiekapital	Valuta- omregning	Dagsværdi- ændringer	Overført resultat	Reserver i alt	Kapital og reserver i alt	Minoritets interesser	Egenkapital i alt
Egenkapital pr. 1. januar 2004	1.278	0	0	9.736	9.736	11.014	6.421	17.435
Årets indregnede indtægter og omkostninger		32	-108	1.087	1.011	1.011	106	1.117
Kapitaludvidelse	305			3.119	3.119	3.424	79	3.503
Transaktionsomkostninger				-61	-61	-61		-61
Annulering af egne aktier	-57			57	57			
Betalt udbytte til aktionærer				-304	-304	-304	-178	-482
Køb af minoriteter				0			-4.895	-4.895
Køb af selskaber				0			175	175
Egenkapitalbevægelser i alt	248	32	-108	3.898	3.822	4.070	-4.713	-643
Egenkapital pr. 31.12.2004	1.526	32	-108	13.634	13.558	15.084	1.708	16.792

Reformuleret Egenkapitalopgørelse			
Saldo pr. 31/12-2003			17.435
Transaktioner med ejere			
Kapitaludvidelse	3.503		
Betalt udbytte	-482		
Transaktionsomkostninger	-61		2.960
Totalindkomst vedrørende Carlsberg fratrasket minoriteter			
Årets resultat	1.269		
Dirty surplus	-152		
Åretsresultat vedrørende minoriteter	-169		
Dirty surplus vedrørende minoriteter	63		1.011
Vedrørende minoriteter:			
Årets resultat vedrørende minoriteter	169		
Dirty surplus vedrørende minoriteter	-63		
Køb af minoriteter	-4.895		
Køb af virksomheder	175		-4.614
Saldo pr. 31/12-2004			16.792

Bilag 4 – Carlsberg Groups officielle resultatopgørelser 2004-2008, samt skatteberegninger.

Resultatopgørelse 2008	2008	2007	2006	2005	2004
Mio. kr.					
Omsætning	76.557	60.111	55.753	51.847	49.690
Øl- og læskedrikafgifter m.m.	-16.613	-15.361	-14.670	-13.800	-13.406
Nettoomsætning	59.944	44.750	41.083	38.047	36.284
Produktionsomkostninger	-31.248	-22.423	-20.151	-18.879	-18.065
Bruttoresultat	28.696	22.327	20.932	19.168	18.219
Salgs- og distributionsomkostninger	-17.592	-14.528	-14.173	-13.332	-12.833
Administrationsomkostninger	-3.934	-3.123	-3.065	-2.961	-2.807
Andre driftsindtægter	1.178	933	660	698	1.078
Andre driftsomkostninger	-450	-448	-393	-287	-466
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	81	101	85	232	210
Resultat af primær drift før særlige poster	7.979	5.262	4.046	3.518	3.401
Særlige poster netto	-1.641	-427	-160	-386	-598
Finansielle indtægter	1.310	651	725	548	666
Finansielle omkostninger	-4.766	-1.852	-1.582	-1.788	-1.818
Resultat før skat	2.882	3.634	3.029	1.892	1.651
Selskabsskat	324	-1.038	-858	-521	-382
Koncernresultat	3.206	2.596	2.171	1.371	1.269

