



Kandidatafhandling Cand.merc.aud.

Copenhagen Business School 2012

Strategisk analyse og værdiansættelse af Carlsberg

Studerende:

Jacob Beyer Erri

Jesper Bo Pedersen

Vejleder:

Morten Hoegh-Petersen

Censor:

Antal anslag inkl. figurer: 264.950 (omregnet til 116,5 sider)



Executive Summary

The objective of this thesis is to perform a strategic analysis and valuation of the Danish company Carlsberg A/S as of 2 March 2012, based on a three days' average. Furthermore, the purpose is to discover whether the shares are under- or overestimated at the Copenhagen Stock Exchange.

This thesis is divided into a number of sections, the first of which contains a description of the structure of the thesis, an elaboration of the problem formulation and a description of the conditions and methods on which the thesis is based. This section is followed by a brief account of Carlsberg's products, markets and group structure.

The second section offers a detailed analysis of Carlsberg's strategic positioning, including both the internal and external parts of the enterprise, based on Porter's Five Forces and the PESTEL analysis as well as other established models and theories.

We identified that Carlsberg has a strong organization, which means that they are well positioned in several markets, including Northern and Western Europe, Eastern Europe and Asia. Further, we noted that in Eastern Europe Carlsberg is market leader. The role of market leader in Eastern Europe has had a massive influence on Carlsberg's revenue, as this market has suffered the new Russian anti-beer policy, prompting increased duty on beer. However, globally Carlsberg have not only met challenges - they have also been positively influenced by the Northern and Western European cultures, which have a considerable consumption of beer, like also the Asians, who have become increasingly fascinated by Western brands such as Carlsberg. Therefore, we have gathered our sub-conclusions in a SWOT analysis, concluding that in spite of weaknesses and problems, Carlsberg is strongly positioned in the market.

The third section of this thesis contains the analysis of Carlsberg's historic performance, measured by financial value drivers, through which we established that Carlsberg is highly influenced by foreign exchange fluctuations in Russian rubles and secondarily Chinese Yuan. Historically, disregarding foreign exchange fluctuations, Carlsberg have had high earnings from operating activities. We compared the analysis with the closest competitors and established that Carlsberg still have lost ground to recover, especially as regards return on invested capital, with the competitors' financial highlights being more impressive in general, either due to operating margin or rate of turnover.

Fourth section explains the background and calculations of the valuation, based on our strategic analysis. We also calculated WACC and documented the preconditions hereof.

Finally, we calculated the valuation of Carlsberg based on the DCF model and established that the value of the share amounts to DKK 565 against the actual average value of DKK 445. However, analysts should pay attention to the fact that the valuation is highly sensitive to the preconditions we applied in the use of the DCF model. Furthermore, the DCF calculation is supported by various multiple analyses, all pointing to the same value as DCF - if not higher - which results in our recommendation to the shareholders to keep their shares and purchase more.

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	4
1 Indledning.....	9
2 Problemformulering	11
2.1 Virksomhedsbeskrivelse	11
2.2 Strategisk analyse	11
2.3 Regnskabsanalyse.....	12
2.4 Værdiansættelse.....	12
3 Målgruppe.....	12
4 Formål med afhandlingen.....	13
5 Model og metodevalg.....	13
5.1 De enkelte kapitler.....	14
5.1.1 Kapitel 1 – Indledning	14
5.1.2 Kapitel 2 – Virksomhedsbeskrivelse	14
5.1.3 Kapitel 3 – Strategisk analyse	15
5.1.4 Kapitel 4 – Rentabilitetsanalyse	15
5.1.5 Kapitel 5 – Budget.....	15
5.1.6 Kapitel 6 – Værdiansættelsen	15
5.1.7 Kapitel 7 – Konklusion.....	15
6 Afgrænsning	16
7 Kildekritik.....	17
8 Præsentation af Carlsberg.....	18
8.1 Carlsbergs historie	18
8.2 Carlsberg koncernen.....	19
8.2.1 Nord- og Vesteuropa	20
8.2.2 Østeuropa.....	20
8.2.3 Asien.....	20
8.2.4 Øvrigt.....	20
8.3 Produkter	20
8.3.1 Carlsberg Pilsner	21
8.3.2 Baltika.....	21
8.3.3 Tuborg Pilsner	21
8.3.4 1664	21
8.4 Ejere og ledelsesstruktur.....	22

8.5	Historiske regnskabstal.....	23
8.6	Aktiekursen.....	25
9	Strategisk analyse	26
9.1	PESTEL-analysen.....	26
9.2	PESTEL-analyse for Nord- og Vesteuropa	27
9.2.1	Politiske og lovmæssige forhold.....	27
9.2.2	Økonomiske forhold	29
9.2.3	Socio-kulturelle forhold.....	30
9.2.4	Teknologiske forhold.....	31
9.2.5	Miljømæssige forhold.....	32
9.2.6	Delkonklusion på det Nord- og Vesteuropæiske marked	32
9.3	PESTEL-analyse for Østeuropa.....	33
9.3.1	Politiske og lovmæssige forhold.....	33
9.3.2	Økonomiske forhold	34
9.3.3	Socio-kulturelle forhold.....	36
9.3.4	Teknologiske forhold.....	36
9.3.5	Miljømæssige forhold.....	37
9.3.6	Delkonklusion på det Østeuropæiske marked	37
9.4	PESTEL-analyse for Asien.....	38
9.4.1	Politiske og lovmæssige forhold.....	38
9.4.2	Økonomiske forhold	40
9.4.3	Socio-kulturelle forhold.....	43
9.4.4	Teknologiske forhold.....	44
9.4.5	Miljømæssige forhold.....	44
9.4.6	Delkonklusion på det Asiatiske marked	45
9.5	Porters Five Forces	45
9.5.1	Kundernes forhandlingsstyrke	46
9.5.2	Leverandørernes forhandlingsstyrke	47
9.5.3	Truslen fra nye konkurrenter - adgangsbarrierer	49
9.5.4	Substituerende produkter.....	50
9.5.5	Branchens konkurrenceintensivitet.....	51
9.6	Markedstendenser og forventninger til fremtiden	54
9.6.1	Carlsberg.....	54
9.6.2	Heineken.....	58

9.6.3	SABMiller	59
9.6.4	Canadean	61
9.6.5	Delkonklusion på markedstendenser	62
9.7	Ledelsen og dennes påvirkning af aktiekursen	62
9.7.1	Historik i udmeldinger	63
9.7.2	Ledelsens proaktivitet overfor problemer	64
9.7.3	Sammensætning og kompetence	65
9.7.4	Offentlighedens vurdering af Carlsberg ledelsen	66
9.8	SWOT-analyse	68
9.8.1	Styrker	68
9.8.2	Svagheder	69
9.8.3	Muligheder	70
9.8.4	Trusler	71
10	Regnskabsanalyse	72
10.1	Gennemgang af regnskabspraksis samt revisions- og ledelsespåtegninger	73
10.1.1	Carlsberg	73
10.1.2	Heineken og SABMiller	74
10.2	Reformulering	74
10.2.1	Reformuleret resultatopgørelse	75
10.2.2	Reformuleret balance	79
10.3	Rentabilitetsanalyse	82
10.3.1	ROE	82
10.3.2	ROIC	84
10.3.3	Fgear og Spread	88
10.3.4	Trendanalyse af omkostningerne i Carlsberg	89
10.4	Delkonklusion på rentabilitetsanalyse	89
11	Budgettering	90
11.1	Nettoomsætning	90
11.1.1	Nord- og Vesteuropa	91
11.1.2	Østeuropa	91
11.1.3	Asien	92
11.1.4	Øvrig ikke fordelt omsætning	93
11.2	Produktionsomkostninger	94
11.2.1	Nord- og Vesteuropa	94

11.2.2	Østeuropa.....	94
11.2.3	Asien.....	95
11.2.4	Øvrige ikke fordelte produktionsomkostninger.....	95
11.3	Salgs- og distributionsomkostninger	95
11.4	Administrationsomkostninger	96
11.5	Af- og nedskrivninger.....	96
11.6	Skat af årets resultat.....	97
11.7	NDA og NFF	97
12	Værdiansættelse.....	98
12.1	Valg af værdiansættelsesmodel	98
12.1.1	Aktivmetoden	98
12.1.2	Multipler	99
12.1.3	Indkomstmetoden	99
12.2	Valg af Indkomstmetodemodel	100
12.2.1	DCF-modellen og argument for valg af denne værdiansættelsesmetode	100
12.2.2	DCF-modellen og dens bestanddele	101
12.3	Forsimplet afkastmodel	102
12.4	Værdiansættelse baseret på DCF-modellen.....	103
12.4.1	WACC	103
12.4.2	Vækstfaktoren g.....	110
12.5	Beregningsen.....	111
12.6	Følsomhedsanalyse.....	111
12.6.1	Følsomhedsanalyse ved ændring af terminalværdiperioden.....	112
12.6.2	Følsomhedsanalyse ved ændring af WACC og Beta.....	113
12.6.3	Følsomhedsanalyse ved ændring af både WACC og terminalværdiperioden	114
12.6.4	Følsomhedsanalyse ved ændring af nettoomsætning	114
12.6.5	Delkonklusion på følsomhedsanalysen.....	115
12.7	Markedsmetoden/multipler.....	115
12.7.1	Identifikation af sammenlignelige selskaber	115
12.7.2	Transaktionsmultipler	116
12.7.3	Valg af multipeltype og værdiberegning	117
13	Konklusion	122
13.1	Reflektering over konklusion	124
14	Litteraturfortegnelsen	125

14.1	Hjemmesider.....	125
14.2	Bøger	127
14.3	Faglige notater	129
14.4	Artikler	130
14.5	Årsrapporter.....	132
14.6	Anden litteratur.....	132
15	Bilag 1 – Beregning af gennemsnitskurs for 3 og 14 dage.....	133
16	Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller	134
17	Bilag 3 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Heineken.....	142
18	Bilag 4 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Carlsberg	149
19	Bilag 5 – Regnskabsanalyse for SABMiller.....	156
20	Bilag 6 – Regnskabsanalyse for Heineken	157
21	Bilag 7 – Budgettering af nettoomsætning for Nord- og Vesteuropa.....	158
22	Bilag 8 – Budgettering af nettoomsætning for Østeuropa	159
23	Bilag 9 – Budgettering af nettoomsætning for Asien	160
24	Bilag 10 – Beregning af AOH-drivere for Carlsberg	161
25	Bilag 11 – Beregning af kapitalstruktur til brug for WACC	162
26	Bilag 12 – Betaværdier.....	163
27	Bilag 13 – Budgetforudsætninger og cashflow	164
28	Bilag 14 – Beregning af transaktionsmultipl	168
29	Bilag 15 – Beregning af branchemultipl.....	169

1 Indledning

Carlsbergs historie er lang, spændende og vigtig for danmarkshistorien. Det er imidlertid ikke kun historien der er spændende, men også nutiden og fremtiden - specielt for Danmark, da Carlsberg er et af landets allerstørste virksomheder og står for en væsentlig eksport.

Hvor Carlsbergs historie startede, er svært at dokumentere og beskrive, men i 1811 fik Christian og Caroline Jacobsen sønnen Jacob Christian Jacobsen (ofte forkortet J.C. Jacobsen og i Carlsberg-regi kendt som "Kaptajnen"), der senere skulle gå hen og blive grundlæggeren af Carlsberg, som i dag er verdens fjerde største bryggerier.

Jacob Christian Jacobsens interesse for ølbrygningen kom ikke fra fremmede, da Christian Jacobsen allerede i 1826 etablerede sit første og eneste bryggeri i København, med hvilket han fik betydelig succes. Den megen succes skyldtes bl.a. Christian Jacobsens interesse for fysik og kemi, som kom til udtryk ved en kontinuerlig stræben efter at revolutionere processen omkring det at brygge øl ved bl.a. at anvende det første termometer skabt af den kendte danske fysiker Hans Christian Ørsted. Christian Jacobsen afgik ved døden i 1835, hvorefter Jacob Christian Jacobsen overtog faderens virksomhed. 12 år efter generationsskiftet og på grundlag af denne virksomhed, stiftede sønnen Jacob Christian Jacobsen selve Carlsberg bryggeriet.

Jacob Christian Jacobsen fortsatte ved siden af Carlsberg bryggeriets drift, faderens store interesse for fysik og kemi, og etablerede Carlsberg laboratoriet i 1875. Laboratoriet har bl.a. opfundet metoder til kvantificering af nitrogen i organiske stoffer, etableringen af pH-begrebet og rendyrkelse af gær m.v.¹.

Netop det meget arbejde med kemi, vurderes at være en af hovedårsagerne til Carlsbergs succes igennem de forrige århundreder, samt koncernens konkurrencemæssigt gunstige position, idet det har muliggjort en kontinuerlig forbedring af produktionsprocessen og selve produkterne.

Carlsbergs mangeårige historie, produktportefølje samt dets betydning for og indflydelse på dansk privatliv, såvel som erhvervsliv har inspireret afhandlingsforfatterne² interesse for netop denne virksomhed.

¹ <http://www.carlsberggroup.com/Company/heritage/Pages/FoundingCarlsberg.aspx#1847>

² Afhandlingsforfatterne omtales herefter "vi".

Carlsberg anses af mange private danskere og investorer, som værende en relativt stabil virksomhed, hvor der kan forventes et konstant afkast over en længere periode. I en tid præget af finanskrisen vurderes det, at Carlsberg er et interessant mål for mange investorer, som følge af den manglende optimisme på aktiemarkedet. En optimisme der ellers herskede i årene op til 2008.

Carlsberg-aktien har i 2011, 2010, 2009 og 2008 givet et udbytte på henholdsvis 5,5 kr., 5,0 kr., 3,5 kr. og 3,5 kr.³, hvilket indikerer et stabilt afkast jf. ovenstående afsnit. Carlsberg-aktien har derimod i samme periode været noget mere ustabil.

For at en investor kan foretage gunstige investeringer på aktiemarkedet er det vigtigste element *information* om den pågældende virksomhed. Der tænkes her på informationer om nuværende og fremtidsmæssige økonomiske forhold, der forventes at påvirke den analyserede virksomhed. Denne information er essentiel for investor, professionel såvel som privat, da mere information, alt andet lige fører til en mere retvisende værdiansættelse af virksomheden, hvilket medfører at den pågældende investor på denne måde opnår en mere fordelagtig position i forhold til øvrige investorer på aktiemarkedet.

Markedet for information har aldrig været større end nu, primært som følge af internettets udbredelse og dets heraf følgende utallige muligheder. Herudover stiller lovgivningen større og større krav til gennemsigtighed af virksomhederne, således informationsasymmetrien mellem virksomhedens interne organer og dets eksterne investorer holdes på et minimum.

Mængden af informationer bevirker, at man ikke bare må forholde sig kritisk hertil, men også må foretage dybdegående analyser for at kunne vurdere den reelle kursværdi og forventet udvikling. Vi ønsker derfor, at samle relevante og til rådighed stående offentlige informationer omkring Carlsberg for at disse kan danne grundlag for en værdiansættelse heraf.

Nærværende afhandling vil på baggrund af ovenstående behandle forhold, som strategisk positionering i forhold til omverdenen, strategiske fordele og ulemper, produktanalyser, ledelsesmæssige forhold og kompetencer m.v. Førømtalte forhold vil sammen med en analyse af de historiske regnskabstal danne grundlag for en værdiansættelse, som skal kunne klarlægge en evt. over- eller undervurdering af Carlsberg-aktien.

³ Officielle årsrapporter fra årene 2008-2011.

2 Problemformulering

På baggrund af indledningen ønsker vi at belyse følgende overordnede problemformulering:

”Hvad var Carlsberg A/S aktiens fundamentale værdi baseret på informationer ved offentliggørelsen af årsrapporten for 2011?”

Selskabet offentliggjorde d. 28. februar 2012 deres officielle årsrapport for 2011. Vi vurderer at aktiemarkedet har haft mulighed for at tilpasse sig Carlsberg-aktiens reelle kursværdi efter tre dage. Vi anvender derfor gennemsnittet af aktiekursen for de følgende tre dage efter offentliggørelsen, hvilket efterfølgende omtales som kursværdien af 2. marts 2012 (gennemsnitsberegning er vedlagt i bilag 1).

Analysen vil omfatte en vurdering af Carlsbergs strategiske positionering og udviklingen i økonomien (tre seneste offentliggjorte årsrapporter og de analytiske regnskabsnøgletal, der er forbundet med en vurdering af den økonomiske situation/udvikling).

Ovenstående *overordnede* problemformulering ønskes vurderet ud fra nedenstående delproblemstillinger, som er inddelt ud fra deres respektive afsnit.

2.1 Virksomhedsbeskrivelse

- Der ønskes en kort beskrivelse af virksomhedens historie.
- Der ønskes en kort beskrivelse af koncernsammensætningen.
- Der ønskes en kort beskrivelse af virksomhedens primære produkter og markeder

2.2 Strategisk analyse

Den strategiske analyse er bygget op om et top-down princip, hvor man ser virksomheden udefra (omverdenen), hvorefter der foretages analyser på interne forhold i virksomheden.

- Hvilke forhold på de markeder hvor Carlsberg opererer, kan påvirke værdiansættelsen af aktien?
- Hvordan er Carlsberg strategisk placeret på ølmarkedet – markedsleder eller markedsfølger?
- Hvilke interne forhold hos Carlsberg kan påvirke værdiansættelsen af Carlsberg?
- Hvilken rolle spiller ledelsen i forhold til værdiansættelsen?

De strategiske spørgsmål analyseres særskilt og sammenfattes i en SWOT-analyse.

2.3 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen vil omfatte de seneste tre offentliggjorte årsrapporter (2009-2011) for koncernen Carlsberg. Regnskabsanalysen er begrænset til de seneste tre regnskabsår, som følge af væsentlige ændringer i Carlsberg koncernen ved overtagelsen af bryggerikoncernen Scottish & Newcastle⁴ i 2008.

Analysen vil endvidere blive sammenholdt med andre internationale bryggerivirksomheder i form af Heineken og SABMiller. Regnskabsanalysen vil belyse nedenstående forhold.

- Hvordan har rentabiliteten og indtjeningsevnen været de seneste år?
- Hvordan har egenkapitalens forrentning været de seneste år?

2.4 Værdiansættelse

- Hvilke budgetforudsætninger danner grundlag for værdiansættelsen?
- Hvilke forhold kan påvirke WACC'en?
- Hvordan er følsomhedsanalysen sammensat?
- *"Hvad var Carlsberg A/S aktiens fundamentale værdi pr. 2. marts 2012 ud fra de valgte værdiansættelsesmodeller?"*

De enkelte modeller vil blive omtalt under model og metodevalg.

3 Målgruppe

Kandidatafhandlingens målgruppe udgøres primært af medstuderende på CBS's CMA linje, samt potentielle eller nuværende private og professionelle investorer i Carlsberg.

Medstuderende på kandidatstudiet kan bruge afhandlingen, som inspiration til egne opgaver mv., samt den almindelige undervisning i fag med indhold af værdiansættelser, mens undervisere på kandidatstudiet kan få indsigt i hvilke fokusområder, vi som kandidatstuderende finder interessante, og dermed målrette undervisningen herimod eller modsat.

En anden vigtig målgruppe, omend endnu vigtigere, er potentielle og nuværende investorer, som er interesseret i at vurdere om deres investering eller potentielle investering, er over- eller undervurderet.

⁴ Benævnes efterfølgende "S&N".

Carlsberg kan desuden anskues, at være sekundær interessant til afhandlingen, da de hermed kan få indsigt i økonomistuderendes holdninger til virksomheden og dermed tilpasse deres pressemeddelelser, således de bliver mere målrettede. Desuden kan denne afhandling komme med nye vinkler, som Carlsberg ikke selv har været opmærksomme på. Afslutningsvis kan konkurrerende virksomheder være interesseret af samme årsager, som Carlsberg selv jf. ovenstående pointer.

4 Formål med afhandlingen

Det overordnede formål med denne kandidatafhandling er at besvare problemformuleringens spørgsmål, herunder i særdeleshed hvad Carlsberg aktiens fundamentale værdi var den 2. marts 2012. Afhandlingen skal desuden give målgruppen et billede af Carlsbergs strategiske og økonomiske situation den 2. marts 2012 - investorer kan bruge afhandlingen til at vurdere deres nuværende investering, foretage eller afvise ny investering, samt sammenholde vores konklusioner med deres egne vurderinger - vores medstuderende på CBS eller andre institutioner kan som det er anført under målgruppen, lade sig inspirere af opgaven ved deres egne løsninger.

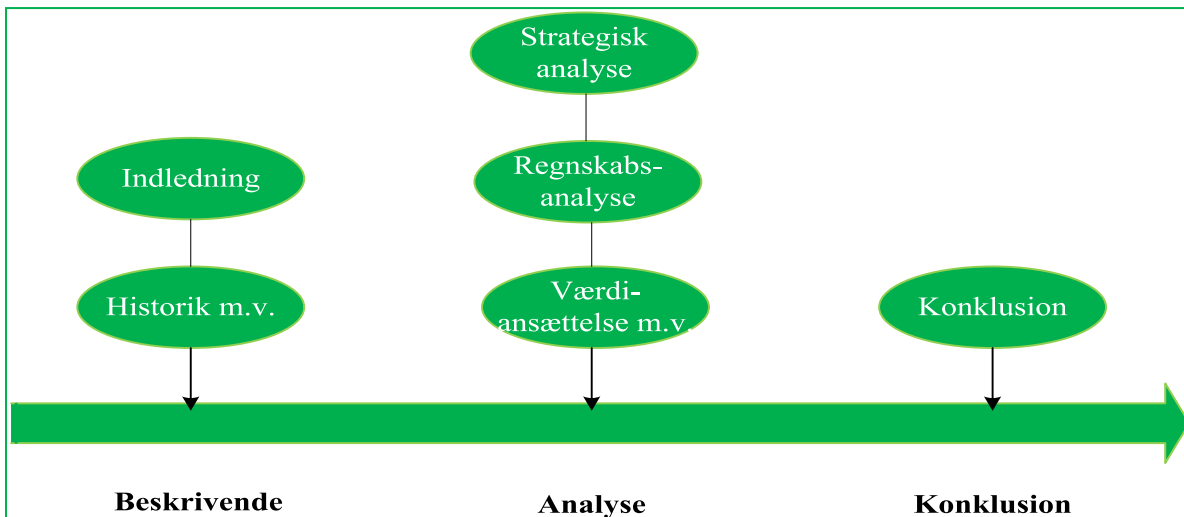
Desuden er formålet med afhandlingen for os som kandidatstuderende, at sætte os i stand til fremadrettet, at udarbejde værdiansættelsesrapporter til brug for investeringer eller vurderinger heraf - revisors arbejde med impairment test ift. finansielle anlægsaktiver (associerede og dattervirksomheder).

5 Model og metodevalg

Selve opbygningen af nærværende afhandling kan illustreres med nedenstående figur 1.

Afhandlingen vil overordnet blive inddelt i tre afsnit i form af en beskrivende del, selve analysen og som afslutning, en samlet konklusion på aktiekursen jf. problemformuleringen. Figuren på næste side er med til på overordnet niveau, at illustrere den røde tråd i afhandlingen.

I afsnittet "De enkelte kapitler" nedenfor, vil vi kort gennemgå, hvorledes modellen er sammensat og beskriver kort de modeller, som skal anvendes til brug for besvarelse af de i problemformuleringen stillede spørgsmål. De enkelte modeller beskrives kort, så læser af afhandlingen kan se hvorfor de er valgt. En mere dybdegående beskrivelse af de enkelte modeller vil være at finde under de enkelte afsnit.



Figur 1 - Kilde: Egen tilvirkning

5.1 De enkelte kapitler

5.1.1 Kapitel 1 - Indledning

Dette kapitel giver læseren af afhandlingen en indledning til valg af problemstillinger og forventede modeller til løsning heraf.

I dette kapital vil følgende være at finde:

- Indledning
- Problemformulering
- Model og metodevalg
- Målgruppe
- Formål
- Afgrænsning
- Kildekritik

5.1.2 Kapitel 2 - Virksomhedsbeskrivelse

Dette kapitel vil give læseren et overordnet indblik i virksomhedens historie, koncernens sammensætning samt koncernens kunder og produktportefølje. Herudover vil koncernens overordnede strategi blive berørt, for på den måde give læseren en indsigt i hvilken koncern vi behandler i nærværende afhandling.

5.1.3 Kapitel 3 – Strategisk analyse

Kapitlet vil indeholde en række modeller til brug for analyse af koncernens nuværende strategiske position. I disse analyser ses både på interne og eksterne forhold med indvirkning på koncernens nutidige og fremtidige økonomiske forhold. De modeller som anvendes er følgende:

- Strategier, vækst og konkurrence.
- Makroforhold vil blive analyseret gennem PESTEL-analysen.
- Modellen Porters Five Forces vil blive anvendt til at analysere branche og kundeforhold.
- Ledelsens påvirkning vil blive beskrevet på baggrund af rapporter m.v. omhandlende emnet.
- SWOT-analysen vil blive brugt til at sammenfatte de anvendte strategiske modellers konklusioner i en samlet vurdering.

De ovenfor nævnte modeller vil først i deres respektive afsnit blive gennemgået teoretisk. Derefter anvendes modellerne på de indsamlede oplysninger til brug for analyserne og de efterfølgende delkonklusioner.

5.1.4 Kapitel 4 – Rentabilitetsanalyse

Kapitlet vil redegøre for Carlsbergs finansielle økonomiske valuedrivers med udgangspunkt i Dupont-modellen.

Som tidligere beskrevet anvendes der udelukkende de seneste tre års årsrapporter, dvs. årene 2009 – 2011.

Risikoanalysen vil omfatte en vurdering af den driftsmæssige risiko og den finansielle gearing.

5.1.5 Kapitel 5 – Budget

Dette kapitel vil omfatte forudsætninger, der er foretaget i forbindelse med afhandlingens udarbejdede budget til brug for den endelige værdiansættelse.

5.1.6 Kapitel 6 – Værdiansættelsen

I dette kapitel vil den endelige værdiansættelse blive foretaget på baggrund af den indledende strategiske analyse samt budgettering jf. kapitlerne 3-5.

5.1.7 Kapitel 7 – Konklusion

Dette kapitel vil redegøre for de i problemformuleringen stillede spørgsmål.

6 Afgrænsning

Kandidatafhandlingen er afgrænset til, at dataindsamlingen kun indeholder eksternt offentligt tilgængeligt data vedrørende Carlsberg. Vi har i forbindelse med vores afhandling, valgt ikke at tage kontakt til Carlsberg, da vi ønsker at skabe samme scenarie såfremt vi selv var ekstern analytiker, som ikke har adgang til intern information. Afhandlingen vil således anlægge samme perspektiv, som en ekstern investor ville have i forbindelse med dennes køb af Carlsbergs aktier.

Det vejede kursgennemsnit af Carlsberg-aktien som har fundet anvendelse i afhandlingen er som nævnt baseret på de følgende tre dage efter offentliggørelsen af årsrapporten for 2011. Det kan diskuteres hvorvidt en længere periode bør vælges, det vurderes dog at tre dage er tilstrækkeligt for at aktiemarkedets analytikere har tilpasset sig den nye information. Såfremt en periode på eksempelvis 14 dage anvendes fås en merværdi på ca. 17 kurspoint.

Vi har valgt, at stoppe dataindsamlingen pr. 31. juli 2012, da vi ikke finder det passende, at søge efter information/data efter denne periode, da vi derefter ikke længere mener, at det er rimeligt/fair at udtale sig kritisk om en næsten 5 måneder gammel aktiekurs. Vi har bevidst valgt, at indsamle datamateriale efter regnskabets offentliggørelse, da mange rapporter omkring ølmarkedet og økonomien i 2011 først er offentliggjort nogle måneder efter Carlsbergs årsrapport aflæggelse og da vi ønsker, at analysere om kursen var fundamentalt fastsat rigtigt, er vi nødt til at gøre brug af disse rapporter. Såfremt, at der i perioden mellem den 31. juli og datoen for afleveringen af denne kandidatafhandling måtte fremkomme væsentlig information, som kunne forrykke hele værdiansættelsessituationen, vil dette blive beskrevet, som et afsnit efter konklusionen af værdiansættelsen, benævnt "efterfølgende begivenheder".

Carlsbergs kerneaktivitet vurderes, at være øl, hvorfor vi i vores analyse af Carlsbergs strategiske positionering vil have fokus rettet mod øl-segmentet (øl-segmentet udgør ca. 80 % af omsætningen i 2011).

Vores regnskabsanalyse vil udelukkende indeholde regnskabsdata fra årene 2009-2011, da vi vurderer årene før ikke er brugbare for sammenlignelighed.

Årsagen herfor er, at Carlsberg i 2008 opkøbte S&N, hvilket vi vurderer, som værende en så ekstraordinær begivenhed, at det ikke kan danne grundlag for analyse (Der er tale om selskabets største investering nogensinde - implementeringsåret må derfor være behæftet med "implementeringsomkostninger", som alt andet lige må være engangsomkostninger).

Afhandlingen vil kun indeholde beskrivelse af Carlsbergs primære markeder omfattende Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien, hvilke virksomheden selv vurderer som dets primære markeder. Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien er dog så omfattende markeder, at vi i afhandlingen ikke kan uddybe disse fuldt ud for alle lande, hvorfor vi vil foretage endnu en opdeling af markederne på landeniveau. Vi har valgt Danmark, Rusland og Kina, som primære lande for de enkelte regioner, da vi mener disse lande hovedsageligt repræsenterer samme kultur, økonomi og væsentlighed for Carlsberg (det kan diskuteres om, hvorvidt Tyskland skal vælges frem for Danmark, grundet Tysklands geografiske og demografiske forhold, men vi vurderer, at Danmark, som Carlsbergs hovedsæde og Danmarks kultur indenfor øl-segmentet repræsenterer Nord- og Vesteuropa bedre).

Endvidere vil vi i nærværende afhandling ikke inddrage særskilte specifikke analyser af datter- og associerede virksomheder i Carlsberg koncernen, men udelukkende forholde os til den overordnede koncern, da en analyse af datter- og associerede virksomheder vil være alt for omfattende.

7 Kildekritik

Vi har anvendt nyhedsartikler fra forskellige medier skrevet af forskellige journalister, hvilket betyder at afhandlingen ikke baseres på en enkelt journalists (forfatter) eventuelle subjektive holdning. Dette sikrer dog ikke, at afhandlingen ikke påvirkes af den enkelte journalist personlige holdning eller dennes arbejdsplads. Det er ikke muligt alle artikler at vurdere journalistens uafhængighed og eventuelle personlige kommentarer, men vi forholder os dog skeptisk til argumenter som ikke indikerer en umiddelbar objektivitet, eller argumenter som måtte være modstridende med andre oplysninger, som er kommet til vores kundskab under vores afhandling.

Vi har i forbindelse med vores afhandling anvendt oplysninger fra Carlsbergs årsrapport og deres hjemmeside, samt øvrige publikationer/rapporter udgivet af Carlsberg. Disse oplysninger kan teoretisk være behæftet med fejl/manipulerende data, da Carlsberg kan have interesse i at fejlinformere offentligheden om negative forhold. Dette være grundet konkurrencemæssige hensyn eller for egen vinding (ledelsen), at manipulere aktiekursen.

Vi har dog ingen grund til at formode sådanne problemer, da bestyrelsen og direktionen i alle de i afhandlingen anvendte årsrapporter har skrevet under på at disse er retvisende i henhold til gældende lovgivning, ligesom årsregnskaberne er revideret af en uafhængig revisor, som har udtalt sig bekræftende i ledelsens oplysninger (der er således ikke givet supplerende oplysninger eller

forbehold)⁵. Carlsbergs hjemmeside er imidlertid ikke underlagt revisors kontrol / revision (ej heller særlig lovgivning), hvorfor vi har anlagt en mere kritisk tilgang til disse informationer i afhandlingen - vi har dog ikke fundet anledning til at frasorte data, som følge af usikkerheden.

8 Præsentation af Carlsberg

8.1 Carlsbergs historie

Som beskrevet ved indledningen finder vi Carlsbergs historie essentiel for vores interesse i Carlsberg - bl.a. på grund af bryggeriets store fokus på kvalitet og udvikling, men også den store betydning, som selskabet har haft for Danmark. Vi har nedenfor oplistet de vigtigste forhold fra Carlsbergs historie, som kan medvirke til at læser af denne afhandling, ligesom os forstår hvor vigtigt virksomheden er for Danmark. Endvidere kan vi også bruge de historiske data til at kunne forstå den strategiske analyse.

Carlsberg satsede i starten af dets levetid først og fremmest på det københavnske marked, hvor Carlsberg opnåede stor succes, ikke mindst pga. produktets høje kvalitet, som skyldtes grundlæggeren J.C. Jacobsens store interesse for videnskab. I selskabets første 20 leveår tjente selskabets så meget, at det blev et af landets bedst fungerende og J.C. Jacobsen blev en af landets rigeste mænd. Dette betød, at selskabet i 1867 for første gang turde satse på eksport (damptøget og andre transportmuligheder havde også muliggjort dette rent teknisk) og valget faldt på England⁶.

Eksporten og indenrigssalget steg fortsat støt og J.C. Jacobsen og senere hans søn, begyndte at give København forskellige gaver, heriblandt den lille havfrue, genopbygningen af Frederiksborg slot, Ny Carlsberg Glyptotek, samt flere kirker⁷. Endvidere er Carlsberg-bygningerne på Valbygrunden og Tuborgflasken i Hellerup også nogle af Københavns varetegn, selvom disse udelukkende er af industriel og ikke kulturel betydning. I fremtiden forventes der, at blive oprettet en hel ny bydel omkring gamle Carlsberg i Valby⁸ - det kunne måske i forvejen hævdes, at hele Valby er bygget op omkring Carlsberg.

⁵ Det bemærkes at revisor ikke har revideret årsrapporten, men har læst denne uden, at kunne finde væsentlig fejlinformation heri - vi vurderer derfor, at vi kan anvende informationerne fra ledelsesberetningen uden at anlægge en særlig skeptisk vinkel, selvom disse er ureviderede, da vi må formode, at revisor ville have givet oplysning om direkte forkerte oplysninger i beretningen.

⁶ <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/Tidslinier/Carlsberg/Pages/default.aspx> og DR dokumenter om "Bryggeren".

⁷ <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/IJacobsensfodspor/Kobenhavn/Pages/default.aspx>.

⁸ <http://www.carlsbergbyen.dk/>.

Det var og er imidlertid ikke kun København der er blevet støttet gennem tiden, men også kulturen i Danmark er blevet støttet af diverse fonde stiftet af J.C. Jacobsen og dennes søn og bryggeriet samt fonden er stadig en af Danmarks største bidragsydere til den danske kultur⁹.

Ved J.C. Jacobsen død i 1887 overgik alle dennes aktiver til Carlsbergfonden. Carlsbergfonden fortsatte, hvor stifteren J.C. Jacobsen ("Kaptajnen") slap "roret" og indgik i 1903 samarbejdsaftale med Tuborg og igen i 1906 fusionerede Carlsberg (som på det tidspunkt hed "Gamle Carlsberg") med sønnen Carl Jacobsens bryggeri Ny Carlsberg, hvilket gjorde bryggeriet Carlsberg til Danmarks største. I perioden mellem starten af 1900-tallet og midt i 1960 skete der ikke så meget i Carlsberg, men herefter begyndte et større eksport eventyr til det meste af verdenen og med fusionen af Tuborg i 1970, blev koncernen en vigtig spiller på det europæiske ølmarked og er stadig kendt blandt forbrugerne for den høje kvalitet, som ikke mindst kan tilskrives, at virksomheden ledes af videnskabsfolk og selskabet har et af verdens førende forskningscentre indenfor øl - Carlsberg laboratoriet. Omkring årtusindeskiftet indgik Carlsberg en samarbejdsaftale med norske Orkla, som viste sig at kultsejle grundet samarbejdsvanskeligheder (det hele kulminerede med at Orkla fejlslagent forsøgte at overtage Carlsberg)¹⁰.

I 2008 købte Carlsberg sammen med Heineken det britiske bryggeri S&N for ca. 57 mia. kr. og blev dermed Danmarkshistoriens største køb af en anden virksomhed (der tages ikke højde for inflation). Dette blev samtidig startskuddet til et større eksporteventyr til Rusland, som i dag er Carlsbergs største eksportland¹¹.

8.2 Carlsberg koncernen

Carlsberg-gruppen er verdens fjerdestørste brygger med en omfattende portefølje af øl- og andre drikkevaremærker. Flagskibet er Carlsberg som er et af de bedst kendte ølmærker i verden, og både Baltika, Carlsberg og Tuborg er blandt de største mærker i Europa. Forretningen er primært koncentreret i Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien, hvor Carlsberg har stærke markedspositioner. Resten af verden dækkes gennem eksport- eller licensaftaler¹².

⁹ Inspireret af Carlsbergs arkiver på hjemmesiden -

<http://www.visitcarlsberg.dk/dansk/historie/Fodspor/Pages/default.aspx>, samt

<http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Job/Arbejdsliv/vidsteduat/Pages/default.aspx>.

¹⁰ <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/Tidslinier/Carlsberg/Pages/default.aspx> og

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

¹¹ <http://nyhederne-dyn.tv2.dk/article.php/id-10156724:carlsberg-k%C3%B8ber-sn-for-76-mia-kr.html>, artiklen "Skotsk bryggeri siger ja til Carlsberg" i politikken den 25.januar 2008 og

<http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Job/Arbejdsliv/vidsteduat/Pages/default.aspx>.

¹² Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 4.

8.2.1 Nord- og Vesteuropa

Carlsberg er det næststørste bryggeri i regionen, der navnlig består af modne markeder. Som hovedregel er markedsvolumenerne flade eller svagt faldende. Regionen er generelt kendetegnet ved en veletableret detailstruktur og en stærk tradition for at drikke øl på de fleste markeder.

Carlsberg har ca. 100 datterselskaber i regionen som alle mere eller mindre ejes 100 %.

8.2.2 Østeuropa

Carlsberg har en stærk position som nr. 1 på regionens største marked, Rusland, og på de fleste andre markeder i regionen. Det russiske ølmarked er faldet i volumen i de seneste år, bl.a. som følge af betydelige prisstigninger efter en markant afgiftsforhøjelse i 2010 og høj fødevareinflation i 2011.

Carlsberg har ca. 16 datterselskaber i regionen hvor ejerandelen varierer mellem 68 % - 100 %.

8.2.3 Asien

Carlsbergs asiatiske forretningsportefølje omfatter både modne markeder som Malaysia, Hongkong og Singapore og investeringer i voksende ølmarkeder som Kina, Indien og Vietnam. Der er store muligheder for vækst på disse markeder som følge af voksende økonomier, der har vist sig modstandsdygtige over for den globale recession, samt befolkningstilvækst, stigende disponible indkomster og relativt lavt ølforbrug per capita.

Carlsberg har ca. 62 datterselskaber og associerede selskaber i regionen hvor ejerandelen varierer mellem 30 % - 100 %.

8.2.4 Øvrigt

Herudover råder koncernen ligeledes over ca. 24 datterselskaber indenfor en række øvrige forretningsområder som ikke er koncernens primære hovedaktivitet.

8.3 Produkter

Carlsbergs produktsortiment omfatter ca. 313¹³ forskellige brands og disse er en kombination af internationale, regionale og lokale ølmærker. De mange brands varierer i forhold til pris, målgruppe og volumen, og prissettes i fire segmenter i form af discount, mainstream, premium og superpremium. Salgsvolumen af hver gruppe er meget forskelligt fra marked til marked.

Eksempelvis er brands som premium og superpremium meget udbredt i Norge og Frankrig, hvor det forholder sig anderledes i Tyskland, da discountmærkerne her er mere udbredt. De fire største mærker målt på volumen er Carlsberg Pilsner, Baltika, Tuborg Pilsner og 1664.

¹³ <http://www.carlsberggroup.com/brands/Pages/default.aspx>

8.3.1 Carlsberg Pilsner

Carlsberg Pilsner er den mest kendte øl i porteføljen og markedsføres i forskellige lande i lang række varianter, for at øge kendskabet og udbredelsen af pilsneren. Den blev lanceret i 1904 og tilhører premium-segmentet. Pilsneren er kendt som fodboldens øl og har i flere år sponsoreret både klubber og turneringer, såsom Liverpool, Odense Boldklub, EM i fodbold m.v.



8.3.2 Baltika

Baltika er den mest solgte øl i Rusland. De forskellige varianter af denne øl er illustreret med hver deres nummer på etiketten. Den blev lanceret i 1992 og har altid været opfattet som en øl af høj europæisk kvalitet brygget på de klassiske metoder. Baltika er mere end dobbelt så stor som sin nærmeste konkurrent på det østeuropæiske marked.