Kilde: Carlsbergs officielle årsregnskaber 2004-2008

Skatteberegning		
År	Skattesats	Kilde
2004	30%	http://www.skm.dk/ministeren/taler/3178.html
2005	28%	http://www.folketinget.dk
2006	28%	http://www.tax.dk/artikler/selskabsskatteprocent.htm
2007	25%	http://www.tax.dk/artikler/selskabsskatteprocent.htm
2008	25%	Carlsberg Gruop's Årsrapport 2008
Skattefordel på netto renteomkostninger:		
2008 Skattefordel på netto renteomk. $(2635-249 \cdot 0,25)$	=	596,5
2007 Skattefordel på netto renteomk. $(1262-186 \cdot 0,25)$	=	269
2006 Skattefordel på netto renteomk. $(1189-160 \cdot 0,28)$	=	288,12
2005 Skattefordel på netto renteomk. $(1173-117 \cdot 0,28)$	=	295,68
2004 Skattefordel på netto renteomk. $(1168-183 \cdot 0,3)$	=	297
Skat på andet driftsoverskud:		
2008 Skat på andet driftsoverskud $(1178 \cdot 0,25)$:	=	294,5
2007 Skat på andet driftsoverskud $(933 \cdot 0,25)$:	=	233,25
2006 Skat på andet driftsoverskud $(660 \cdot 0,28)$:	=	184,8
2005 Skat på andet driftsoverskud $(698 \cdot 0,28)$:	=	195,44
Skat 2004 på andet driftsoverskud $(1078 \cdot 0,30)$:	=	323,4
2008		
Rapporteret skatteomkostninger	=	-324
+ skattefordel	=	596,5
-skat på andet drift	=	-294,5
I alt	=	-22
2007		
Rapporteret skatteomkostninger	=	1.038
+ skattefordel	=	269
-skat på andet drift	=	-233,25
I alt	=	1.074
2006		
Rapporteret skatteomkostninger	=	858
+ skattefordel	=	288,12
-skat på andet drift	=	-184,8
I alt	=	961
2005		
Rapporteret skatteomkostninger	=	521
+ skattefordel	=	295,68
-skat på andet drift	=	-195,44
I alt	=	621
2004		
Rapporteret skatteomkostninger	=	382
+ skattefordel	=	297
-skat på andet drift	=	-323,4
I alt	=	356

Kilde: egen tilvirkning

Bilag 5 - Carlsberg Groups officielle balancer 2004-2008

Balance (Mio.kr.)	2008	2007	2006	2005	2004
AKTIVER					
Langfristede aktiver:					
Immaterielle aktiver	84.678	21.205	21.279	20.672	19.489
Materielle aktiver	34.043	22.109	20.367	20.355	20.435
Kapitalandele i associerede virksomheder	2.224	622	579	1.105	1.750
Værdipapirer	118	123	170	2.710	524
Tilgodehavender	1.707	1.476	1.139	1.235	1.290
Udskudte skatteaktiver	1.254	733	822	1.005	867
Pensionsaktiver	2	11	14	21	
Langfristede aktiver i alt	124.026	46.279	44.370	47.103	44.355
Kortfristede aktiver:					
Varebeholdninger	5.317	3.818	3.220	2.866	2.883
Tilgodehavender fra kunder	6.369	6.341	6.108	5.979	6.290
Tilgodehavende skat	262	62	84	132	82
Andre tilgodehavender	3.095	1.453	1.145	3.015	1.370
Periodeafgrænsningsposter	1.211	950	917	587	610
Værdipapirer	7	34	8	109	71
Likvide beholdninger	2.857	2.249	2.490	2.240	1.758
Kortfristede aktiver i alt	19.118	14.907	13.972	14.928	13.064
Aktiver bestemt for salg	162	34	109	328	279
Aktiver i alt	143.306	61.220	58.451	62.359	57.698
PASSIVER					
Egenkapital					
Aktiekapital	3.051	1.526	1.526	1.526	1.526
Reserver	52.470	17.095	16.071	16.442	13.558
Egenkapital for aktionærer i Carlsberg A/S	55.521	18.621	17.597	17.968	15.084
Minoritetsinteresser	5.230	1.323	1.390	1.528	1.708
Egenkapital i alt	60.751	19.944	18.987	19.496	16.792
Langfristede forpligtelser:					
Gæld til pengeinstitutter mv.	43.230	19.385	16.241	17.765	21.708
Pensioner og lignende forpligtelser	1.793	2.220	2.006	2.061	1.889
Udskudt skat	9.803	2.191	2.425	2.362	2.334
Hensatte forpligtelser	1.498	249	366	195	189
Anden gæld	263	20	54	65	18
Langfristede forpligtelser i alt	56.587	24.065	21.092	22.448	26.138
Kortfristede forpligtelser:					
Gæld til pengeinstitutter mv.	5.291	3.869	6.556	8.213	3.357
Leverandørgæld	7.993	5.833	5.147	4.513	4.074
Tilbagebetalingsforpligtelse vedrørende emballage	1.455	1.207	1.159	1.224	1.260
Hensatte forpligtelser	677	494	466	561	481
Selskabsskat	279	197	187	720	710
Anden gæld mv.	9.905	5.611	4.856	5.174	4.886
Kortfristede forpligtelser i alt	25.600	17.211	18.371	20.405	14.768
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	368	0	1	10	0
Forpligtelser i alt	82.555	41.276	39.464	42.863	40.906
Passiver i alt	143.306	61.220	58.451	62.359	57.698