8.3.3 Tuborg Pilsner

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



8.3.4 1664

Kronenbourg 1664 er et superpremium mærke og blev en del af Carlsbergs ølportefølje i forbindelse med opkøbet af S&N. S&N havde det fulde ejerskab over det førende franske bryggeri Brasseries Kronenbourg som producerede den populære franske øl.



Carlsberg har en effektiv porteføljestrategi, der planlægges centralt på koncernniveau. De lokale mærker er dog som hovedregel decentraliseret, men alle varemærker bliver styret i et centralt netværk, der giver mulighed for udveksling af ideer, koncepter og erfaringer der efterfølgende implementeres på forskellige markeder. Porteføljen bliver konstant overvåget og justeret, således at markedsandele kan øges og fastholdes, men også for at kunne tilpasse sig samfundsforholdene, eksempelvis i nedgangstider hvor der fokuseres mere på discountsegmentet¹⁴.

¹⁴ <http://www.carlsberggroup.com/brands/Pages/default.aspx>

8.4 Ejere og ledelsesstruktur

Carlsberg er som tidligere nævnt i afhandlingen et aktieselskab og dermed underlagt selskabslovens bestemmelser omkring, at der skal være en direktion og en bestyrelse¹⁵. Direktionen er sammensat af den administrerende direktør Jørgen Buhl Rasmussen og CFO Jørn P. Jensen, mens bestyrelsen består af 12 personer (heraf fire medarbejdervalgt¹⁶) med Povl Krogsgaard-Larsen som formand¹⁷.

Aktiebeholdningen i selskabet er inddelt i to klasser (A- og B-aktier). Begge aktier er tilgængelige og mulige at købe på den danske fondsbørs¹⁸. Begge aktieklasser har et nominelt beløb på 20 kr., men her ophører lighederne også da aktieklasse A har ret til 20 stemmer pr. aktie, mens B-aktien kun har 2 stemmer pr. aktie. B-aktiens lavere stemmerettighed kompenseres af forlod ved udbytte¹⁹.

Som følge af børsnoteringen består aktionærkredsen af mange private småaktionærer og en række større aktionærer, hvor ingen dog overgår Carlsbergfonden som ejer 30,3 % af aktierne og dermed har bestemmende indflydelse, da Carlsbergfonden har 74,5 % af stemmerettighederne²⁰ - fonden er desuden repræsenteret med 5 personer i bestyrelsen og besidder formandsposten²¹.

Carlsbergfondens fundats er ændret mange gange siden dets oprindelige oprettelse af Brygger J.C. Jacobsen, men hovedformålet er stadig, at fonden skal besidde bestemmende indflydelse over Carlsberg, samt sikre at Carlsbergs produkter lever op til virksomhedens oprindelige høje kvalitet. Ovennævnte betyder også, at Carlsbergfonden ledes af professorer, som har nær tilknytning til universiteter eller laboratorier. Eventuelt overskud i fonden skal anvendes til legater, forskning m.v.²².

¹⁵ Selskabslovens § 111, stk. 1

¹⁶ Årsrapporten 2011, side 35

¹⁷ Povl Krogsgaard-Larsen er efter dataindsamlingens ophør fratrådt af aldersmæssige hensyn jf. vedtægter og Flemming Besenbacher har efterfølgende overtaget hvervet jf.

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/228791/ny_carlsberg-formand_traekker_i_arbejdstoejet.html

¹⁸ <http://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark/omxc-large-cap>

¹⁹ Årsrapporten 2011, note 23 side 86.

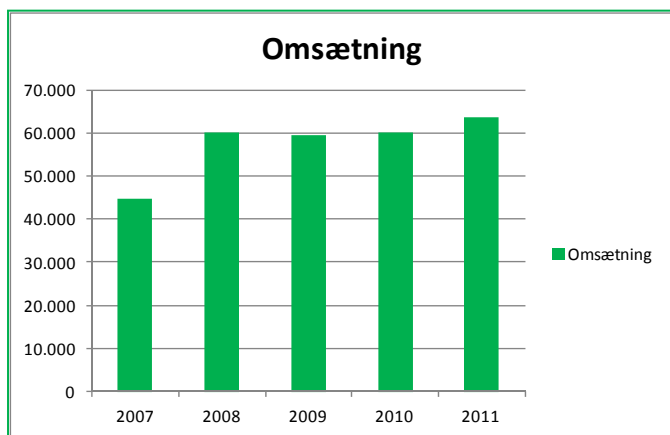
²⁰ Årsrapporten 2011, note 25 side 148.

²¹ Årsrapporten 2011, side 35

²² Afsnittet er baseret på <http://www.carlsbergfondet.dk/Om%20fondet/Fundats.aspx> og <http://www.carlsbergfondet.dk/Om%20fondet/Ejerskab%20af%20Carlsberg.aspx>

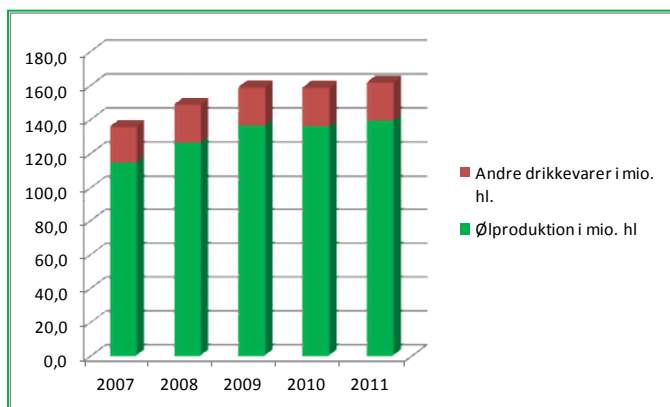
8.5 Historiske regnskabstal

Nedenstående grafer og tilhørende beskrivelser, skal give læser af afhandlingen en kort introduktion til Carlsbergs overordnede økonomiske situation forud for den strategiske analyse (en egentlig analyse af regnskabstallene følger i senere afsnit)²³.



Figur 2 – Kilde: Egen tilvirkning.

Det ses af figur 2 til venstre, at Carlsberg i 2008 oplevede en væsentlig stigning i omsætningen, hvilket kan henføres til købet af S&N, mens omsætningen i 2008-2011 er stagneret, dog med en svag stigning i 2011, hvilket kan indikere en svag vækst for koncernen.

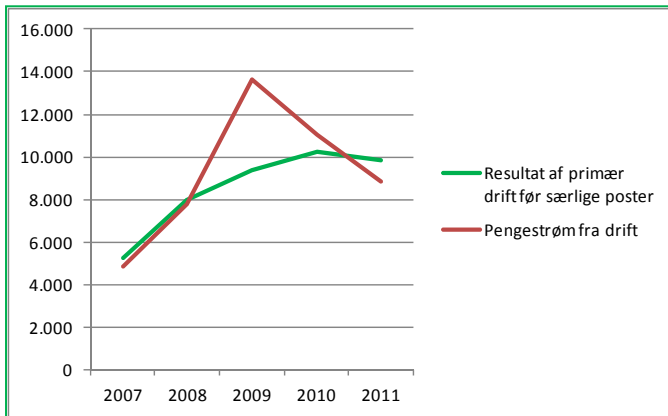


Figur 3 - Kilde: Egen tilvirkning.

Figur 3 til venstre viser Carlsberg produktion af øl og andre drikkevarer de seneste fem år. Det ses at produktionen i lighed med omsætningen er stagneret, hvilket indikerer at der ikke har været de store prisændringer på Carlsbergs produkter.

Ovenstående figur 3 viser ligeledes, som vi tidligere har antaget under afgrænsningen, at øl udgør den største del af virksomheden, da øl i mio. hl udgør ca. 86 % i 2011 af den totale produktion. Endvidere ses det, at stigningen i produktionen primært kan henføres til øl, som fra 2007 til 2011 er steget med ca. 21 %, mens andre drikkevarer i samme periode kun er steget ca. 7 %.

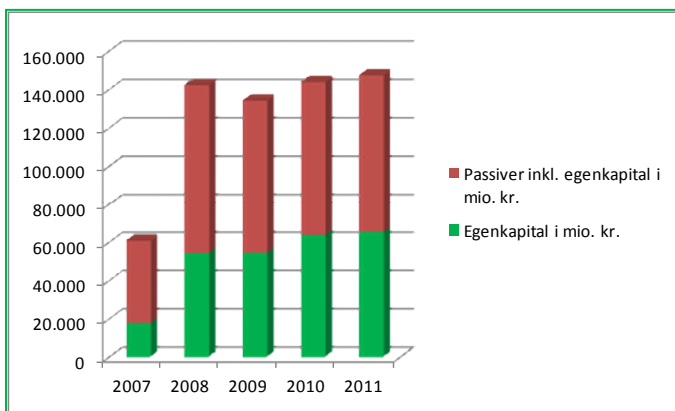
²³ Anvendte regnskabstal er hentet fra side 9 i Carlsbergs årsrapport 2011.



Figur 4 - Kilde: Egen tilvirkning.

Mens Carlsberg har oplevet en stagnering i omsætningen i årene 2008-2011 har Carlsberg stadig formået at øge resultat af primær drift (se figur 4 til venstre), hvilket indikerer at Carlsberg har haft fokus på omkostningseffektiviseringer. Det bemærkes dog, at den svage, men stadig positive stigning på omsætningen har givet udslag i en modsatrettet effekt på resultat af primær drift.

Det ses imidlertid, at Carlsberg ikke har formået at skabe samme stigning i pengestrømmene fra driften. Niveaueet for 2011 ligger dog stadig over 2008 hvor krisen for alvor slog igennem i de fleste lande.



Figur 5 - Kilde: Egen tilvirkning.

I figur 5 til venstre har vi vist Carlsbergs soliditet og det ses, at denne ligger meget stabilt igennem årene. Denne stiger tilnærmelsesvis i lighed med resultat af primær drift jf. foregående model. Vi må på baggrund af 2011-tallene vurdere, at Carlsberg er godt sikret med en egenkapitalsandel på hele 44,59 %.

8.6 Aktiekursen

Nedenstående figur 6 viser aktiekursen (B-aktien) for de seneste 5 år, som det fremgår, har koncernen haft større udsving fra absolut bund ultimo 2008 hvor aktiekursen lå på 151 kr. til den absolutte top ultimo 2007 hvor aktiekursen lød på kurs 770 kr. I de seneste år har aktiekursen fundet en leje i omkring 350 – 490 kr. pr. aktie.



Figur 6 - Kilde: Euroinvestor.dk.

Det markante fald i aktien i 2009 skyldes primært de store udfordringer på det russiske marked, hvor man oplevede fald i markedet på op til 10 % i årets første ni måneder. Herudover var der en generelt udfordrende markedssituation med den russiske regerings forslag om en væsentlig forøgelse af afgiften på øl i 2010²⁴. Dette var med til at skabe en del uro omkring Carlsberg-aktien, hvorfor denne nåede sin absolutte bund ultimo 2009, hvor kursen som nævnt lød på 151 kr. pr. aktie.

Herefter er Carlsberg-aktien steget støt, bl.a. som følge af opnåelse af synergier ved købet af S&N i 2008. Herudover oplevede man stigning i markedsandele og forbrug på især vækstmarkederne.

²⁴ Officiel regnskabsmeddelelse pr. 30. september 2009:

http://www.carlsberggroup.com/investor/downloadcentre/Documents/Quarterly%20Reports/12_DK_04112009_Q3.pdf

9 Strategisk analyse

Den strategiske analyses formål er at give et overblik over de ikke-finansielle værdidrivere. Vi starter med, at analysere de eksterne forhold ved PESTEL-analysen. Herefter følger en mere specifik markedsanalyse, som omfatter Carlsberg ledelsens forventninger til de analyserede markeder, underbygget af eksterne bureauer samt konkurrenterne.

Efter den eksterne analyse (omverdensfaktorerne) følger den interne analyse af Carlsberg, som primært bygger på Porters Five Forces, samt en særlig gennemgang af ledelsen og dennes indflydelse på Carlsberg.

Ovenstående sammenfattes i en SWOT-analyse og danner grundlag for budgetteringen senere i afhandlingen.

9.1 PESTEL-analysen

PESTEL-analysen er en udvidet version af PEST-analysen²⁵ som udover at beskrive de politiske, økonomiske, socio-kulturelle og teknologiske forhold, ydermere beskriver de miljømæssige og lovmæssige forhold som kan påvirke virksomheden og dens dispositioner på de enkelte markeder. For at illustrere modellen er figur 7 udarbejdet hertil – der henvises til næste side. Modellen behandler som nævnt seks følgende forhold:

1. Politiske forhold – skattepolitik, restriktioner på handel, tariffer m.v.
2. Økonomiske forhold – økonomisk vækst, stabil/ustabil valutakurs, renteniveau m.v.
3. Socio-kulturelle forhold – kulturelle aspekter, vækst i befolkningstal, aldersfordeling m.v.
4. Teknologiske forhold – teknologisk udvikling, innovation m.v.
5. Miljømæssige forhold – vejr- og klimaforhold m.v.
6. Lovmæssige forhold – forbruger-, sundheds- og arbejdsmarkedslovgivning m.v.

Som mange andre omverdensanalyser er PESTEL-analysen beskyldt for i væsentlig grad at være baseret på fortid. Der kan dog argumenteres for at analysen kan bruges til at forecaste fremtiden ud fra deisen om, at fremtiden bedst kan forklares ved at se på hvad der er sket i fortiden. Dette kræver dog at den omverden som virksomheden opererer i er relativt stabil.

Selvom man får identificeret nogle relevante forhold, giver analysen ikke meget hjælp til hvordan man håndterer disse forhold. Modellen er derimod god til at få en diskussion om hvilke forhold man bør tage højde for.

²⁵ Grundlæggende Erhvervsøkonomi, s. 24.

I nærværende afhandling har vi sammendraget analysens punkt et og seks som et samlet punkt, idet det er vores overbevisning at der er så meget overlap mellem de to punkter, at to analyser ville ligne hinanden så meget, at de ville være overflødige. De lovmæssige forhold er nemlig, meget afhængig af den i landets nuværende regering og dennes politiske dispositioner.

Udformningen af de enkelte afsnit om forholdene i modellen vil være fordelt på de tre omhandlende hovedregioner i form af Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien.

Til vurdering af de enkelte forhold vil der som indledningsvist nævnt være fokus på landene Danmark, Rusland og Kina som repræsentant for henholdsvis Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Dette gøres ud fra en overbevisning om at forholdene i førnævnte lande repræsenterer de politiske, økonomiske, socio-kulturelle forhold m.v. som gør sig gældende i de tre hovedregioner.

Dataindsamling til brug for PESTEL-analysen vil således blive baseret på nyhedsartikler, analyser, rapporter og lignende omhandlende de enkelte forhold i Danmark, Rusland og Kina.



Figur 7 - PESTEL-analysen.

9.2 PESTEL-analyse for Nord- og Vesteuropa

Som nævnt under indledningen til PESTEL-analysen baserer dataindsamlingen for Nord- og Vesteuropa vedrørende politiske, økonomiske, socio-kulturelle forhold m.v. sig på nyhedsartikler, analyser, rapporter og lignende for Danmark.

9.2.1 Politiske og lovmæssige forhold

Danmark er et demokratisk land, som har inddelt dets styreforhold, i den for de fleste danskere kendte tredeling, hvor det er befolkningen som vælger politikerne, der fra Christiansborg vedtager lovene, hvilke håndhæves af den udførende magt, og dømmes af domstolene.

Danmark har siden september 2011 været ledet af en socialistisk regering²⁶. Landets statsminister er Socialdemokratiets formand Helle Thorning-Schmidt.

Det er den danske regering, som vedtager lovene, men regeringen er i høj grad, som følge af Danmarks medlemskab med EU også underlagt EU's retningslinjer. Dette betyder at Carlsberg er underlagt en lang række konkurrencemæssige hensyn, som følge af deres hovedsæde i Danmark. Carlsberg kan således ikke fusionere med andre store toneangivende øl-producenter, da de således vil kunne opnå monopol på det danske eller europæiske marked. Vi vurderer dog, at ønsket fra Carlsberg omkring fusioner, selvom de historisk har foretaget dette flere gange, er relativt få, da samarbejdet med norske Orkla var forbundet med store problemer, mens S&N-handlen stadig giver udfordringer for Carlsberg. Dette betyder, at Carlsberg formentlig ønsker, at satse på egen vækst, kombineret med opkøb af "mindre" bryggerier rundt omkring i verden.

Den relativt nye socialdemokratiske regering har allerede indført stigninger på ølafgifter med 25 % fra 2012²⁷, hvilket formentlig ikke ændrer danskernes alkoholforbrug, da de i stedet formodes, at øge grænsehandlen, som er til skade for Danmark, mens Carlsberg salg forventes uændret, da det er samme prisleje for øl i Danmark som i Tyskland²⁸. Det vides ikke, om regeringen vil indføre flere afgifter som kan påvirke flere afgifter indenfor øl - tendensen for 2012 viser, at regeringen ikke ønsker at indføre upopulære afgifter, hvilket taler for at den nuværende regering ikke ændrer ved en ølafgift, som i forvejen er steget betragteligt²⁹.

Selskabsskatten er ligeledes et område, der har været berørt meget i det danske politiske liv, hvor den danske opposition har foreslået, at sænke selskabsskatten til 20 %, ³⁰ hvilket alt andet lige vil være en fordel for Carlsberg. Den nuværende regering har dog udtalt, at denne foreløbig ikke ønsker, at sænke skatten, hvorfor vi formoder, at dette ikke bliver aktuelt de kommende år³¹.

Den danske regering har udover afgifter, også lagt en hårdere kurs overfor miljøet, herunder at danske virksomheder skal være miljøbevidste. Dette ses bl.a. igennem at danske virksomheder med regnskabsklasse stor C og D, skal aflægge CSR rapporter efter årsregnskabslovens § 99A, stk. 1,

²⁶ <http://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/folketingsvalget-2011-1/>. Det kan endvidere diskuteres om Enhedslisten fortsat er støtteparti til regeringen efter forårets skatteforhandlinger.

²⁷ <http://beerticker.dk/oelafgift-stigning-regeringen-og-enhedslisten-enig-36587>

²⁸ <http://beerticker.dk/bryggeriforeningen-indeksret-olafgift-medforer-mere-graensehandel-43101>

²⁹ Den danske regering droppede i 2012 den meget udskældte sukerafgift jf. <http://nyhederne.tv2.dk/article.php/id-51974093:regeringen-dropper-sukkerafgift.html>

³⁰ http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/208017/regeringen_vil_saeenke_selskabsskat_til_20_procent.html

³¹ http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/229449/radikale_selskabsskatten_blicher_hvor_den_er.html

hvor de jf. samme paragraf blot stk. 2, skal redegøre for dets CSR politik (hvis virksomheden har en sådan, ellers er de fritaget herfor), opfølgning og forventninger til fremtiden³².

9.2.2 Økonomiske forhold

Dansk og europæisk økonomi er i krise, dog viser analyser at skyerne ikke er så mørke som hidtil, trods uroen i Sydeuropa. Desuden er forbrugernes sortsyn ved, at forsvinde og detailsalget er stigende, men ikke i nærheden af de tider vi så for 5-8 år siden. En ikke uvæsentlig årsag til det stigende privatforbrug må alt andet lige kunne tilskrives danskernes udbetaling af efterløn³³ (effekten var dog ikke nær så stor, som regeringen havde håbet).

Danskernes opsparing har under krisen været støt stigende og slår løbende nye rekorder. Opsparingerne der oftest er placerede på helt almindelige lønkonti, forventes at kunne tages i brug så snart forbrugertilliden er styrket og frygten for arbejdsløshed er forsvundet for den almindelige danske lønmodtager³⁴.

Beskæftigelsen der blev udtrykt som et problem for den almindelige jf. foregående afsnit bunder måske ikke så meget i realiteterne, da den danske arbejdsløshed har ligget stabilt på omkring 6,1 til 6,2 % i de seneste tre år. Dette må siges, at være et forholdsvis stabilt niveau, sammenlignet med andre europæiske lande, som oplever langt værre problemer. Historisk har Danmark også ligget stabilt med 3-12 % arbejdsløshed, hvoraf denne de fleste af årene har været omkring 6 % - danskernes frygt er derfor historisk ubegrundet, specielt midt i en finanskrisen, men dette skyldes formentlig, at ledigheden under det økonomiske opsving var bare 3 %³⁵. En enkelt gruppe er dog undtaget fra postulatet om lav arbejdsløshed og det er unge nyuddannede, som har væsentlig højere arbejdsløshed end de etablerede på arbejdsmarkedet³⁶. Denne store gruppe af nyuddannede gør det billigere og formentlig nemmere for Carlsberg at tiltrække dygtig arbejdskraft.

Renteniveauet i Danmark har igennem de seneste par år, nået den ene bundrekord efter den anden for realkreditlån, hvilket er danskernes foretrukne lån³⁷. Nationalbanken har sågar lånt penge ud til negativ rente, hvilket har fået danske banker til at overveje det samme, hvilket betyder at der

³² Da det er den danske lov, gælder rapporteringen også selvom virksomheden aflægger regnskab efter IFRS.

³³ Jyske Bank rapport omkring Dansk økonomi af 24.5-.2012.

³⁴ <http://www.nykredit.dk/omnykredit/info/presse-ir-analyser/analyser-2012/danskernes-opsparing-taet-paa-rekord.xml>.

³⁵ <http://www.dr.dk/P1/Detektor/Udsendelser/2011/08/29103156.htm>.

³⁶ http://www.ae.dk/files/AE_mellem-7-og-15-arbejdslose-for-hver-nyopslaaede-stilling.pdf.

³⁷ <http://www.business.dk/bolig/danske-renter-i-ny-bundrekord>.

nærmest ingen renter er ved, at sætte penge i banken og det samtidig er blevet dyre, at låne da bankerne skal have finansieret deres lån hos bankerne³⁸.

Carlsberg optager primært sine lån gennem Danske Bank, hvor også finansdirektøren fra Carlsberg er en del af bestyrelsen - dette kombineret med et langt samarbejde igennem tiden, kunne måske betyde, at Carlsberg ikke vil blive ramt så hårdt af rentestigninger fra Danske Bank³⁹ - sidstnævnte forhold er blot en antagelse af forfatterne.

Valutakursudviklingen i Danmark følger for tiden Euroen, og dermed ligger den danske kurs meget stabilt i forhold til andre lande i Europa, men som følge af krisen i Europa er kursen ikke så god i forhold til eksempelvis Dollaren. Der er intet som tyder på en væsentlig ændring i denne politik, selvom flere danske og udenlandske økonomer foreslår den danske Nationalbank at ændre kursen, da dette ville forbedre konkurrenceevnen. I forhold til Carlsberg, bør fastkurspolitikken være, at foretrække, da dette ellers ville kunne få store konsekvenser for valutakursreguleringerne i regnskabet, da regnskabet aflægges i Danske Kroner mens handel foregår i anden valuta⁴⁰.

De store udbetalinger af efterløn og den private opsparing påvirker næppe Carlsberg. Vi forudsiger derfor ikke de store påvirkninger fra de økonomiske forhold.

9.2.3 Socio-kulturelle forhold

Danmark er et af de mindste lande i Europa med en befolkning på ca. 5,6 mio. mennesker, hvoraf de ca. 1 mio. er under 15 år⁴¹, og derfor må formodes ikke, at drikke øl.

Aldersfordelingen i Danmark går mod, at der bliver flere og flere ældre, hvilket er en byrde for det danske samfund - den såkaldte ældrebyrde. I Danmark kan de ældre efter de er fyldt 65-67 år gå på pension (Danmark har helt særskilt sammenlignet med resten af Europa en efterlønsordning, som betyder danskerne kan udtræde af arbejdsmarkedet i en alder af 60-64 år)⁴², og indgår således ikke længere i den arbejdsduelige styrke, hvorfor de ældre skal forsørges af de danskere som er i arbejde.

Hvad angår Carlsberg er det næppe en ulempe, at Danmark har en såkaldt ældrebyrde, udover at dette kan få politikerne til at hæve afgifter og skatter, da samfundet skal bruge en finansieringskilde til velfærdssamfundet.

³⁸ <http://politiken.dk/tjek/penge/dinepenge/ECE1680762/danske-bank-negativ-rente-til-kunderne-kan-komme-paa-tale/>.

³⁹ <http://www.business.dk/investor/maersk-danske-bank-og-carlsberg-i-supernetvaerk>

⁴⁰ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/12/3177075/artikel.html?hl=dmFsdXRha3Vyc3BvbGl0aWs7VmFsdXRha3Vy>
c3BvbGl0aWs,

⁴¹ <http://www.dst.dk/pukora/epub/Nyt/2012/NR068.pdf>.

⁴² <http://www.foa.dk/A-kasse/Efterloen/Aldersgraenser-for-efterloen-og-folkepension>.

Postulatet omkring de ældre skyldes, at den ældre generation i højere grad er opfostret med, at det er acceptabelt at drikke en øl hver dag - de ældre generationer er opvokset med eksempelvis radio og tv-reklamer, som på ingen måde var underlagt forbud mod reklamer overfor øl⁴³.

Hvad angår den yngre generation er denne lige så vigtig for Carlsberg, da disse er opvokset med "weekend-druk", hvor de danske unge pt. har europarekorden, hvilket alt andet lige ikke er et dårligt udgangspunkt for Carlsberg⁴⁴. En udfordring for Carlsberg kunne dog være, at specielt den kvindelige generation ikke har samme ønske om at drikke øl som mænd. Carlsberg har derfor igangsat salg af såkaldte alkopops og milde øl, såsom "Copenhagen"⁴⁵.

Et vigtigt forhold for alle generationer af befolkningen, er at danskerne er meget loyale overfor deres ølmærke, som meget sjældent udskiftes. Der er derfor tale om et relativt sikkert marked, så snart kunderne er "kapret" - Carlsberg sidder på 62 % af markedsandelen i Danmark og har derfor en ret stabil kundeportefølje⁴⁶.

En i afhandlingen ubeskrevet tendens for det danske samfund er, at de unge over de seneste år er blevet højere uddannet - optagelserne på de videregående uddannelser har aldrig været højere end i 2012⁴⁷. Udover ovenstående viser flere undersøgelser, at jo højere uddannelse og løn den enkelte borger har, des større sandsynlighed er der for, at disse anvender vin som rusmiddel, frem for de lavere uddannede, som ifølge analytikerne foretrækker øl⁴⁸. De to forhold kan på sigt være med til, at påvirke den danske ølkultur i en negativ retning, hvilket selvsagt ikke er godt for Carlsberg.

9.2.4 Teknologiske forhold

Danmark er kendetegnet ved, at være et videnssamfund, hvor der uddannes mange højtuddannede mennesker, hvilket desværre under den nuværende finanskriser ofte resulterer i arbejdsløshed. Dette skyldes ikke et dårligt uddannelsessystem, da danskerne over det meste af verden er kendt for deres innovative tankegang og evne til at designe og udvikle nye produkter, men derimod at den nuværende finanskriser har gjort at virksomhederne har været nødsaget til at foretage sparerunder, hvor erfaring vægtes højere end nyuddannelse⁴⁹.

⁴³ Et glimrende eksempel på dette, var den danske TV-serie "Huset på Christianshavn", hvor rollerne i gennemsnit drak mere end 15 øl om dagen, mens de festede og havde det sjovt.

⁴⁴ <http://www.dr.dk/sundhed/dinsundhed/artikler/2012/0321133625.htm>.

⁴⁵ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/134158/carlsberg_satser_paa_oel_til_kvinder.html og <http://www.carlsbergdanmark.dk/Presse/Nyheder/Pages/CopenhageninternationalisatsningfraCarlsberg.aspx>.

⁴⁶ <http://www.carlsbergdanmark.dk/Presse/Virksomheden/Pages/Kortefacts.aspx>.

⁴⁷ <http://fivu.dk/nyheder/pressemeddelelser/2012/aldrig-tidligere-er-saa-mange-blevet-optaget-paa-en-videregaaende-uddannelse/aldrig-tidligere-er-saa-mange-blevet-optaget-paa-en-videregaaende-uddannelse-1>.

⁴⁸ <http://www.bt.dk/node/635602/print>.

⁴⁹ <http://www.b.dk/politiko/det-danske-videnssamfund-hviler-paa-ni-braendende-platforme>.

Ovenstående betyder derfor, at der er en god base for at rekruttere danske talenter til Carlsberg. Carlsberg der selv er verdenskendt for dets forskningscenter, hvor de løbende publicerer deres forskningsresultater, er ligeledes synonym med den danske viden/teknologi⁵⁰.

I forhold til at tiltrække talenter udefra har Danmark, derimod en lang række problemer, hvilket ikke er gunstigt for Carlsberg, såsom Danmarks høje skattetryk⁵¹, fremmedhad⁵², samt at Danmark får færre og færre store virksomheder som tiltrækker unge⁵³.

9.2.5 Miljømæssige forhold

Danmark er geografisk inddelt i flere øer, som naturligvis er omringet af store mængder vand, hvorfor Danmark har let adgang til vandressourcer, ligesom infrastrukturen hvad angår søfartsruterne er særdeles gode. Landets indre infrastruktur (veje, toge m.v.) er selvfølgelig også påvirket af de mange øer, men landet har været god til at kompensere med broer og motorveje, således at det er let for danskerne at færdes og transportere.

Danmark er på miljøfronten, et af verdens førende lande og er oftest at finde, som talspersoner for optimering af klimaforhold på verdens klimakonferencer⁵⁴.

Carlsberg kan bruge ovenstående positivt, da Danmark har let adgang til søveje, drikkevand og så kan de bruge Danmarks miljøpolitik i reklamefremstød over det meste af verden.

9.2.6 Delkonklusion på det Nord- og Vesteuropæiske marked

Carlsberg har et solidt hjemmemarked i Danmark, hvor der dog må forventes en stagnering i salget, som følge af Danmarks økonomiske situation. Det må forventes, at markedet ikke vil falde betydeligt, da der i Danmark er en stærk ølkultur, som nok skal overleve krisen. Et mindre fald må forventes de kommende år, som derefter forventes, at ændre sig til en svag stigning igen.

Carlsberg bør være opmærksomme på den danske regering, at disse ikke indfører yderligere afgifter eller skatter, som vil skade Carlsbergs administrative del.

Vi forventer ikke, at Danmark vil blive påvirket af hverken miljø, eller nævneværdige teknologiske forhold.

⁵⁰ <http://www.carlsberglab.dk/Pages/default.aspx>.

⁵¹ <http://www.dr.dk/Nyheder/Politik/2012/05/21/135450.htm> - det skal dog bemærkes, at Danmark har indført en treårig (kan forlænges til fem) forskerordning jf. http://www.skm.dk/tal_statistik/skatter_og Afgifter/671.html.

⁵² Egen tilvirkning på baggrund af den igangværende samfundsdebat.

⁵³ <http://www.b.dk/politiko/det-danske-videnssamfund-hviler-paa-ni-braendende-platforme>.

⁵⁴ <http://www.kemin.dk/da-DK/COP15/Underweb1/Sider/cop15klimakonferencen.aspx>.

9.3 PESTEL-analyse for Østeuropa

Som nævnt under indledningen til PESTEL-analysen baserer dataindsamlingen for Østeuropa vedrørende politiske, økonomiske, socio-kulturelle forhold m.v. sig på nyhedsartikler, analyser, rapporter og lignende for Rusland, som alene udgør knap 40 % af den totale omsætning.

9.3.1 Politiske og lovmæssige forhold

Rusland er et gammelt kommunistisk land (startede med oktoberrevolutionen i 1917 og endte i 1991 da landet med Boris Jeltsin i spidsen trak sig ud af Sovjetunionen), og som efterfølgende har haft svært ved, at slippe dets gamle styre, som nogle ville hævde var diktatur (proletariatets diktatur). I dag er landet ledet af Vladimir Putin og med Medvedev som premierminister, begge tilhørende partiet "Forenet Rusland" der må klassificeres som liberal demokrat og som fortsat forsøger, at gøre landet mere og mere demokratisk i lighed med "Vesten"⁵⁵.

Ruslands politiske fremskridt efter det kommunistiske styre, har været mange og meget forskellige. Det er som analytiker svært, at spå om de politiske forhold i dette land udover, at Vladimir Putin formentlig bliver som præsident de næste mange år. Et af de fremskridt man har set i nyere tid, er at Rusland er blevet medlem af WTO i 2012. Dette taler for at Rusland er ved at blive et land med mindre bureaukrati og handelshindringer, som ellers har givet Carlsberg problemer⁵⁶ (se i øvrigt mere uddybende beskrivelse af WTO under analysen af Asien).

De stigende afgifter på øl og spiritus skyldes de russiske indbyggers overforbrug af spiritus - Rusland har de seneste år oplevet store fald i befolkningstallet grundet alkoholmisbrug og i 2009 hvor afgiften blev vedtaget (igangsat fra januar 2010) skønnede man, at op i mod hver anden person i alderen 15-54 døde af alkoholmisbrug⁵⁷. Alkoholmisbruget tilskrives af forskere et i forvejen stort alkoholindtag af vodka, kombineret med stigende ølsalg. Dette betød for Carlsberg og deres konkurrenter, at ølafgiften i 2009 blev hævet med ca. 200-300 %⁵⁸.

Afgiften der ventedes at indbringe 11,3 mia. (2009-tal da de reelle effekter ikke er blevet analyseret endnu) blev indført for at begrænse ølsalget, mens der ikke kom nogen restriktioner mod salget af vodka, hvilket formentlig kunne tilskrives, at vodkaproducenterne er russiske, mens øl-producenterne i høj grad er store udenlandske bryggerikoncerner.

⁵⁵ <http://www.information.dk/295090> og side 5 i rapport om Rusland udarbejdet af Landbrug & Fødevarers afd. for Erhvervsøkonomisk Analyse og Statistik i foråret 2011 (Kaldet RLF i resten af opgaven).

⁵⁶ http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/236802/rusland_blicher_medlem_af_wto.html
<http://www.leksikon.org/art.php?n=2772>

⁵⁷ <http://politiken.dk/udland/ECE740357/alkohol-saenker-ruslands-befolkningstal-drastisk/>

⁵⁸ <http://politiken.dk/udland/ECE867893/rusland-kaemper-mod-alkohol-i-oel/>

Afgifternes fremtidsudsigter er meget usikre ifølge medierne, specielt efter at Putin i 2012 genovervejede en ekstraforhøjelse af afgifterne, som ellers havde oplevet en mindre stigning igen i slutningen af 2011⁵⁹, kombineret med at der i 2013 sker skærpede restriktioner for salg af alkohol fra ikke-stationære steder, samt at der kommer forbud mod reklamering for alkohol via radio, tv og udendørsreklamer⁶⁰. Ifølge ledelsesberetningen⁶¹ har ledelsen i Carlsberg dog allerede igangsat tiltag for at finde alternative løsninger til de allerede vedtagne ændringer omkring salgssteder og markedsføring. Det vides dog ikke om, Carlsberg er forberedt på Putins seneste udtalelser.

9.3.2 Økonomiske forhold

Rusland oplevede efter Sovjetunionens sammenbrud store økonomiske problemer, men ligesom resten af verdenen buldrede økonomien frem i det nye årtusinde, hvor befolkningen oplevede reelle forbedringer i levestandarden. Den økonomiske levestandard kunne i høj grad tilskrives de stigende priser på olie og gas, kombineret med den stærkt stigende efterspørgsel efter disse råvarer. Disse gode økonomiske tendenser stoppede fuldstændig i slutningen af 2008 og i 2009 var der negativ udvikling i BNP for første gang på et årti (tendensen var det samme over det meste af verdenen, men specielt i vesten)⁶².

Den økonomiske fremgang indtil 2009 medførte, at flere og flere russere rykkede fra titel af fattige til at være en del af middelklassen, som selv under krisen er vokset.

Kendetegnet ved den russiske middelklasse er, at denne er særdeles købestærk og for vestlige lande, må dette forventes at være særligt gunstigt, da den russiske middelklasse har fattet stærk interesse for vestlige produkter og særligt mærkevare⁶³.

Dette kan være særdeles gunstigt, da vi vurderer at Carlsberg har et stærkt brand indenfor ølmarkedet, grundet dets høje kvalitet, markedsføring og historie, som betyder meget for russerne.

Forventningerne til den økonomiske udvikling er meget positiv for Rusland, hvor reallønnen forventes at stige i 2013 og fremefter. Modsat følger dog stigende priser på råvarer/fødevarer, hvilket måske kan begrænse udviklingen i reallønnen, såfremt at denne stiger mere end hvad

⁵⁹ Årsrapporten side 16 og <http://penge.dk/investering/nyheder/finans/carlsberg-aktien-faar-hak-i-tuden-paa-ny-russiske-stramning-ny>

⁶⁰ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2012/04/17/carlsberg-putin-advokerer-for-hoejere-tobaks-og-alkoholskat/11961680>

⁶¹ Ledelsesberetning, s. 13.

⁶² RLF side 5-8.

⁶³ <http://ruslandsekspten.dk/den-kobestaerke-russiske-middelklasse/> og <http://ruslandsekspten.dk/hvorfor-er-russerne-vilde-med-vestlige-brands/>

Carlsberg selv forventer⁶⁴. Rapporter omkring det russiske forbrug, konstaterer desuden at en realløn fremgang primært går til forbrug af fødevarer, hvor alkohol forventes at have en afledt effekt⁶⁵. Spørgsmålet er dog om den afledte effekt på fødevarerne, alkoholen må forventes at have, kan blive begrænset af de politiske hindringer, som beskrevet i afsnittet under politiske forhold.

Et andet ikke uvæsentligt forhold, som kan påvirke Carlsberg er udviklingen i den russiske valuta, rubler. Det fremgår af årsrapporten 2011 fra Carlsberg, at de trods hedging på rubler (omfanget er ikke detaljeret, men vi ser på enkelte markeder, udsving i omsætningen/indtjeningen som følge heraf) er følsom overfor store udsving på den russiske valuta. Det har ikke været et problem for Carlsberg jf. årsrapporten for 2011, men historisk viser denne, at omsætningen i 2010 blev positivt påvirket af en stigende rubel⁶⁶, mens samme valuta påvirkede Carlsberg negativt for noget af 2011⁶⁷ (udviklingen var meget svingende i 2011, men endte stort set uændret målt fra år til år⁶⁸).



Figur 8 - Kilde: Valutakurser.dk.

Der findes stort set ingen analyser af, hvordan valutakursen forventes, at udvikle sig, men vi kan se i 2012, at denne har haft udsving på op til 8 %⁶⁹. Vi vurderer til brug for vores opgave, at der ikke vil være væsentlige udsving i kursen, da det lader til at den økonomiske krise er ved at stabilisere sig, både i Danmark og Rusland, men bemærker at Carlsberg kan være meget følsom overfor kursudsving.

⁶⁴ Ledelsesberetningen side 16. Prisstigningerne underbygges af RLF side 12-13 som forventer stigende efterspørgsel på fødevarer de kommende år, særligt kød er i høj kurs fra middelklassen.

⁶⁵ RLF side 15.

⁶⁶ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/189058/rublen_sender_carlsberg_i_overhalingsbanen.html

⁶⁷ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/212400/valuta_rublen_svaekkes_markant.html.

⁶⁸ <http://www.valutakurser.dk/currency/showgraph.aspx?valutaid=492429> - 5 års oversigt.

⁶⁹ <http://www.valutakurser.dk/currency/showgraph.aspx?valutaid=492429> - 6 mdr. oversigt.

9.3.3 Socio-kulturelle forhold

Under Putins styre i starten af det nye årtusinde, indførte præsidenten flere reformer af skolesystemet, hvilket i dag har gjort den russiske befolkning meget veluddannet sammenlignet med de øvrige BRIK-lande.

Statistikker viser at op imod 75 % af de unge er optaget på en videregående uddannelse - sammenlignet med et andet stort BRIK-land som Brasilien er udnannelsesniveauet dobbelt så højt⁷⁰.

Tendensen med, at russerne træffer et valg mellem øl og vodka, var før den økonomiske krise og ølafgiften, at de unge valgte øl, mens de ældre foretrak vodkaen, som de var opvokset med. Indenfor de forskellige sociale samfundslag, var tendensen at de lavtuddannede drak vodka, mens middelklassen drak øl og de højtuddannede drak vodka.

Efter krisen og ølafgiften i 2009 opstod der en tendens med, at middelklassen gik over til den russiske vodka og ølsalget faldt, da afgifter havde medført stigninger på op imod 25 % - dette efter de russiske vodkaproducenter havde indledt en offensiv og skabt "mærkeeffekt", som appellerede til middelklassen⁷¹.

Forventningerne til den russiske drikkeadfærd, herunder øl, er positiv ifølge Carlsberg selv til trods for de store politiske hindringer, hvilket formentlig får de eksterne analytikere til at spå om fortsat fald (dog ikke så markant som tidligere set). Ifølge ledelsen forventes der en moderat stigning i 2012, som følge af den forventede vækst i realløn og udvikling i forbrugerprisindekset, som beskrevet i tidligere afsnit.