Kilde: egen tilvirkning

Bilag 6 - Carlsberg Groups officielle Pengestrømsopgørelser 2004-2008

Pengestrømsopgørelse					
Mio. kr.	2008	2007	2006	2005	2004
Resultat af primær drift før særlige poster	7979	5262	4046	3518	3401
Regulering for afskrivninger	3627	2768	2953	2796	2792
Regulering for nedskrivninger	4	104	36		
Resultat af primær drift før af- og nedskrivninger	11610	8134	7035	6314	6193
Regulering for andre ikke-kontante poster	-604	-403	-173	-309	-573
Ændring i driftskapital	1556	-230	389	1002	311
Betalte restruktureringsomkostninger	-482	-379	-477	-537	-378
Indbetalinger af renter mv.	256	187	186	123	247
Udbetalinger af renter mv.	-3010	-1507	-1512	-1235	-1240
Betalt selskabsskat	-1514	-965	-978	-624	-685
Pengestrøm, drift	7812	4837	4470	4734	3875
Køb af materielle og immaterielle aktiver -5	-5292	-4929	-3188	-3010	-3252
Salg af materielle og immaterielle aktiver	374	351	305	427	1909
Ændring i udlån til kunder	-290	-143	-200	-32	
Operationelle investeringer i alt	-5208	-4721	-3083	-2615	-1343
Køb og salg af virksomheder, netto	-51444	-179	18	-738	-4252
Køb af associerede virksomheder	-587				
Salg af associerede virksomheder	300				
Køb af finansielle aktiver	-961	-43	-82	-710	-336
Salg af finansielle aktiver	39	37	1494	2002	3380
Ændring i finansielle tilgodehavender	427	-86	1834	-1620	125
Modtagne udbytter	75	127	70	245	63
Finansielle investeringer i alt	-52151	-144	3334	-821	-1020
Andre materielle investeringer	-1117	-667	-371	-176	
Salg af andre materielle aktiver	1323	605	185	1258	
Andre aktiviteter i alt	206	-62	-186	1082	0
Pengestrøm, investeringer	-57153	-4927	65	-2354	-2363
Fri pengestrøm	-49341	-90	4535	2380	1512
Aktionærer i Carlsberg A/S	29482	-508	-397	-325	3059
Minoriteter	-549	-451	-701	-1581	-11910
Fremmedfinansiering	21151	775	-3592	-84	4625
Pengestrøm, finansiering	50084	-184	-4690	-1990	-4226
Årets pengestrøm	743	-274	-155	390	-2714
Likvider pr. 1. januar	1351	1708	1940	1500	4246
Valutakursregulering af likvider 1. januar	-29	-83	-77	50	-32
Likvider pr. 31. december	2065	1351	1708	1940	1500

Kilde: egen tilvirkning

Bilag 7 – Skatteberegning, Reformuleret Resultatopgørelse Core

Skattesats

Skattesats		
År	Skattesats	Kilde
2004	30	http://www.skm.dk/ministeren/taler/3178.html
2005	28	http://www.folketinget.dk/doc.aspx?/Samling/20051/spoergsmaal/S6101/svar/endeligt/20060724/index.htm
2006	28	http://www.tax.dk/artikler/selskabsskatteprocent.htm
2007	25	http://www.tax.dk/artikler/selskabsskatteprocent.htm
2008	25	Kilde: Carlsbergs årsrapport

Skattefordel på netto renteomkostninger

Skattefordel på netto renteomkostninger:		
2008 Skattefordel på netto renteomk. $(2635 - 249 \cdot 0,25)$	=	596,5
2007 Skattefordel på netto renteomk. $(1262 - 186 \cdot 0,25)$	=	269
2006 Skattefordel på netto renteomk. $(1189 - 160 \cdot 0,28)$	=	288,12
2005 Skattefordel på netto renteomk. $(1173 - 117 \cdot 0,28)$	=	295,68
2004 Skattefordel på netto renteomk. $(1168 - 183 \cdot 0,3)$	=	297

Skattefordel på andet driftsoverskud

Skat på andet driftsoverskud:		
2008 Skat på andet driftsoverskud $(1178 \cdot 0,25)$:	=	294,5
2007 Skat på andet driftsoverskud $(933 \cdot 0,25)$:	=	233,25
2006 Skat på andet driftsoverskud $(660 \cdot 0,28)$:	=	184,8
2005 Skat på andet driftsoverskud $(698 \cdot 0,28)$:	=	195,44
Skat 2004 på andet driftsoverskud $(1078 \cdot 0,30)$:	=	323,4