9.3.4 Teknologiske forhold

Rusland lider stadig under det gamle kommunistiske styre, som sendte landet mange år tilbage sammenlignet med vesten, og denne tilbagegang har Rusland ikke været i stand til at hente anno 2012. Forventningerne for fremtiden er store, grundet den i tidligere afsnit beskrevne højere uddannelse af befolkningen, men i de nærmeste år, forventes teknologien (udviklingen) at blive baseret på import fra vestlige lande, hvor Rusland ifølge klimaekspert har et stort behov for implementering af energirigtig effektivitet, da produktionsvirksomhederne i Rusland lider under store spildevands- og energitab⁷².

⁷⁰ RLF side 3.

⁷¹ <http://www.information.dk/43491> og ledelsesberetningen side 16.

⁷² http://www.klimakaravanen.dk/index.php?option=com_content&task=view&id=153&Itemid=135

Carlsberg har også i deres egen produktion konstateret sådanne behov, som beskrevet ovenfor, og igangsatte derfor i 2011 en række effektiviseringer af spildevand på et af de store bryggerier Tula.

Efter implementeringen i 2011, er der konstateret en samlet effektivisering på op i mod 14 % mindre tab af spildevand, hvilket er en større besparelse, som følge af prisstigning på vand⁷³.

9.3.5 Miljømæssige forhold

Rusland er med sine ca. 17 mio. kvadratkilometer verdens største land og spænder over mange forskellige landområder, såsom Sibirien der er kendt for dets øde og kolde natur til området omkring Sortehavet der er kendetegnet ved at være meget varmt⁷⁴.

Som følge af landets store størrelse er det svært, at indsamle data til at vurdere de samlede miljømæssige forhold i Rusland, men vi har dog igennem vores research af det russiske klima kunnet se, at høsten i det meste af Rusland i 2012 forventes at blive mindre end normal. Det vides endnu ikke, om der er tale om en generel tendens med dårlig høst, eller det bare er et tilfælde for 2012, men det vil alt andet lige presse priserne på fødevarer, som i Rusland allerede oplever forholdsvis store stigninger⁷⁵. Dette kan for Carlsberg betyde øget produktomkostninger, eller endnu være at russerne prioriterer fødevarer frem for alkohol når de skal udnytte deres tidligere omtalte lønstigninger.

9.3.6 Delkonklusion på det Østeuropæiske marked

Rusland er et af de mest udviklede BRIK-lande og som i fremtiden, må forventes at få en betydningsfuld rolle i verdenssamfundet og ikke mindst for Carlsberg, hvor Rusland i forvejen er det land der aftager mest af koncernens ølproduktion. Carlsberg har dog været hårdt ramt af ølafgifterne, som stadig er stigende grundet det overnormale alkoholforbrug der eksisterer i Rusland, sammenlignet med andre lande. Der er ingen tvivl om, at dette forhold vil påvirke Carlsberg på det russiske marked de kommende år.

En modsatrettet effekt er den stigende middelklasse, som foretrækker øl fra vestlige firmaer, hvoraf Carlsberg i 2012 er den mest toneangivende spiller på markedet. Derfor må der forventes stigende omsætning allerede om få år.

Ruslands stigende middelklasse kan i høj grad tilskrives et højere uddannelsesniveau, hvilket på sigt kan give Carlsberg billigere intellektuel arbejdskraft (sammenlignet med Nord- og Vesteuropa),

⁷³ Ledelsesberetningen side 28.

⁷⁴ RLF, s. 3.

⁷⁵ <http://netnyhederne.dk/2012/07/16/laekker-billedserie-sa-er-kornhosten-i-gang-i-rusland/>

som kombineret med effektiviseringerne indenfor miljø, må formodes at sænke Carlsbergs driftsomkostninger.

9.4 PESTEL-analyse for Asien

Som nævnt under indledningen til PESTEL-analysen baserer dataindsamlingen for Asien vedrørende politiske, økonomiske, socio-kulturelle forhold m.v. sig på nyhedsartikler, analyser, rapporter og lignende for Kina.

9.4.1 Politiske og lovmæssige forhold

I forhold til verdens øvrige vækstmarkeder skiller Kina sig ud ved styreformen - den såkaldte "socialisme med særlige kinesiske kendetegn." Siden Deng Xiaoping i 1978 iværksatte reformer, er økonomien gradvis blevet åbnet for international samhandel og investeringer, og landet har siden 2001 været medlem af WTO⁷⁶.

Økonomien opererer dog fortsat inden for en forholdsvis rigid politisk ramme, og størstedelen af landets virksomheder er enten direkte eller indirekte kontrolleret af kommunistpartiet. På mange måder kan landets styre betegnes som autoritært, og der er stærke restriktioner på områder som ytringsfrihed, religionsfrihed og retten til at få børn⁷⁷. Dette er bl.a. kommet til udtryk ved censur af den største søgemaskine på internettet Google⁷⁸.

Optagelsen af Kina som medlem af WTO i 2001, medførte bedre forhold for udenlandske eksportører (som bl.a. Carlsberg) til Kinas fortsat voksende markeder. Som medlem af WTO er Kina underlagt "Most-favoured-nation"-princippet (MFN-princippet), som indebærer at alle medlemslande skal behandles ens. Dette indebærer, at såfremt et WTO-medlem opnår en begunstigende behandling i et andet WTO-land, så har de øvrige lande ret til den samme begunstigede behandling. Den bedste behandling sætter således standarden for de øvrige. Herudover skal medlemslandene følge nationalbehandlingsprincippet som medfører at et medlemsland skal behandle andre medlemslandes personer, fysiske såvel som juridiske, mindst lige så godt som deres egne. Man må således ikke favorisere egne indbyggere frem for andre. Men udlændingene må derimod gerne behandles bedre end landets statsborgere⁷⁹.

⁷⁶ "Kina – vækst i overhalingsbanen" s. 5. Analyse af Landbrug og Fødevarer fra 2010.

⁷⁷ "Kina – vækst i overhalingsbanen" s. 5. Analyse af Landbrug og Fødevarer fra 2010.

⁷⁸ 23. marts 2010 – "Stadig censur på Google i Kina": <http://www.dr.dk/Nyheder/Udland/2010/03/23/052956.htm>

⁷⁹ <http://um.dk/da/politik-og-diplomati/internationale-organisationer/wto/regler-i-wto/>

Det kan dog diskuteres hvorvidt Kinas medlemskab mere er ”vejledende” end egentligt bindende, da der er talrige eksempler på at Kina ikke altid lige overholder spillereglerne udstedt af WTO. Det seneste eksempel herpå er Kinas restriktioner på eksport af sjældne jordarter hvor USA, EU og Japan har klaget til WTO⁸⁰. Herudover er der lignende eksempler med bl.a. restriktioner på medier⁸¹, finansmarkedet⁸² m.v. Som ekstern og neutral iagttagere af Kinas gebærden over for omverdenen, virker det som om at man overfor omverdenen gerne vil signalere, at man er en åben og imødekommende økonomi bl.a. med medlemskabet i WTO, dog ikke mere åben og imødekommende, end at det ikke skal skade egne interesser i form af produktion, import, eksport og lignende.

Ovenstående kan eksempelvis være med til at påvirke afgiften på import af øl for at beskytte egne nationale producenter (alle alkoholiske drikke). Dette har man bl.a. gjort sig gældende i Rusland, hvor afgiften på bl.a. øl er steget med 200-300 % indenfor en kort årrække, jf. omtale af ølafgifter i PESTEL-analyse vedrørende det østeuropæiske marked.

En anden faktor der præger det kinesiske samfund og erhvervsliv er korruption, hvilket kan være vanskeligt at håndtere for en dansk virksomhed. Et dansk selskab som malingsproducenten Dyrup har eksempelvis en kinesisk samarbejdspartner som ”håndterer” korruption og sørger for at tage den risiko⁸³. At overlade korrupte forretningsmetoder såsom smørelse og bestikkelse til en tredjepart er dog en farlig vej at gå, men kan dog være nødvendigt eftersom det kan stille en virksomhed i en dårligere konkurrencesituation, såfremt der ikke betales bestikkelse til de ”rigtige” instanser. Den kinesiske regering slår dog hårdt ned på bestikkelse, senest er to borgmestre blevet henrettet for bl.a. bestikkelse, bedrageri og magtmisbrug⁸⁴.

⁸⁰ 16. marts 2012 – ”WTO pudset på Kina”: <http://dk.gbtimes.com/nyheder/wto-pudset-paa-kina>

⁸¹ 13. august 2009 – ”Kinesiske restriktioner går ikke”: <http://dk.gbtimes.com/nyheder/kinesiske-restriktioner-gar-ikke>

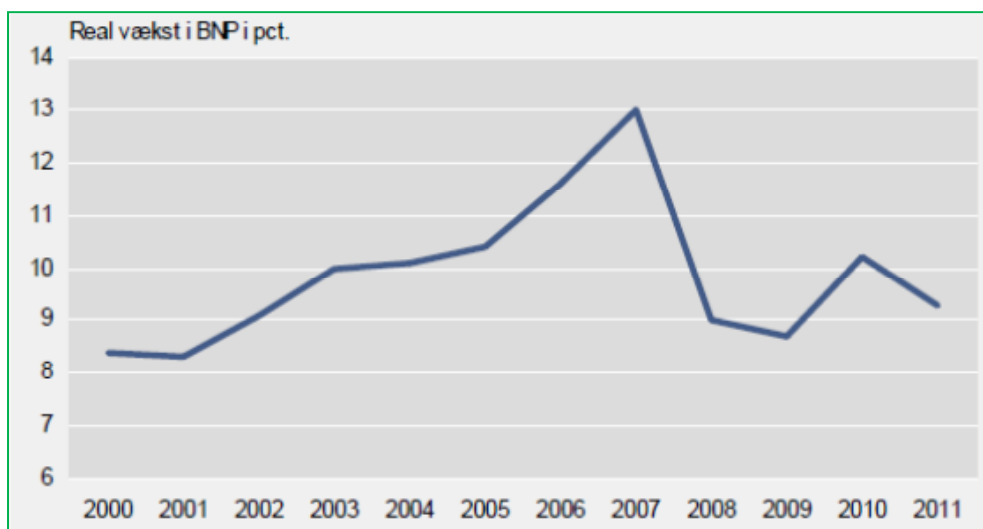
⁸² 4. marts 2008 – ”USA og EU protesterer imod Kinas restriktioner på finansmarkedet”: <http://dk.gbtimes.com/nyheder/usa-og-eu-protesterer-imod-kinas-restriktioner-pa-finansmarkedet>

⁸³ 31. maj 2012 – ”Korruption hæmmer danskere i Kina”: <http://www.business.dk/industri/korruption-haemmer-danskere-i-kina>

⁸⁴ 19. juli 2012 – ”Kina henretter to for bestikkelse”: <http://www.dr.dk/Nyheder/Udland/2011/07/19/071115.htm?rss=true>

9.4.2 Økonomiske forhold

I lighed med mange af de øvrige asiatiske lande stormer den kinesiske økonomi fremad, således har Kina siden 1990 frem til 2010 haft en stigning i BNP på ca. 10 % mod eksempelvis en stigning i Danmark på under 2 % i gennemsnit i samme periode⁸⁵. Ligeledes til sammenligning har den samlede Eurozone i perioden 2002 til 2010 oplevet en gennemsnitlig vækst på lidt over 1 %⁸⁶. Der er således en markant forskel i den økonomiske fremgang. Flere analytikere forventer ydermere at Kina allerede i 2020 vil blive verdens største økonomi⁸⁷.



Figur 9 - Real vækst i BNP i pct. (kilde: "Kina – vækst i overhalingsbanen" s. 15).

Den økonomiske vækst er med til at øge velstanden i landet, hvilket bl.a. ses i at husstandsindkomsterne stiger i gennemsnit med ca. 9 % om året ligesom forbruget vokser med 11 % om året⁸⁸. Dette er med til at bevirke at efterspørgslen på luksusprodukter for den enkelte forbruger stiger, eftersom den enkelte kinesers rådighedsbeløb stiger væsentligt fra år til år.

Det stigende rådighedsbeløb er dog ikke ensbetydende med at Carlsberg vil opleve kontinuerlig vækst i Kina på baggrund af øget forbrug, eftersom et større rådighedsbeløb og højere levestandarder, typisk medfører at forbruget af øl substitueres med andre finere alkoholiske drikke i form af eksempelvis rød- og hvidvin.

⁸⁵ 25. februar 2010 – "Kinas BNP-vækst": <http://www.business.dk/industri/kinas-bnp-vaekst#pid:12;id:netsprint-search-search-box-form;query:Kina>

⁸⁶ http://www.euo.dk/fakta/tal/BNP_vaekst/

⁸⁷ "Kina – vækst i overhalingsbanen" s. 4. Analyse af Landbrug og Fødevarer fra 2010.

⁸⁸ "Kina – vækst i overhalingsbanen" s. 15. Analyse af Landbrug og Fødevarer fra 2010.

Dette er eksempelvis gældende i Danmark, hvor forbruget af vin udgjorde ca. 4,3 liter mod 3,2 liter øl pr. person i 2011⁸⁹ – dvs. der konsumeres ca. 35 % mere vin end øl. Denne tendens ses ligeledes i Kina hvor rødvin i 2012 er den mest populære alkoholiske drik med en markedsandel på ca. 39 %, herefter følger kinesisk spiritus med ca. 36 %⁹⁰.

Det er vores vurdering at forbrug af vin er forbeholdt for mellemklassen og opefter, jf. artiklen ”Vindrikkere klogere end øldrikkere” omtalt i PESTEL-analysen for Nord- og Vesteuropa. I 2010 tilhørte ca. 48 mio. kinesiske husstande middelklassen, hvilket af Boston Consulting Group vurderes at ville stige til 134 mio. på ti år frem til 2020⁹¹.

I 2011 oplevede Carlsberg en stigning på 22 % i nettoomsætningen og en stigning på 19 % ølvolumen⁹² på det asiatiske marked. På baggrund af den ovenfor omtalte stigning i mellemklassen og deres præferencer, vurderes fremtidsaspekterne for Carlsberg ikke umiddelbart at være så gunstige på det kinesiske marked, som de eksempelvis har været i 2011.

Med den stadigt stigende globalisering og fremgang i forhen mindre økonomier, forventes Carlsberg ligeledes at blive sat under pres på deres markedsandele i Kina som i 2011 lød på ca. 55 % af det Vestkinesiske marked (inkl. Chongqing)⁹³. Dette begrundes ydermere med at kinesiske forbrugere ikke er synderligt loyale overfor brands⁹⁴, hvorfor dette åbner muligheden for andre større spillere på ølmarkedet, samt eksempelvis mikrobryggerier med fokus på luksusøl til at tilfredsstille den stigende mellemklasses mere nuancerede behov.

Større internationale konkurrenter til Carlsberg er typisk repræsenteret i Kina gennem joint ventures eller ejerandele i lokale bryggerier⁹⁵. Med den stadigt stigende over- og mellemklasse er det ikke usandsynligt, at Carlsberg vil blive sat endnu mere under pres, som følge af at de øvrige internationale konkurrenter vil indføre egne produkter til at matche efterspørgslen heraf, idet det vurderes at internationale produkter vil være mere eftertragtede end nationale da de vurderes mere prestigefyldte end nationale produkter.

⁸⁹ ”Vi køber helt overvejende øl og vin” s. 1. Nyt fra Danmarks Statistik nr. 355 af 3. juli 2012.

⁹⁰ 9. juli 2012 – ”Alcohol drinks sales hit a high”: http://en.ce.cn/Industries/Consumer-Industries/201207/09/t20120709_23473227.shtml

⁹¹ ”Kina – vækst i overhalingsbanen” s. 15. Analyse af Landbrug og Fødevarer fra 2010.

⁹² Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 15.

⁹³ Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 2.

⁹⁴ 29. juni 2012 – ”Chinese shoppers less loyal to brands”: http://en.ce.cn/Industries/Consumer-Industries/201206/29/t20120629_23447545.shtml

⁹⁵ Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 4.

De kinesiske forbrugere lægger betydelig vægt på at signalere succes og social status med deres indkøb og forbrug⁹⁶, hvilket valg af ølmærke kan være med til at forstærke, såfremt der eksempelvis nydes en luksusøl.

Carlsberg har i 2012 investeret fire mia. i et spritnyt bryggeri i Kina med en kapacitet på 10 mio. hektoliter årligt, hvilket gør det til største bryggeri Carlsberg har investeret i⁹⁷. Med en sådan investering tydeliggøres det, at Carlsberg satser stort på at fastholde og udvide sine markedsandele på det kinesiske marked. Renteniveauet i det kinesiske samfund er stadigt faldende og på historisk lavt niveau⁹⁸. Såfremt Carlsberg ønsker at investere yderligere i Kina, er det fortsat gunstigt idet fremskaffelsen af kapitalen hertil kan gøres relativt omkostningsfrit, såfremt kapitalen skal hentes på det kinesiske kapitalmarked.

Carlsberg aflægger årsregnskabet i Danske Kroner. Nedenfor ses en oversigt over udviklingen i den kinesiske Yuan. Her ses en klar trend som er opadgående hvilket er positivt for Carlsberg regnskabsaflæggelse. Kursen er således steget fra omkring 68 i 2008 til ca. 95 i 2012. Den stigende valutakurs vil bevirke at årsregnskabet påvirkes positivt, under antagelsen om at salgspriser overstiger købspriser. Vi forudsætter for vores afhandling, at valutakursen stabiliserer sig.



Figur 10 – Kilde: Valutakurser.dk.

⁹⁶ "Kina – vækst i overhalingsbanen" s. 16. Analyse af Landbrug og Fødevarer fra 2010.

⁹⁷ 12. juni 2012 – "Carlsberg investerer fire milliarder i Kina":

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/234898/carlsberg_investerer_fire_milliarder_i_kina.html

⁹⁸ 5. juli 2012 – "Kina leverer overraskende rentesækning":

http://finans.borsen.dk/artikel/1/236560/kina_leverer_overraskende_rentesaenkning.html

9.4.3 Socio-kulturelle forhold

Som nævnt i afsnittet om de økonomiske forhold er et af de større forhold, det at mellemklassen i Kina er voksende, hvilket medfører forbedrede levevilkår for en lang række kinesere.

I forlængelse af ovenstående er der fra den kinesiske regerings side ydermere et øget fokus på en kontinuerlig forbedring af uddannelsessystemet i Kina, for på den måde at forstærke sine menneskelige ressourcer og få flere akademikere⁹⁹. Det offentlige budget til uddannelse steg endvidere fra 2010 til 2011 med ca. 19 %, svarende til ca. 4 % af landets BNP¹⁰⁰. For at fremme uddannelsesniveaue i Kina vil den kinesiske regering ydermere øge tilskuddet til de bedste studerende¹⁰¹.

Foruden optimering af uddannelsessystemet har den kinesiske regering fokus på forbedring af sundhedspolitikken ved indførsel af diverse reformer som skal forbedre levevilkårene for den enkelte kineser, bl.a. ved akutte eller kroniske sygdomme¹⁰². Det stigende fokus på sundhed, kan ligeledes skabe grundlag for politiske restriktioner jf. tidligere beskrivelse.

Ovenstående forhold taler alle for forøgede levestandarder for den enkelte kineser. De bedre levestandarder vil på sigt betyde, at de billige produktionsforhold som mange vestlige virksomheder lukrerer på i øjeblikket vil tynde ud, eftersom faglært arbejde vil blive dagligdag i Kina i lighed med Vesten. Dette vil formentligt resultere i forøgede produktionsomkostninger for de virksomheder som befinder sig i Kina. Således mener den franske bank Natixis i en af rapport, at lønningsudgifterne stiger så hurtigt i Kina, at de vil nå de europæiske om bare fem år¹⁰³.

Kina fremstår som en stærk økonomi der buldrer af sted, og som verdens navle for produktion, er der umiddelbart ikke meget der står i vejen for, at Kina indenfor længere årrække vil overgå USA som verdens førende økonomi. Kina har dog et problem i form af landets demografiske fordeling.

Over de seneste 30 år er Kinas samlede fertilitetsrate¹⁰⁴ faldet fra 2,6 til 1,56 som er væsentligt under det nødvendige gennemsnit på ca. 2,0 som skal til for at opretholde en population – såfremt

⁹⁹ 24. december 2011 – "China to further develop continuing education": http://en.ce.cn/National/Education/201112/25/t20111225_22947672.shtml

¹⁰⁰ 31. december 2011 – "China to boost social funds for education": http://en.ce.cn/National/Education/201112/31/t20111231_22965386.shtml

¹⁰¹ 10. Marts 2012 – "China to raise bonuses for top scholars": http://en.ce.cn/National/Education/201203/10/t20120310_23145495.shtml

¹⁰² 20. juli 2012 – "China's health reforms for all": http://en.ce.cn/National/Politics/201207/20/t20120720_23508471.shtml

¹⁰³ 29. juli 2012 – "Om fem år er Kinas lønninger på EU-niveau": <http://www.business.dk/global/om-fem-aar-er-kinas-loenninger-paa-eu-niveau>

¹⁰⁴ Antal børn en kvinde kan forvente at få i løbet af en livstid.

der ses bort fra indvandring. Dette er hovedsageligt et resultat af den kinesiske 1-barns-politik som blev indført i 1979¹⁰⁵. Denne politik kan dog være selvforstærkende idet et enebarn måske kun selv ønsker et barn, hvorfor den ”onde” cirkel med lav fertilitetsrate vil fortsætte, næsten lige meget hvad der bliver gjort ved 1-barns-politikken. Hvis fertilitetsraten fortsætter på nuværende niveau vil dette resultere i at den nuværende befolkning på ca. 1,3 mia. vil falde til lidt under 1 mia. i 2050¹⁰⁶.

Et kontinuerligt fald i befolkningen vil resultere i mangel på arbejdskraft, og den arbejdskraft der er til rådighed vil kræve højere lønninger, som følge af deres mere gunstige position overfor arbejdsgiveren ved eventuelle lønforhandlinger.

Ovenstående beskrevne forhold er med til at bevirke at det kinesiske produktionsmarked, ikke vil være så favorabelt som det ellers har været i en lang årrække som følge af stigning i produktionsomkostningerne for Carlsberg pga. den øgede velstand og manglen på arbejdskraft.

9.4.4 Teknologiske forhold

Kina er i mange år blevet betragtet som en nation der går forrest i udviklingen af ny teknologi indenfor en lang række områder, bl.a. udvikling af teknologi til biler, Pc'er, robotter i produktionsprocesser m.v. Der er altså tale om en stor base af intelligente mennesker som kan være med til at videreudvikle brandet Carlsberg i Kina og ikke mindst Asien.

Den store fokus på udvikling af teknologi kan være med til at forbedre produktionsprocesserne for Carlsberg. Der vurderes ikke at være de helt store revolutionerende ændringer at hente, eftersom Carlsberg har brygget øl i over 160 år og vurderes at have forfinet processen til en hvis grad.

9.4.5 Miljømæssige forhold

Kina har ca. 21 pct. af verdens befolkning, ca. 7 pct. af verdens beboelige areal og under 7 pct. af verdens vandressourcer. I femårsplanen er der afsat 1.600 mia. kr. til vandsektoren – over halvdelen fra lokalregeringerne. Op mod halvdelen af Kinas landbefolkning mangler rent drikkevand, hvorfor regeringen har planer om at bygge nye vandværker, så 85 pct. har rent vand i hannerne i 2020¹⁰⁷.

Vand er som tidligere nævnt en essentiel del af de fire hovedingredienser i øl, og en essentiel del i processen omkring produktionen af øl, som der beskrives i ledelsesberetningen i Carlsbergs årsrapport for 2011. Manglen herpå og en stigende efterspørgsel på rent drikkevand til produktionen kan medføre stigning i produktionsomkostningerne for Carlsberg.

¹⁰⁵ [http://www.denstoredanske.dk/Geografi_og_historie/Kina_og_Mongoliet/Kina_generelt/Kina_\(Geografi\)](http://www.denstoredanske.dk/Geografi_og_historie/Kina_og_Mongoliet/Kina_generelt/Kina_(Geografi))

¹⁰⁶ 21. april 2012 – “China’s Achilles heel”: <http://www.economist.com/node/21553056>

¹⁰⁷ 18. maj 2012 – ”FAKTA Kinas vandproblemer”: <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/23865/artikel.html>

9.4.6 Delkonklusion på det Asiatiske marked

Kina vil indenfor en årrække blive en endnu mere markant spiller på det internationale marked. Der er således en forventning om at Kina allerede i 2020 vil være verdens største økonomi.

Der er rig mulighed for at opleve yderligere vækst på det kinesiske marked. Omsætningen forventes derfor, at være stigende, men på sigt begrænset, som følge af større konkurrence.

Den megen vækst er dog med til at forhøje levestandarderne for den enkelte kineser, som vil kræve mere i lønningsposen også som følge af det forventede fald i den kinesiske befolkning, som vil stille den enkelte medarbejder i en mere gunstig position overfor arbejdsgiveren.

I den asiatiske region er der således udsigt til stigende salgstal, dog med en forventning om stigende produktionsomkostninger som følge af de forbedrede levevilkår.

9.5 **Porters Five Forces**¹⁰⁸

Modellen Porters Five Forces er en model til at analysere branchen, hvori den analyserede virksomhed befinder sig i. Modellen skaber overblik over de interne forhold, som Carlsberg er underlagt og kan give en indikation af Carlsbergs placering på ølmarkedet, samt en vurdering af Carlsbergs stærke og svage sider.

Modellen analyserer følgende forhold:

- Kundernes forhandlingsstyrke
- Leverandørernes forhandlingsstyrke
- Truslen fra nye konkurrenter - adgangsbarrierer
- Substituerende produkter
- Branchens konkurrenceintensivitet



Figur 11 – Porters Five Forces.

¹⁰⁸ Afsnit 4.3 i FSR - Værdiansættelse 2002. Referencen gælder også for de teoretiske beskrivelser af underafsnittende.

Hvis en analyse af ovenstående forhold, viser at der er mange udfordringer i markedet, vil dette ofte indikere, at der ikke er god lønsomhed og omvendt.

Modellens fordel sammenlignet med andre er, at den er simpel, og giver et godt indblik i markedet for den analyserede virksomhed.

Modellen har dog også sine svagheder, såsom at modellen ikke forklarer hvordan den analyserede virksomhed, skal bruge oplysningerne for at skabe succes.

Modellen kan derfor kun skabe et overblik, men ikke løse de konstaterede problemer - en model, som skulle kunne klarlægge alle forhold, ville også være uoverskuelig stor, da den dermed skulle tage højde for alverdens brancher.

Modsat PESTEL-analysen inddeler vi ikke i markeder, da der er så mange ligheder markederne imellem, at en markedsinddelt analyse ikke giver mening. Derimod tager vi modellens bestanddele og gennemgå dem punkt for punkt.

Vi udarbejder ikke en samlet delkonklusion for dette afsnit, men forsøger, hvor det er muligt og giver mening, at give små konklusioner i hvert af de enkelte underafsnit til modellen.

9.5.1 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke analyseres for at give et indblik, i forhandlingsstyrken mellem Carlsberg og kunderne. Dette for at analysere Carlsbergs muligheder i forhold til at ændre på prismiks i produkterne - des stærkere Carlsberg er, jo højere priser kan de tage for produkterne i forhold til kunderne (en høj loyalitet betyder ofte, at virksomheden kan hæve priserne mere). I forhold til indtjeningsmulighederne betyder det, at Carlsberg opnår højere pris for samme mængde solgt øl, hvilket betyder mere omsætning og alt andet lige også bedre driftsresultat.

Forhold der kan have betydning for Carlsbergs forhandlingsstyrke er følgende:

- Omkostninger ved at skifte leverandører
- Markedsinformation
- Indkøbsvolumener
- Prisfølsomhed

Kunderne i Carlsberg omfatter grossister indenfor detailhandlen (i Danmark kunne dette eksempelvis være Coop og på verdensplan er kæden Metro et oplagt emne), hotel og restaurationsbranchen, samt større arrangementer i form af koncerter og event.

Indirekte er Carlsberg naturligvis påvirket af grossisternes kunder, som efterspørger produkterne hos deres leverandører.

Indkøbsvolumen som har væsentlig betydning for kundernes forhandlingsstyrke, afhænger af kundernes størrelse, hvor store indkøbskæder alt andet lige kan påvirke priserne mere end de små lokale barer, restauranter m.v. som i høj grad vil være presset af deres egne kunder og leverandører, herunder Carlsberg.

Omkostningerne ved for kunderne at skifte leverandør, er relativ få, da kunderne kan nøjes med at foretage "engangskøb" og dermed "shoppe" rundt i branchen. Carlsberg har derfor overfor dets kunder indført rabataftaler, som binder kunderne i 3 måneder mod at de så får en rabat. Dermed har Carlsberg etableret en barriere mod, at skifte ølmærke overfor mindre kunder, mens de store kunder ikke vil acceptere sådanne forhold¹⁰⁹.

Markedsinformationen vurderes at være relativ stor på ølmarkedet, da alle kunder kan kontakte alle bryggerier og indhente tilbud, dermed vurderes dette forhold ikke at have nogen indflydelse på Carlsbergs afsætning.

Prisfølsomheden vurderes, at være relativ lille, da øl ikke har så høj en pris sammenlignet med varer i al almindelighed. Carlsberg skal derfor udnytte slutbrugernes smagsforhold (vi har tidligere under PESTEL-analysen fremhævet, at slutbrugerne ofte er meget mærke og smagsfokuseret, hvormed de også er meget loyale overfor de enkelte produkter), som må antages at være et stærkere argument end grossisternes mulighed for at presse priser. Dette skyldes, at slutbrugernes efterspørgsel alt andet er stærkere overfor grossisterne, hvis man anlægger en Porters Five Forces analyse på dem.

Det må derfor konkluderes, at kundernes forhandlingsstyrke er meget stærk, hvad angår de store grossister, mens mindre restauranter og barer, samt events m.v. ikke har nogen nævneværdig styrke. Hvad angår de store grossisters forhandlingsstyrke er disse dog hæmmet af deres egne kunder, hvis efterspørgsel efter Carlsberg produkter medfører, at grossisterne er nødt til at aftage Carlsbergs produkter indtil priserne bliver så uhørt store, at slutbrugerne ikke vil betale for produkterne.

9.5.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke analyseres for at give et indblik i forhandlingsstyrken, som i sidste ende har indvirkning på Carlsbergs vareforbrug. I princippet er det samme forhold og pointer, som blev fremhævet under kundeanalysen, bare med omvendt fokus.

¹⁰⁹ <http://www.business.dk/investor/carlsberg-styrer-fri-af-indgreb>

Leverandørerne omfatter flere forskellige typer, såsom leverandører af råvarer til ølfremstillingen, glas/emballage, arbejdskraft, anlægsaktiver, som alle tre gennemgås nedenfor i forhold til omkostninger ved at skifte leverandører, markedsinformation, indkøbsvolumener og prisfølsomhed.

Leverandørerne til ølfremstillingen udgøres primært af malt, humle, vand og gær¹¹⁰. Alle produkter som stammer fra naturen, hvilket betyder at der er mange leverandører, dog med undtagelse af vand (leverandør), som oftest er styret af offentlige eller private vandværker, hvor der tilnærmelsesvis er monopol - Et eksempel herpå var da Royal Unibrew i 2010, selv var nødt til at betale vandledningen til det lokale vandværk, selvom selskabet indgik en 20-årig aftale med Haslev Vandværk¹¹¹ (Royal Unibrew er kommunens Faxe kommunes ubetinget største virksomhed, men alligevel fik de ingen nævneværdige fordele).

De mange leverandører og grossister af malt, humle og gær betyder, at det er meget nemt, at skifte leverandør, mens priserne ligger forholdsvis fast, da priserne oftest styres af børser rundt om i verden¹¹². Dette betyder også, at markedsinformationen er relativ stor og markedet er 100 % styret af udbud og efterspørgsel. Det ses også i praksis, at landmænd indgår egne aftaler med Carlsberg om levering udenom grossisterne - dette for at Carlsberg for den bedste kvalitet og dermed kan presse priserne ned ved, at indgå fastprisaftaler (forudsætter selvfølgelig at Carlsberg spår rigtigt om prisernes udvikling). Landmændene der i folkemunde altid er hårdt pressede, indgår aftalerne udenom mellemlæddene, så landmændene kan sikre faste indtægter i eksempelvis krisetider. Carlsberg kan derfor lokalt udnytte stordriftsfordele, mens de internationalt ikke kan påvirke prisen nævneværdig.

Leverandører af emballage er drevet af private virksomheder, som ifølge ledelsesberetningens side 13 i Carlsbergs årsrapport 2011, har presset priserne, hvilket indikerer at der er tale om store leverandører på markedet og hvor markedsinformationen er meget begrænset. Derfor søger Carlsberg, at optimere dets genbrug af råmaterialer jf. CSR rapporteringen.

Arbejdskraften er for ufaglært arbejdskraft i disse finanskrisetider på verdensplan, underlagt fuldstændig konkurrence, hvor det er arbejdsgiver der presser priserne på lønningerne. Dette også til trods for at flere ufaglærte er organiserede i fagforeninger, men end ikke disse kan stille nært så meget op i krisetiderne og det er derfor arbejdsgivers marked for tiden. Det på verdensplan stigende befolkningsantal vurderes, at påvirke de ufaglærte negativt, hvorfor disse også på sigt, vil være underlagt køber dvs. Carlsberg.

¹¹⁰ <http://www.brygdinegenoel.dk/indkoeb.asp>

¹¹¹ <http://www.sn.dk/Royal-Unibrew-skal-nu-have-vand-fra-Haslev/Faxe/artikel/83624>

¹¹² http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/237357/toerke_i_usa_sender_kornpriser_paa_himmelflugt.html

Derimod er specialister, som Carlsberg også har brug for med længere uddannelser, ikke nært så pressede, som ufaglærte, da de også er eftertragtede af konkurrenter.

Anlægsaktiver, kan produceres af mange virksomheder, hvorfor der er tale om fuldstændig konkurrence, hvor Carlsberg forventes, at kunne presse priserne, medmindre der er tale om så specielfremstillede produkter, at der kun findes én reel udbyder. Markedsinformationerne er mange, ligesom det er nemt, at skifte leverandører grundet udbuddet, hvilket taler for at Carlsberg har særdeles gunstige forhold overfor leverandører af anlægsaktiver.

9.5.3 Truslen fra nye konkurrenter - adgangsbarrierer

En virksomhed som Carlsberg og dets konkurrenter, er oftest ikke interesseret i at konkurrere med flere virksomheder, hvorfor de typisk oparbejder adgangsbarrierer, så det ikke er nemt for andre virksomheder at komme ind på markedet. Før det overhovedet er interessant for en potentiel ny virksomhed, at komme ind på markedet forudsætter det dog, at der er gode indtjeningsmuligheder, hvilket der må formode at være i ølbranchen, da de fleste større virksomheder er rentable og udviser endog ganske pæne for de flestes vedkommende.

Adgangsbarrierer, som der typisk oparbejdes og som analyseres nedenfor er f.eks. store anlægsinvesteringer, kapitalbehov, adgange til distributionskanaler, lovgivning, differentiering og ikke mindst konkurrenternes modreaktioner.

Branchen er kendetegnet ved, at de fleste selv kan starte et bryggeri - et startsæt til brygmesterens eget køkken, kan som regel erhverves for under 1.000 kr. Det er også sådan de fleste bryggerier historisk er startet (hjemme i køkkenet, kælderen eller laden), men fra køkkenet er der også langt op til Carlsbergs og dets konkurrenter, hvorfor disse små mikrobryggerier oftest kun kan overleve ved, at satse på meget små specielle ølsegmenter - årsagerne hertil findes i nedenstående afsnit.

Hvis en ny virksomhed ønsker, at brygge samme mængde øl som Carlsberg, kræver det først og fremmest udviklingen af et nyt produkt, som smager godt (de nuværende mærker er underlagt patentrettigheder), hvorefter den nye aktør skal anskaffe sig et produktionsapparat der kan producere øllet, hvilket oftest kræver milliard investeringer i anlægsaktiver. Sådanne investeringer i milliardklassen har de færreste eksisterende virksomheder finansiering til, hvorfor det må formodes at nye aktører på markedet skal fremmedfinansiere disse investeringer, hvilket under de nuværende finanskrisetider tilnærmelsesvis er umuligt uden sikkerhed.

Kombinationen af store anlægsinvesteringer og de dermed beslægtede finansieringsbehov, medfører at der er meget store adgangsbarrierer for nye ølproducenter.

Det er dog ikke alene kapital- og finansieringsbehovene der er store, da forhold som gode distributionskanaler også er væsentlige. Distributionskanalerne i ølmarkedet er meget omfangsrige og kræver ”know how” i de forskellige lande, som normalt kun kan opnås gennem erfaring (Rusland og Kina er lande som er omfattet af dette postulat pga. dets politiske styre og kultur m.v.). En ny virksomhed, bør derfor overveje opkøb for at komme ind på markedet, frem for at skabe egen virksomhed fra bunden, hvis der skal konkurreres med de største virksomheder, da nye konkurrenter ellers risikerer at blive kvalt i bureaukrati og manglende viden om distributionskanaler.

Et andet vigtigt punkt er produktdifferentieringen og loyaliteten fra kunderne. I PESTEL-analysens vurdering af de kulturelle forhold i Nordeuropa, konkluderede vi, at f.eks. danskerne er meget loyale overfor deres ølmærke og kun sjældent skifter stammærke. Dette betyder, at der fra en ny udbyder skal igangsættes massive markedsføringskampagner for at omvende forbrugerne, kombineret med at produktet også skal være bedre smags- og kvalitetsmæssigt. Kvaliteten vil igen være en vanskelig barriere overfor f.eks. Carlsberg, som har en kæmpe forskerafdeling, der selvom de offentliggør deres opdagelser, jo reelt stadig er første på markedet til at udnytte deres egne opdagelser.

Afslutningsvist vil en ny aktør på markedet, såfremt at denne kan modstå alle forrige nævnte barrierer, alt andet lige opleve et massivt pres fra eksisterende ølproducenter, som vil anlægge prispres, presse konkurrenter, igangsætte markedsføringskampagner mv. Alle forhold, som vil presse en ny aktør.

Det må derfor konkluderes, at der for store bryggerier er meget vanskelige barrierer, som skal overkommes, hvis et nyt bryggeri vil opstarte en produktion.

9.5.4 Substituerende produkter

Den teknologiske udvikling har aldrig været større og der udvikles stadig nye drikkevarer, hvilket betyder at der kan foreligge en trussel mod ølmarkedet. Denne trussel kan være aktuel, hvis der lanceres et nyt produkt (også eksisterende), som får forbrugerne til at skifte øllen ud med det nye produkt. Det bør derfor undersøges, hvilke risici der er knyttet til denne usikkerhed.

Forhold som bør indgå i analysen af substituerende produkter er følgende, kan produktet substitueres af andre (både eksisterende og nye), samt generisk eller kvalitativ substitution. Disse forhold gennemgås i afsnittende nedenfor.

Branchens primære substituerende produkter i forhold til alkohol er vin, spiritus og såkaldte alkopops, men også produkter uden alkohol bør fremhæves, da den megen opmærksomhed der har spredt sig mod det at leve sundt, kan tænkes at påvirke branchen.

Vin er som tidligere konkluderet i afhandlingen, forbeholdt de mere intellektuelle forbrugere, da disse i høj grad anser vin som en nydelse og form for prestige. Vin er allerede en veletableret substitut til øl, hvorfor Carlsbergs udfordring går mod at sikre, at vinproducenterne ikke øger deres markedsandele fra øl. Dette har Carlsberg og markedet forsøgt ved, at producere speciel øl, som burde appellere til de kræsne forbrugere. Om det er lykkedes, kan vi ikke konkludere.

Alkopops og spiritus er modsat vin mere henvendt, til det segment der "går i byen", hvor vin er mere nydelse. Hvad angår alkopops, har Carlsberg selv udarbejdet et produkt ved navn "Somersby" til at konkurrer mod øllen, hvormed Carlsberg i praksis konkurrer mod sig selv. Carlsberg producerer ikke selv stærk spiritus, hvorfor denne alkohol er i direkte konkurrence med Carlsberg. Oftest ses det dog, at spiritus blandes med sodavand, hvor Carlsberg i flere lande, bl.a. Danmark har forhandlingen af sodavand som cola m.v. og dermed begrænser tabet¹¹³.

Markedstendenserne, specielt i Europa peger mod øget fokus på sundhed, hvilket kan blive problematisk for ølproducenterne og Carlsberg, da øl på ingen måde er sundt. Dette har Carlsberg ligesom, alkopops forsøgt at modarbejde ved, at udgive deres egen vandflasker, samt andre sunde læskedrikke, hvormed de igen konkurrerer med sig selv.