Skatteberegning

Skatteberegning Core		
2008		
Rapporteret skatteomkostninger	=	-324
+ skattefordel	=	596,5
-skat på core andet driftsoverskud	=	-102,5
-skat på usædvanlige poster	=	-192
I alt	=	-22
2007		
Rapporteret skatteomkostninger	=	1.038
+ skattefordel	=	269
-skat på usædvanlige poster	=	-133,75
-skat på core andet driftsoverskud	=	-99,5
I alt	=	1.074
2006		
Rapporteret skatteomkostninger	=	858
+ skattefordel	=	288,12
-skat på usædvanlige poster	=	-85,68
-skat på core andet driftsoverskud	=	-99,12
I alt	=	961
2005		
Rapporteret skatteomkostninger	=	521
+ skattefordel	=	295,68
-skat på usædvanlige poster	=	-104,16
-skat på core andet driftsoverskud	=	-91,28
I alt	=	621
2004		
Rapporteret skatteomkostninger	=	382
+ skattefordel	=	297
-skat på usædvanlige poster	=	-207,9
-skat på core andet driftsoverskud	=	-385
I alt	=	86

Kilde: egen tilvirkning

Bilag 8 – Nøgletal (med udgangspunkt i 2008-tal)

$$\text{ROE: } 7.418 / ((19.944 + 60.751) / 2) = 18,4\%$$

$$\text{ROE før MIN : } 7.933 / (60.751 + 19.944) / 2 = 19,8\%$$

$$\text{ROIC : } 10.821 / ((106.849 + 41.239) / 2) = 14,6\%$$

Drivere for gearing med driftsforpligtelser:

$$\text{ROOA : } (10.821 + 298,15) / ((140.883 / 59.261) / 2) = 11\%$$

$$\text{R}_{rb} : 298,15 / 8.919,5 = 3,34\%$$

$$\text{Implicit rente : } 3,9 \times (8.919,5 - 2006,5) + 32 = 298,2$$

$$\text{NRNPY} = -308 + 340$$

$$\text{DF}_{irb} = (24.248 + 9.969) / 2 = 17.108 \text{ (gennemsnittet af driftsforpligtelser fratrasket hensættelser til pensionydelser og leverandørgæld)}$$

$$\text{DF}_{rb} = ((1.793 + 2.220) / 2) + ((7.993 + 5.833) / 2) = 8.919,5$$

$$r_{rb} = 3,85\% \text{ (antaget og desuden benyttet ved budgettering)}$$

$$r_{rb} = 0$$

Dette giver følgende:

Drivere for gearing med driftsforpligtelser	2008	2007	2006	2005	Bemærkning
Risikofri rente	0,039	0,039	0,039	0,039	Antaget værdi - jf. budget
DF _{rb}	8919,5	7603	6863,5	6268,5	
DF _{irb}	17108,5	9741,5	9912,5	10094,5	
NPY	2006,5	2113	2033,5	1975	
NRNPY	32	2	-11	0	Jf. note 26 i årsrapport (renteomk-forventet afkast
implicit rente	298,1505	213,365	174,955	165,2998	
r _{rb}	0,033427	0,02806326	0,025490639	0,02637	
R _{irb}	0	0	0	0	0 antaget værdi
ROOA	0,111107	0,05143722	0,02111038	0,103466	
ROIC	14,61%	6,83%	2,63%	15,57%	

Drivere for gearing med driftsforpligtelser:

$$r = -2.828 / ((46.098 + 21.295) / 2) = 8,4\%$$

$$\text{SPREAD} = 14,6\% - 8,4\% = 6,22\%$$

$$\text{FGEAR} = (46.098 + 21.295) / (60.751 + 19.944) = 0,835$$

Drivere for finansiel gearing:	2008	2007	2006	2005
r	8,4%	4,5%	3,1%	5,5%
SPREAD	6,22%	2,38%	-0,52%	9,56%
Δ i SPREAD	3,85%	2,89%	-10,08%	9,56%
FGEAR	0,835	1,074	0,972	0,940
Δ i FGEAR	-0,238	0,102	0,031	0,940