En gennemgående ulempe for Carlsberg og resten af markedet, er at forbrugerne har let ved, at skifte drikkevarer, da der ikke er nogen forhindringer udover smagspræferencer. Prisen vurderes ikke, at være et problem, da alle substituerende produkter kan købes for under det der i Danmark svarer til 50 kr.

Der er således tale om et marked, hvor der bortset fra den kvalitative smagsforskel, er mange substitutter og potentielle nye udbydere. Carlsberg og øl vurderes dog jf. vores analyse, at være stærke på markedet for alkoholiske drikke, men kan blive truet.

9.5.5 Branchens konkurrenceintensivitet

Det er de færreste brancher, som ikke har en eller anden form for konkurrence intensivitet - faktisk er det kun monopolvirksomheder, eller markeder hvori virksomhederne har ladet sig inspirere af den amerikanske økonom og matematiker Nash¹¹⁴, som skabte teorien om karteldannelse.

¹¹³ <http://www.carlsbergdanmark.dk/PRODUKTER/Pages/Default.aspx>

¹¹⁴ Microeconomics, s. 478.

Det bemærkes dog, at sidstnævnte forhold omkring karteldannelse er ulovlig i de fleste lande¹¹⁵. Hvor attraktivt et marked er, afhænger i stor grad af hvorvidt der er megen, eller næsten ingen konkurrence. Derfor analyserer vi dette nedenfor.

Ølmarkedet må klassificeres, som et marked monopolistisk konkurrence, da der er mange store og små udbydere, som internt konkurrer mod hinanden. Denne konkurrence går på en kombination af kvalitet og pris, hvor det er svært, at definere hvilken af forholdene der vægtes højest¹¹⁶. Det skal dog bemærkes, at der i branchen ofte er mange fusioner, hvilket også indikerer at branchen er underlagt konkurrenceformen differentieret oligopol, da branchen selvfølgelig er påvirket af forskel i produkterne kendetegnet ved smagsforskelle, samtidig med at der er i de mange fusioner, således at der bliver færre virksomheder.

Til en mere dybdegående analyse af det indre marked, hvori Carlsberg befinder sig i, findes der endnu en model udviklet hertil, Porters generiske strategi, som vi analyserer¹¹⁷. Porters generiske strategi inddeler markedet i to overordnede forhold¹¹⁸:

1. Virksomheden kan satse på et bredt, eller et snævert marked.
2. Virksomheden kan endvidere satse på, enten et differentieret produkt, eller lave omkostninger.

		Competitive advantages	
		Lower cost	Differentiation
Competitive Scope	Broad target	Cost leadership	Differentiation
	Narrow target	Cost focus	Differentiation focus

Figur 12 – Porters generiske strategier.

Vores analyse foretages på overordnet plan, men vi inddeler dog i de enkelte markeder, som Carlsberg primært agerer i.

¹¹⁵ <http://www.leksikon.org/art.php?n=1329>

¹¹⁶ <http://finansiering.nutdanske.com/hvad-er-monopolistisk-konkurrence.html>

¹¹⁷ Competitive advantages af M. E. Porter, s. 11-17.

¹¹⁸ Vi er opmærksomme på modellens simple konstruktion, hvor det nogle gange kan være svært, at placere virksomheden i den ene eller den anden boks, da der kan være overlap.

Carlsberg er på det Nordeuropæiske marked, sammen med Heineken, at klassificere som Cost Leadership, da disse to bryggerier sammen sidder på store dele af markedet og er prisledere indenfor deres forskellige produktkategorier, som følge af deres store produktionsapparater. Normalt ville en sådan model, indeholde kun en Cost Leader, men vi finder begge bryggerier så store og så sammenlignelige, at ingen af bryggerierne kan klassificeres som andet.

Det russiske marked er modsat det Nordeuropæiske marked, kendetegnet ved kun at have en stor markedsleder, som har det billigste produktionsapparat mv., samtidig med at virksomhed satser bredest. Denne ene store virksomhed er Carlsberg. Carlsbergs position er dog svækket i forhold til at være prispførende, da der i 2011 har været flere prispres fra konkurrenterne end tidligere.

Carlsberg har dog ikke opgivet dets rolle som markedets største, og er ubetinget det bryggeri, som på det russiske marked vil kunne foretage det største prispres, som følge af Carlsbergs markedsandele og resten af koncernen, hvor de kan tjene penge til at finansiere en såkaldt priskrig.

Det kinesiske marked er derimod præget af mange virksomheder, store som små, og det er svært at udpege hvilken virksomhed der er markedsleder, hvorfor vi også må konkludere, at Carlsberg for dette marked næppe er markedsleder, men derimod satser på en differentieret strategi.

Hvis man anlægger et perspektiv på verdensplan, vil vi vurdere, at de fem til seks største bryggerier (med AB InBev som det største¹¹⁹) må vurderes, at være markedsledere, da de alle kan konkurrerer skarpt med hinanden, mens resten af verdens bryggerier, må være at klassificere i de andre bokse. Det er vigtigt for analytiker, at bemærke de mange store udbydere, herunder de største bryggerier, hvor vi tidligere har konkluderet, at ingen af disse er egentlige markedsledere, men alle deler denne titel i fællesskab. Konkurrenceintensiviteten er sjældent godt for økonomien i branchen, da der derved hersker megen intern konkurrence virksomhederne i mellem. Et sådan problem har ølbranchen også, men det er begrænset af at de internationale aktører i ølbranchen, ofte har et eller to "hjemme" markeder, hvor de er markedsledere, men de er differentierede på de andre markeder. Dermed undgår branchen den store "øl-krig" og indtjeningen holdes på et fornuftigt niveau.

Ølmarkederne er som beskrevet ovenfor, ofte kendetegnet ved, at være store og brede, hvilket betyder at der er mange om buddet og at det er en attraktiv branche for nye udbydere - jf. tidligere beskrivelser under trusler fra nye konkurrenter, er det dog primært de mindre producenter, for hvilke ølmarkederne er interessante.

¹¹⁹ <http://www.business.dk/foedeverer/blandet-regnskab-fra-verdens-stoerste-bryggeri>.

9.6 Markedstendenser og forventninger til fremtiden

I nærværende afsnit vil der blive givet et kort overblik over Carlsbergs driftsperformance i perioden 2009 – 2011, samt et indblik i Carlsbergs egne forventninger til den økonomiske vækst for fremtiden, i de tre hovedregioner Nord- og Vesteuropa, Østeuropa samt Asien.

Herudover vil afsnittet indeholde, en række af Carlsbergs internationale konkurrenters forventninger til fremtiden. Konkurrenterne der tages udgangspunkt i, er Heineken samt SABMiller, idet de opererer på samme markeder som Carlsberg, samt at de har sammenlignelige konkurrencestrategier.

Verdens største bryggeri i form af Anheuser-Busch InBev medtages ikke i vores analyse, da bryggeriets aktiviteter primært udgør, det Nord- og Sydamerikanske marked, mens Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien kun ca. 28 % af bryggeriets aktiviteter målt på volumen og lidt under 12 % af EBITDA¹²⁰.

Slutteligt vil afsnittet omfatte en uafhængig vurdering af udvikling på markederne af analyseinstituttet Canadean.

Afsnittet er udarbejdet som supplement til de øvrige erhvervsøkonomiske modeller i form af PESTEL, Porters 5 Forces m.v., for at give et mere håndgribeligt og konkret grundlag til den senere budgettering på de enkelte hovedregioner som sidst vil udmønte sig i en egentlig værdiansættelse af Carlsberg aktien.

9.6.1 Carlsberg

Som beskrevet tidligere er Carlsbergs produktportefølje primært koncentreret i Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien, hvor Carlsberg har stærke markedspositioner. Resten af verden dækkes gennem eksport- eller licensaftaler. Vi fastholder altså samme perspektiv, som kendes fra PESTEL-analysen og vi anvender samme lande, som eksempler for vores gennemgang.

9.6.1.1 Nord- og Vesteuropa

I denne region er Carlsberg det næststørste bryggeri. Regionen består primært af modne markeder, hvor salgs- og markedsvolumenerne er flade eller svagt faldende, på grund af en hvis mæthed i markederne. I regionen er der en veletableret detailstruktur og en yderst stærk tradition for at drikke øl på de fleste markeder. Forbrugerne er normalt parate til at prøve nye produkter (forbrugerne fastholder dog også den "faste" øl), men på grund af den verserende krise er forbrugeradfærden for tiden mindre forudsigelig.

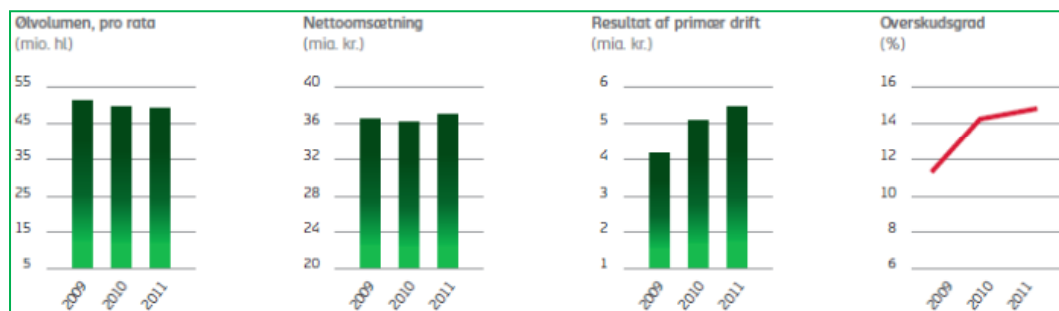
¹²⁰ http://www.ab-inbev.com/go/investors/financial_information/geographical_breakdown.cfm

Forretningsstrategien går primært ud på at øge effektiviteten, reducere omkostningerne og udnytte eventuelle vækstmuligheder. Omsætningsvækst er først og fremmest værdidrevet, og vil i den nuværende situation blive drevet af fokus på værdiskabelsen hos de enkelte stakeholders for Carlsberg¹²¹.

Med fokus på det danske marked, faldt dette med ca. 2 % i 2011 og hele regionen var stort set stagnerende. Den overordnede forventning for 2012 i Nord- og Vesteuropa, er et lavt etcifret fald¹²².

Nedenstående figur 13 viser udviklingen i ølvolumen, nettoomsætningen, resultat af primær drift samt overskudsgraden for regionen Nord- og Vesteuropa for årene 2009 – 2011. I oversigten ses en lettere faldende ølvolumen, stagnerende omsætning samt stigende resultat af primært drift og en stigende overskudsgrad, hvilket stemmer med koncernens fokus på omkostningerne.

Figur 14 viser at udviklingen i regionen Nord- og Vesteuropa, primært skyldes organisk vækst.



Figur 13 - Kilde: Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011.

Nord- og Vesteuropa						
Mio. kr.	2010	Ændring			2011	Ændring
		Organisk	Akkv., netto	Valuta		
Ølvolumen (mio. hl)	49,5	1%	0%		49,7	1%
Nettoomsætning	36.156	1%	-1%	2%	36.879	2%
Resultat af primær drift	5.086	6%	0%	1%	5.419	7%
Overskudsgrad (%)	14,1				14,7	60bp

Figur 14 - Kilde: Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011.

¹²¹ Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 4.

¹²² Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 8.

9.6.1.2 Østeuropa

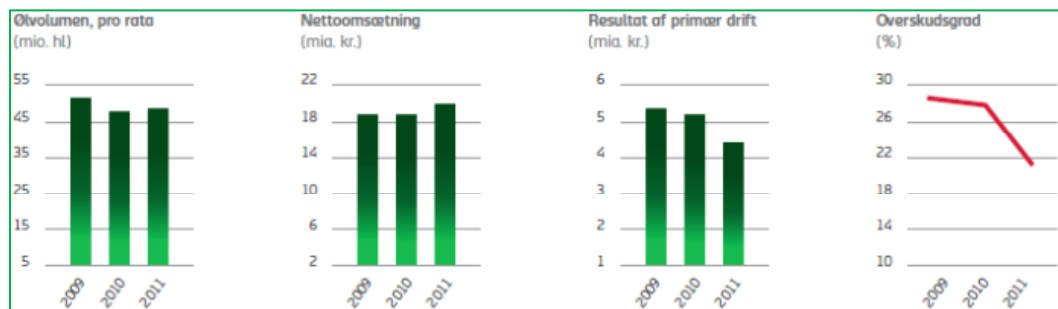
Carlsberg har en stærk position som nummer et på regionens største marked i form af Rusland, og er i øvrigt godt repræsenteret på de fleste andre markeder i regionen. Som følge af betydelige prisstigninger efter afgiftsforhøjelserne (se PESTEL-analysen for regionen for nærmere uddybning heraf) og høj fødevareinflation i 2011, er det russiske ølmarked faldet i volumen de seneste år. Værdivæksten har dog iflg. Carlsberg været sund og vedvarende. Der forventes en beskeden vækst i 2012 og den gennemsnitlige årlige vækst på mellemlangt til langt sigt forventes at ligge på 3 – 5 %.

Volumen drives af stigende disponibel indkomst, en stærk, dynamisk forbrugeradfærd samt generel forbrugerinteresse for varemærker og innovationer. Detailstrukturen er stadig under udvikling og domineres fortsat af traditionel handel¹²³ - forhold som vi kan genkende fra PESTEL-analysen.

Med fokus på det russiske marked faldt dette med ca. 3 % og hele regionen faldt med ca. 3 – 4 %. Den overordnede forventning for 2012 for Østeuropa er beskeden vækst, som dog primært afhænger af det russiske marked¹²⁴.

Figur 15 viser udviklingen i ølvolumen, nettoomsætningen, resultat af primær drift samt overskudsgraden for regionen Østeuropa for årene 2009 – 2011. I oversigten ses en stagnerende ølvolumen, mindre stigende omsætning samt faldende resultat af primært drift og en faldende overskudsgrad.

Figur 16 nedenfor viser at udviklingen i regionen Østeuropa primært skyldes organisk vækst/fald



Figur 16 - Kilde: Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011.

Østeuropa						
Mio. kr.	Ændring				2011	Ændring
	2010	Organisk	Akkv., netto	Valuta		
Ølvolumen (mio. hl)	46,8	2%	0%		47,7	2%
Nettoomsætning	18.187	14%	0%	-6%	19.719	8%
Resultat af primær drift	5.048	-11%	0%	-4%	4.286	-15%
Overskudsgrad (%)	27,8				21,7	-610bp

Figur 15 - Kilde: Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011.

¹²³ Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 4.

¹²⁴ Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 8.

9.6.1.3 Asien

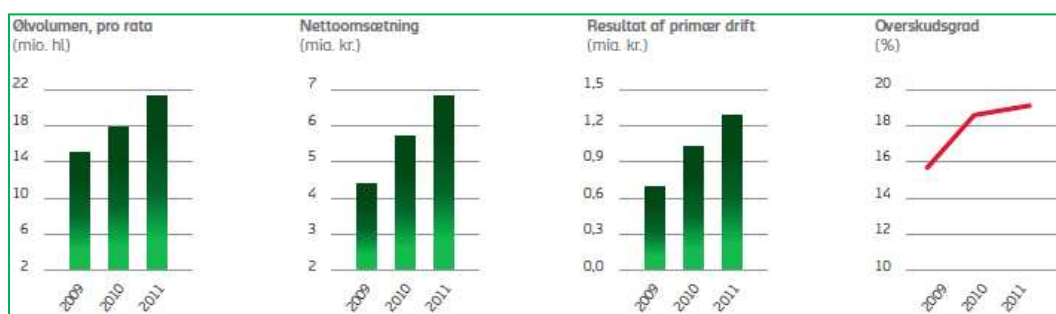
Carlsbergs asiatiske forretningsportefølje omfatter både modne markeder som Hongkong, Malaysia og Singapore og investeringer i voksende ølmarkeder som Kina (bl.a. en investering på 4 mia. i Carlsberg hidtil største bryggeri, jf. omtale i PESTEL-analysen for Asien), Indien og Vietnam. Mulighederne for vækst på disse markeder er store som følge af voksende økonomier, der har vist sig modstandsdygtige over for den ellers globale krise, samt befolkningstilvækst, stigende disponible indkomster og relativt lavt ølforbrug pr. indbygger.

Konkurrencesituationen varierer fra marked til marked med deltagelse af både stærke lokale bryggere og store internationale ølproducenter. I de fleste tilfælde er de internationale bryggerier til stede gennem joint ventures eller ejerandele i lokale bryggerier¹²⁵.

Med fokus på det kinesiske marked oplevede Carlsberg en stigning på ca. 5 %. Den overordnede forventning i Asien for 2012 er fortsat vækst med samme procentvise stigninger, som Carlsberg hidtil har set¹²⁶, men på sigt forventes omsætningen, at stabilisere sig mere.

Figur 17 nedenfor viser udviklingen i ølvolumen, nettoomsætningen, resultat af primær drift samt overskudsgraden for regionen Østeuropa for årene 2009 – 2011. I oversigten ses en markant stigning i ølvolumen, omsætning, resultat af primært drift og overskudsgraden.

Figur 18 på næste side viser at udviklingen i regionen Østeuropa er en blanding mellem organisk vækst samt opkøb af mindre bryggerier.



Figur 17 - Kilde: Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011.

¹²⁵ Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 4.

¹²⁶ Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011 s. 8.

Asien						
Mio. kr.	2010	Ændring			2011	Ændring Rapporteret
		Organisk	Akkv., netto	Valuta		
Ølvolumen (mio. hl)	17,9	9%	10%		21,3	19%
Nettoomsætning	5.613	15%	10%	-3%	6.838	22%
Resultat af primær drift	1.044	13%	13%	-3%	1.286	23%
Overskudsgrad (%)	18,6				18,8	20bp

Figur 18 - Kilde: Carlsberg Group – Officiel årsrapport 2011.

9.6.2 Heineken

Heineken er et hollandsk baseret bryggeri med aktiviteter fordelt i det meste af verden. Bryggeriet har mere end 200 varemærker i sin portefølje og driver 125 bryggerier fordelt på 70 lande. Heineken opererer i 5 regioner: Vesteuropa, Central- og Østeuropa, Nord- og Sydamerika, Mellemøsten og Sydøstasien.

Heinekens historie har rødder tilbage til 1864, hvor Heineken familien købte et bryggeri i Amsterdam. Heineken familien har været og er stadig en stor del af bryggeriets fortid, nutid og fremtid på trods af at de ofte holder sig i baggrunden.

9.6.2.1 Nord- og Vesteuropa

Heineken er Europas største bryggeri med driftsselskaber i ti lande, hvor produktionen foregår på 25 bryggerier, fem produktionssteder, samt to produktionssteder til forarbejdning af malt. Ølvolumen i regionen er ca. 45 mio. hl på årsbasis og et EBIT på 962 mio. Euro.

I lighed med Carlsberg oplevede Heineken et mindre fald i regionen. Omsætningen faldt således ca. 2 % og ølvolumen faldt med ca. 0,1 % i det forgangne regnskabsår 2011¹²⁷.

De forventede fremtidsudsigter for regionen, er ikke så konkrete og klart definerede som i Carlsbergs årsrapport. Ledelsen beskriver dog i dennes beretning, at for året 2012 skal indsatsen lægges på værdiskabelse og effektivisering i regionen, mens der ikke forventes en decideret vækst. Heineken forventer med andre ord et stagnerende marked, evt. med et mindre fald.

¹²⁷ Heineken – Officiel årsrapport 2011 s. 4.

9.6.2.2 Østeuropa

I Central- og Østeuropa er Heineken repræsenteret med over 180 brands. I regionen ejes mere end 60 bryggerier, fordelt på 14 lokale driftsselskaber. Ølvolumen i regionen er ca. 45 mio. hl på årsbasis og et EBIT på 346 mio. Euro.

I modsætning til Carlsberg oplevede Heineken en stigning i ølvolumen i regionen på ca. 7 % samt en stigning i omsætningen på ca. 3 %.

Som nævnt under afsnit for regionen Nord- og Vesteuropa fastsætter Heineken i sin årsrapport, ikke konkrete forventninger til udviklingen i markedet. Det kan dog af ledelsesberetningen udledes, at der forventes en positiv fremgang i markedet dog uden at dette konkretiseres.

9.6.2.3 Asien

Heineken opererer i store dele af regionen via joint ventures som inkluderer Asia Pacific Breweries (APB) og United Breweries Limited (UBL). APB er den primære investering med sine 23 bryggerier i 14 lande. UBL er markedsleder i Indien og ejer i alt 18 bryggerier. Ølvolumen i regionen er ca. 2 mio. hl på årsbasis og et EBIT på 176 mio. Euro.