Drivere for OG og AOH

OG : $10.821 / 59.944 = 18,1\%$

AOH : $59.944 / ((106.849 + 41.239)/2) = 0,81\%$

OG-drivere i %

Bruttoavance : $31.208 / 59.944 = 52\%$

Distributions- og salgsomk.: $-17.592 / 59.944 = -29\%$

Administrationsomk.: $-3.934 / 59.944 = -7\%$

Af- og nedskrivninger : $-2.512 / 59.944 = -4\%$

OGsalg før skat : $7.170 / 59.944 = 12\%$

Skatteomkostninger : $22 / 59.944 = 0$

OGsalg efter skat : $7.192 / 59.944 = 12\%$

OGandre poster efter skat : $4.309 / 59.944 = 7\%$

OG = $10.831 / 59.944 = 18,1\%$

Effektiv skatteprocent : $22 / 7.170 = 0$

Bilag 9 – Budgetopgørelser

Salgsbudget

Salgsbudget for nettoomsætningen Carlsberg						
Mio. kr.	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Nord- og Vesteuropa	37.351	37.351	37.463	37.538	37.650	37.763
vækst i pct.	-1,00	0,00	0,30	0,20	0,30	0,30
Østeuropa	18.715	17.967	18.326	19.059	19.821	20.218
vækst i pct.	-10,00	-4,00	2,00	4,00	4,00	2,00
Asien	4.276	4.875	5.362	5.738	6.082	6.325
vækst i pct.	20,29	14,00	10,00	7,00	6,00	4,00
Nettoomsætning i alt	60.342	60.192	61.151	62.334	63.553	64.306
vækst i pct.	0,66	-0,25	1,59	1,94	1,96	1,18
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Ogsalg før skat	0,11	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Effektiv skatteprocent	25	25	25	25	25	25
Andet Driftsoverskud	340	340	340	340	340	340
Budgettede omsætningshastigheder						
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Arbejdskapital / salg						
Anlægs kapital / salg	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
Yderligere forudsætninger						
	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
FGEAR	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
r	0,084	0,084	0,084	0,084	0,084	0,084
MINRES / KONCERNRES	0,0719	0,0719	0,0719	0,0719	0,0719	0,0719

Budgetforudsætninger

Budgetforudsætninger (finansielle værdidrivere) for Carlsberg											
%	Historisk					Budgetperiode					TP
	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Salgsvækst - Nord- og Vesteuropa		-0,99	3,82	17,28	15,93	0,60	0,00	0,30	0,20	0,30	0,30
Salgsvækst - Østeuropa		19,41	15,40	-15,77	98,17	-10,00	-1,00	2,00	4,00	6,00	2,00
Salgsvækst - Asien		11,14	41,39	25,53	23,18	20,29	14,00	10,00	7,00	6,00	4,00
Salgsvækst i alt		4,86	7,99	8,92	33,95	0,66	-0,25	1,59	1,94	1,96	1,18
Core Ogsalg før skat		0,07	0,08	0,1	0,11	0,11	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Effektiv skatteprocent		27,5	28,3	28,7	-11,2	25	25	25	25	25	25
Core Ogsalg efter skat		5,1	5,8	7,3	11,5	8,25	9,75	9,75	9,75	9,75	9,75
Core Ogandet efter skat		1,54	0,82	0,79	0,43	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8
UP / salg		5,00	-4,47	-1,97	6,14	0	0	0	0	0	0
Lånerenten, r		0,055	0,031	0,045	0,084	0,084	0,084	0,084	0,084	0,084	0,084
Minres / koncernres		7,52	89,78	16,38	7,19	7,19	7,19	7,19	7,19	7,19	7,19
Nettodividende pay out %		16	427	58	-394	-10,38	0,90	0,87	0,87	0,92	0,92
Balance											
Arbejdskapital / salg		0,08	-0,06	0,03	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22
Anlægskapital / salg		1,22	1,24	1,08	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
1/AOH		1,3	1,18	1,11	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
FGEAR		0,94	0,97	1,07	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84

Proformaopgørelser

Proforma-opgørelser for Carlsberg											
Mio. kr.	Historisk					Budgetperiode					TP
	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E-
Resultatopgørelse											
Nettoomsætning:											
Nord- og Vesteuropa	26.564	26.302	27.307	32.026	37.128	37.351	37.351	37.463	37.538	37.650	37.763
Østeuropa	8.320	9.935	11.465	9.657	19.137	18.715	17.967	18.326	19.059	19.821	20.218
Asien	1.463	1.626	2.299	2.886	3.555	4.276	4.875	5.362	5.738	6.082	6.325
Ikke fordelt	-63	184	15	181	124	0	0	0	0	0	0
Nettoomsætning i alt	36.284	38.047	41.086	44.750	59.944	60.342	60.192	61.151	62.334	63.553	64.306
Driftsomkostninger	-34.127	-36.121	-38.683	-41.469	-53.060	-55.364	-55.000	-55.877	-56.958	-58.072	-58.760
DO salg	2.157	1.926	2.403	3.281	6.884	4.978	5.192	5.274	5.376	5.481	5.546
Andet DO	154	585	334	355	259	340	340	340	340	340	340
UP	-264	1.904	-1.837	-881	3.678	0	0	0	0	0	0
DO i alt	2.047	4.415	900	2.755	10.821	5.318	5.532	5.614	5.716	5.821	5.886
NFO	-867	-944	-580	-930	-2.828	-2.074	-1.870	-1.899	-1.936	-1.974	-1.997
Koncernresultat	1.180	3.470	320	1.825	7.993	3.244	3.662	3.715	3.780	3.847	3.889
MINRES	-169	-261	-287	-299	-575	-233	-263	-267	-272	-277	-280
NO (TI)	1.011	3.209	33	1.526	7.418	3.011	3.399	3.448	3.508	3.571	3.609
Balance											
Arbejdsdriftskapital	-4.489	-6.352	-4.881	-5.040	-17.177	-78.991	-82.047	-85.036	-88.114	-91.692	-95.389
Anlægskapital	44.355	47.103	44.370	46.279	124.026	127.747	131.579	135.527	139.592	143.780	148.094
NDA	39.866	40.751	39.489	41.239	106.849	48.756	49.532	50.491	51.478	52.088	52.705
NFF	23.074	21.255	20.502	21.295	46.098	22.258	22.613	23.050	23.501	23.779	24.061
FGEAR		0,94	0,97	1,07	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
EK	16.792	19.496	18.987	19.944	60.751	26.498	26.920	27.441	27.977	28.309	28.644
Pengestrømsopgørelse											
DO	2.047	4.415	900	2.755	10.821	5.318	5.532	5.614	5.716	5.821	5.886
ændring NDA		885	-1.262	1.750	65.610	-58.093	777	958	988	610	617
FCF (C-I)		3.530	2.162	1.005	-54.790	-52.775	4.755	4.656	4.729	5.212	5.270
Netto dividende	-2.960	519	141	884	-29.232	-31.243	2.976	2.927	2.972	3.239	3.274
Gældsfinansiering		3.011	2.021	121	-25.558	-21.532	1.778	1.729	1.757	1.972	1.995
Samlet finansiering		3.530	2.162	1.005	-54.790	-52.775	4.755	4.656	4.729	5.212	5.270
Bemærk BBH er inkluderet i Østeuropa for 2004-2007											

Værdiansættelse

Værdiansættelse ud fra DCF modellen								
DCF - modellen :	Indeværende periode	Budgetperiode				Terminalperiode		
		0	1	2	3	4	5	6
FCFF (Free Cash flow to the firm)			-52.775	5.432	5.344	5.430	5.927	5.993
PV af FCFF			-49.424	4.764	4.389	4.177	4.269	
Samlet PV af budgetperioden		-31.825						
Terminalværdi							215.574	
KV af terminalværdi		155.292						
Virksomhedens værdi (NDA)		123.467						
Bogført værdi af NFF		46.098						
Værdi af egenkapital		77.369						
Værdi af minoritetsinteresser		-						
Værdi af egenkapital, moder		77.369						
Antal aktier i alt stk.		152.556.000						
Egne aktier pr. 31/12-2008 stk.		3.276						
		152.552.724						
Værdi pr. aktier i kr.		507						
WACC :								
Selskabsspecifik risikotillæg på gæld (Rs)		0,0455						
Skatteprocenten		0,25						
Risikofri rente (rf)		0,0385						
FK's afkastkrav efter skat: $K_g = (R_f + R_s) * (1 - t)$		0,063						
Markedets risikopræmie $E(r_m) - r_f$		0,04						
Beta		0,85						
EK's afkastkrav: $K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$		0,0725						
EK-andel		0,5						
WAAC =		6,78%						
Vækst g, i terminal		4,00%						