I lighed med Carlsberg oplevede Heineken fremgang i regionen. Ølvolumen steg med ca. 9 % samt en stigning i omsætningen på ca. 5 % i regnskabsåret 2011.

I ledelsesberetningen forventer selskabet, at det asiatiske marked vil fortsætte væksten, som følge af markedsforholdene og den stigende velstand i regionen.

9.6.3 SABMiller

Selskabet blev grundlagt i Sydafrika, året 1895 under navnet South African Breweries (SAB). SABMiller er en global bryggerigruppe med hovedsæde i London. Selskabet er verdens næststørste bryggeri og har aktiviteter i 75 lande.

Bryggeriet er repræsenteret på markeder i hele verdenen, og står særdeles stærkt i Afrika, grundet selskabets historiske lange tilstedeværelse, men også i området Nord og Sydamerika er koncernen stærkt repræsenteret gennem direkte bryggeriejerskab eller joint ventures, eksempelvis MillerCoors. I Asien udgør især partnerskabet med China Resources Enterprises der omfatter brygning, distribution og salg af øllen SNOW, en dominerende aktivitet. I Europa er SABMiller repræsenteret på hovedmarkeder i både Vest- og Østeuropa, med betydelige markedsandele på flere af markederne¹²⁸.

¹²⁸ <http://www.sabmiller.com/index.asp?pageid=27>

9.6.3.1 Nord- og Vesteuropa

I regionen har selskabet i alt 17 bryggerier som forsyner Nord- og Vesteuropas tørstige ganer med ca. 44 mio. hl øl på årsbasis. I regionen er der ca. 14.000 ansatte som bidrager med et EBITDA til bryggerikoncernen på ca. 836 mio. USD. Det Nord- og Vesteuropæiske marked udgør ca. 19 % af den samlede ølvolumen for bryggerikoncernen¹²⁹.

Såvel som Carlsberg og Heineken oplevede SABMiller fald i den samlede ølvolumen i Nord- og Vesteuropa. Samlet set faldt ølvolumen i regionen med ca. 3 %.

I perioden 2011 – 2015 forventes et stagnerende ølmarked, med yderst begrænset vækst på årsbasis på ca. 0,5 %¹³⁰.

9.6.3.2 Østeuropa

Selskabet står ikke så stærkt i denne region som eksempelvis Carlsberg og Heineken. SABMiller er eksempelvis kun repræsenteret på et stort som Rusland via en strategisk alliance med Anadolu Efes. På et markant marked som Rusland oplevede man således kun en beskeden fremgang i ølvolumen på ca. 1 % i 2011¹³¹.

I årsrapporten er der et særskilt afsnit hvori selskabet har oplistet forventningerne til fremtiden i perioden 2011 – 2015 for de enkelte regioner. Der forventes her en *årlig* stigning i Østeuropa på ca. 3 %¹³².

9.6.3.3 Asien

SABMiller har et partnerskab med bryggeriet SNOW som er det største bryggeri i regionen. Selskabet har 23 bryggerier i regionen, hvor i alt ca. 3.800 ansatte har deres daglige gang. Samlet set aftager regionen ca. 25 % af den samlede ølvolumen som SABMiller producerer. Ølvolumen i regionen er ca. 58 mio. hl på årsbasis og et EBIT på 321 mio. USD¹³³.

I lighed med både Carlsberg og Heineken oplevede SABMiller kraftige stigninger i regionen, således steg den samlede ølvolumen med ca. 10 % og EBIT med ca. 31 %¹³⁴.

Selskabet forventer at de positive tendenser i asien vil fortsætte på baggrund af en forbedring af levevilkårene i regionen. Der forventes således en *årlig* stigning på ca. mellem 4 – 5 % fra årene 2011 – 2015 i Asien¹³⁵.

¹²⁹ <http://www.sabmiller.com/index.asp?pageid=234>

¹³⁰ SABMiller plc – Officiel årsrapport 2011 s. 10.

¹³¹ SABMiller plc – Officiel årsrapport 2011 s. 25.

¹³² SABMiller plc – Officiel årsrapport 2011 s. 10.

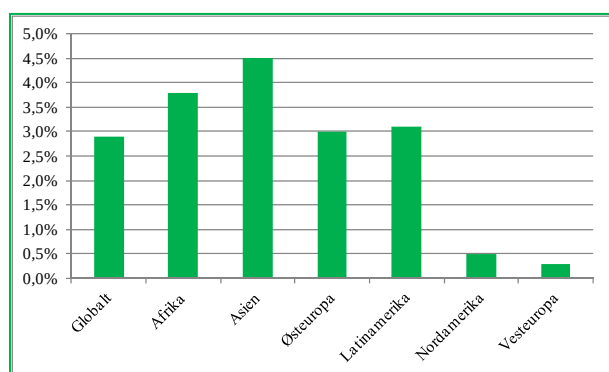
¹³³ <http://www.sabmiller.com/index.asp?pageid=43>

¹³⁴ SABMiller plc – Officiel årsrapport 2011 s. 30.

9.6.4 Canadean

Canadean har et godt ry blandt virksomheder inden for FMCG-branchen ("Fast Moving Consumer Goods" – dvs. produkter som typisk sælges i supermarkeder). Canadean foretager grundige markedsanalyser og hvis primære fokusområde er at levere detaljerede branche- og forbrugeranalyser.

Canadean forventer at det globale ølmarked vil vokse med 2 – 3 % de kommende år. Af figur 19 ses den forventede årlige udvikling i årene 2011 – 2015 for de forskellige regioner.



Figur 19 - Estimeret udvikling i årlig ølvolumen for årene 2011 - 2015 (kilde: Estimat fra markedsanalyse udarbejdet af Canadean).

Som det ses af figur 19 er der betydelige forskelle fra region til region. På de mere modne markeder i form af Nordamerika og Vesteuropa ses stort set ingen årlig vækst i perioden. Væksten på disse markeder opnås hovedsageligt i premium-segmentet eller indenfor luksusøl og nye produktinnovationer.

På vækstmarkederne i Østeuropa og Asien (samt Latinamerika og Afrika) ses at ølforbruget forventes at stige 3 – 5 %. Hovedårsagen til dette skyldes demografiske forhold, forbedrede levestandarder og et generelt skifte fra traditionel spiritus til øl (se bl.a. beskrivelse i PESTEL-analysen for Asien).

¹³⁵ SABMiller plc – Officiel årsrapport 2011 s. 10.

9.6.5 Delkonklusion på markedstendenser

For at give et simplificeret overblik over informationerne i foregående afsnit hvor Carlsberg, Heineken, SABMiller og Canadean har givet deres forventninger til udviklingen i de forskellige regioner, er nedenstående figur 20 udarbejdet hertil.

	Nord- og Vesteuropa	Østeuropa	Asien
Carlsberg			
Heineken			
SABMiller			
Canadean			

Figur 20 - Forventet udviklingerne i markederne (kilde: Egen tilvirkning).

Ud fra figur 20 ses det, at der er stor enighed om vækstmarkederne Østeuropa og Asien hvor der henholdsvis forventes en moderat fremgang og stor vækst. Der er for det asiatiske marked, lidt uenighed om væksten på sigt, herunder størrelsen på væksten, hvoraf Carlsberg har den mest optimistiske tilgang, mens de andre selskaber nærmer sig vækst på omkring 5-7 % på mellemlangt sigt. I det mere modne marked Nord- og Vesteuropa er der lidt mere uenighed om hvorvidt markedet er stagnerende eller let faldende i fremtiden.

9.7 Ledelsen og dennes påvirkning af aktiekursen

En leder skal ikke bare lede en virksomhed, men denne skal også tegne virksomheden udadtil - dette er en opfattelse, som tegnes af mange investorer, store som små, på aktiemarkedet. Når et navn som "Don Ø" nævnes tænker de fleste danskere på FCK (Parken), "Hr. Møller" var indbegrebet af Mærsk og i det store udland var Steve Jobs lig med Apple. Vi finder det derfor relevant, at foretage en diskussion af direktionen og bestyrelsen, herunder med væsentligt fokus på den adm. direktør og bestyrelsesformanden. Vi mener ikke, at ledelsens påvirkning dokumenteres nok i de andre analysemodeller, som vi anvender, derfor udarbejdelsen af dette afsnit.

Vi har i nedenstående afsnit først opsummeret de teoretiske overvejelser forud for analysen, hvorefter der foretages en egentlig analyse af ledelsen.

En analyse fra september 2011 udarbejdet af CBS viser, at der er stor sammenhæng mellem god ledelse og afkast. En artikel i Børsen har kort opsummeret hovedtrækkene fra CBS's analyse, samt

uddybet konklusionerne med flere professionelle investorers vurdering, af hvor vigtig ledelsen spiller ind forud for en større investering - i artiklen udtaler Hans Kjær fra Nykredit sig således ”God ledelse og afkast hænger sammen”¹³⁶. Dette betyder, at en god leder kan tale aktiekursen op og dermed få aktie til at fremstå bedre, end denne reelt er.

Hvilke faktorer skal en ledelse så vurderes på? Børsen har tidligere indsamlet en kort punktliste, som vi nedenfor har oplistet i vores egen sortering ud fra de forhold, som vi selv finder relevant for vores analyse af ledelsen¹³⁷:

- Historik i udmeldinger - holder virksomheden, hvad de lover?
- Er ledelsen proaktiv overfor problemer og hvordan håndterer de så disse problemer?
- Kompetence og sammensætning?
- Offentlighedens vurdering - hvilken type er lederen udadtil?

9.7.1 Historik i udmeldinger

Ledelsens evner til at holde hvad de lover offentligheden, vurderes af flere investorer som værende et af de vigtigste forhold i forbindelse med en vurdering af ledelsen. Hvis ledelsen holder hvad de lover og melder ud i de forskellige pressemeddelelser giver det tryghed for investorerne, mens investorer simpelthen mister tilliden til en ledelse, som konstant kommer med urealistiske udmeldinger, som de senere må dementere eller trække tilbage.

Hvis man som investor foretager en simpel undersøgelse på de forskellige nyhedssider, er kendetegnet for Carlsberg, at ledelsen generelt har været realistisk omkring deres pressemeddelelser ift. Fondsbørsen hvad angår regnskabstal og den forventede indtjening¹³⁸. Der foreligger dog en enkel undtagelse til den ellers flotte historik for Carlsberg i nyhedsmediernes og denne kan henføres til udmeldingerne omkring det russiske marked, hvor seneste problem for Carlsberg var i august 2011, da Carlsbergs ledelse måtte meddele, at koncernen ikke kunne holde det forventede resultat, som ellers var meldt ud pga. fald på det russiske marked, som følge af afgifter. Konsekvensen af nedjusteringen og den faldene ”tryghed” til Carlsbergs udmeldinger var klar - aktien faldt øjeblikkeligt 19-20 %¹³⁹.

Dette ene forhold vurderes ikke, at være toneangivende for Carlsberg, snarere tværtimod og vi vurderer derfor ikke, at forholdet kan påvirke aktiekursen i forbindelse med vores værdiansættelse.

¹³⁶ Artikel: God ledelse skaber afkast, bragt i Børsen den 26. september 2011.

¹³⁷ Artikel: Sådan vurderer du ledelsen, bragt i Børsen den 26. september 2011.

¹³⁸ Vi har søgt på diverse tilgængelige danske nyhedsmedier indenfor økonomi.

¹³⁹ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/212896/rusland_tvinger_carlsberg_til_nedjustering.html og <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/carlsberg-a-s-b/205057/historik>.

Vi er derimod blevet bekræftet i, at vi kan basere os på ledelsens estimer til brug for budgetteringen, da der som udgangspunkt kun foreligger en klar forkert udmelding - undtagelsen bekræfter således reglen og i dette tilfælde konklusionen, at man som investor kan stole på ledelsens udmeldinger.

9.7.2 Ledelsens proaktivitet overfor problemer

En ledelse skal være proaktive overfor problemer, men ledelsen skal ikke kun løse problemerne, ledelsen skal også forebygge problemerne før de opstår. Begge forhold er vanskelige, men sidstnævnte forhold om forebyggelse, må alligevel vurderes, at være vanskeligst, da det kræver ledelsen skal kunne spå om fremtiden - vi ser i medierne og særligt på Christiansborg, at danske politikere er meget fokuseret på netop forebyggelsen af problemer, hvor regeringen i 2012 har øget, antallet af spinddoktorer til det højeste nogensinde¹⁴⁰. Det er derfor en problemstilling, som vi vil undersøge nærmere.

Vi har ikke kunnet undersøge om Carlsberg har øget pressestaben de seneste år, da vi ikke har adgang til disse data, men hvis vi ser på det generelle billede i medierne, så er antallet af sager forbavsende få i forhold til virksomhedens størrelse - og dette ikke bare målt på danske forhold. Dette tyder altså på en god og effektiv ledelse, specielt deres håndtering af pressen, dette målt på at ledelsen sjældent må ud og nedtone negative forhold. Rusland er som under "historikken" det største problem for ledelsen, da det tidligere i 2011 blev antydnet i medierne, at ledelsen ikke havde været progressiv nok overfor konkurrenternes prispres efter den russisk regeringens ændring af ølafgifter.

En sådan udmelding og negativ presseomtale jf. ovenfor sætter naturligvis sit "hak" i det glansbillede der blev tegnet af Carlsberg og den øverste ledelse var da også hurtig til at håndtere denne sag, hvor den russiske chef blev afskediget til fordel for en intern rocade, som af danske medier blev vurderes meget positiv¹⁴¹. Internt i koncernen har der også været offentlige problemer omkring Rusland, da den nytiltrådte bestyrelsesformand Flemming Besenbacher i forbindelse med dennes indtrædelse, antydede at direktionen og særligt Jørgen Buhl Rasmussen ikke havde været progressiv nok¹⁴².

Vi vurderer derfor igen, at Carlsbergs ledelse generelt har været god til at imødegå problemer, og tage handling herom.

¹⁴⁰ Artikel i Berlingske Tidende den 14. december 2011, "Thorning forsvarer hær af spinddoktorer".

¹⁴¹ Artikel i Børsen den 26. oktober 2011 - Fyring af Carlsberg-boss en kæmpe beslutning.

¹⁴² http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/228811/ny_carlsberg-formand_laegger_pres_paa_joergen_buhl.html - artiklen redegør ikke for direkte problemer, men der er antydninger heraf i artiklen.

9.7.3 Sammensætning og kompetence

I nedenstående afsnit behandles afsnittets to punkter vi adskiller de to ledelsesorganer, bestyrelsen og direktionen i vores analyse og behandler dem hver for sig.

Direktionen er sammensat af to personer, hvilket ikke er unormalt, hvis vi sammenligner med andre børsnoterede eller store danske virksomheder. Vi finder det endvidere meget logisk, at direktionen består af en "leder" og en "økonomimand", da Carlsberg i krisetider skal ledes og dirigeres ud fra økonomiske interesser. Under de to direktionsmedlemmer findes der naturligvis en række af mellemledere, hvoraf der samlet er ni mellemledere i direktionen, hvilket også nævnes i årsrapporten, men i det daglige er det kun CEO og CFO der tegner ledelsen.

Jørgen Buhl Rasmussen, CEO for Carlsberg, er oprindeligt uddannet indenfor økonomi og har efterfølgende taget diverse MBA'er i ledelse. Dette kombineret med en lang række erhvervsstillinger rundt om i Europa (boet en årrække i London) medfører, at vi finder adm. direktør kompetence god¹⁴³. Det eneste som måske mangler på Jørgen Buhl Rasmussens cv, er flere bestyrelsesposter i andre virksomheder for at få inspiration til nye tiltag - dermed supporteres Jørgen Buhl Rasmussen godt af Finansdirektør (CFO) Jørn P. Jensen, som bl.a. sidder i bestyrelsen i Danske Bank og Dong¹⁴⁴. Det er kendetegnet for Europa, at de ofte anvender direktionsmedlemmer fra samme lande, hvori selskabet selv har dets hovedsæde, hvorfor vi ikke finder det så problematisk, at det kun er store danske virksomheder der er nævnt - vi finder det vigtigere, at bestyrelsen har international erfaring fra andre bestyrelseslokaler frem for den danske direktion, da de trods alt skal fokusere på driften i deres "egen" virksomhed.

Bestyrelsens sammensætning består af flere personer, hvoraf vi finder det irrelevant, at beskæftige os med de medarbejdervalgte personer. Derimod finder vi det relevant, at der kun er to personer med international erfaring fra andre virksomheder rundt om i Europa indenfor øl- og læskedriksegmentet, og ingen af disse med viden om Kina eller Rusland. Der burde måske være et bestyrelsesmedlem med erfaring fra enten det russiske eller kinesiske marked, som er nogle af Carlsbergs nøglemarkeder - dette for at sikre bestyrelsen har en bedre føling med disse markeder - naturligvis kan bestyrelsen inddrage specialister, men vi vurderer, at det ikke giver samme føling med markederne.

Endvidere er bestyrelsen også kendetegnet ved, at være meget domineret af Carbergfonden, hvilket er meget logisk grundet deres ejerandele, men de fleste af personerne har deres primære erfaring

¹⁴³ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/126579/ceo-fakta_joergen_buhl_rasmussen.html

¹⁴⁴ <http://www.danskebank.com/da-dk/om-os/ledelse/Pages/CGCVforJoernJensen.aspx>

indenfor universitetsverdenen, hvilket måske ikke giver samme ballast som andre bestyrelsesmedlemmer, såsom Jess Søderberg der er tidligere koncernchef for Mærsk.

Vi bemærker endvidere, at der i bestyrelsen ikke er en eneste kvinde repræsenteret, hvilket kunne give udfordringer, såfremt den nuværende socialistiske regering i Danmark, kommer igennem med deres forslag om kvindekvoter i bestyrelsen¹⁴⁵. Dette har Carlsbergs ledelse selv bemærket og fået vedtaget at minimum 40 % af bestyrelsesmedlemmerne skal være kvinder indenfor en given årrække¹⁴⁶. Denne vedtagelse af kvindernes repræsentation betyder, at Carlsberg måske i højere grad end dets danske konkurrenter for headhuntet de bedste kvinder til bestyrelsen og måske ligefrem står stærkere målt på dansk niveau, mens det internationalt kan betyde en svagere bestyrelse, såfremt at kvinderne ikke er de bedst kvalificerede der vælges til bestyrelsen.

I marts 2012 valgtes ny formand, Flemming Besenbacher, der er en anerkendt Nano-forsker og som har siddet i Carlsbergs bestyrelse siden 2005. Flemming Besenbacher er udover, at være formand for Carlsbergs bestyrelse også formand for Carlsbergfonden, hvilken titel han har bestridt siden januar 2012. Flemming Besenbacher er mest kendt for sit store forskningsarbejde ved Århus universitet¹⁴⁷. Som følge af formandens relativt korte karriere i Carlsberg, har vi ikke mulighed for at vurdere dennes historik og kompetencerne for at side i bestyrelsen.

9.7.4 Offentlighedens vurdering af Carlsberg ledelsen

Offentlighedens vurdering har igennem de seneste år fået større og større betydning. Det er nu ikke længere nok, at lederen har et godt CV. Lederen skal også være karismatisk og være et helt menneske (ikke blot en robot, som arbejder 24/7 der kun tænker på arbejde), hvilket ellers har været et af de typiske kendetegn for europæiske ledere, sammenlignet med amerikanske chefer¹⁴⁸.

Jørgen Buhl Rasmussens er som tidligere beskrevet kvalitativt meget dygtig og ifølge diverse medier, er han også et meget sympatisk menneske på ledelsesgangen, hvor han er respekteret af medarbejderne¹⁴⁹. I medierne er Jørgen Buhl Rasmussen også kendt, som en dygtig leder og blev i 2011 kåret til Danmarks næstbedste leder sammen med flere andre danske koncernchefer¹⁵⁰. I sit job virker Jørgen Buhl Rasmussen meget professionel og engageret ifølge medierne, hvor der også er flere eksempler på, at han også stiller store krav til sine medarbejdere og han har således ikke

¹⁴⁵ <http://www.business.dk/ledelse/carlsberg-indfoerer-kvindekvoter>

¹⁴⁶ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2012/03/13/0313070502.htm>

¹⁴⁷ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/12/3200488/artikel.html>

¹⁴⁸ Artikel "Europas topledere er kedelige administratorer" bragt i djøfbladet den 6. juni 2012.

¹⁴⁹ Artikel "Sådan er Carlsbergs topchef" bragt i Berlingske den 17. august 2011.

¹⁵⁰ <http://www.top1000.dk/nyheder/fls-joergen-huno-i-top-i-direktoer-rating>.

været bange for at afskedige medarbejdere på baggrund af deres kompetencer, eller fordi samarbejdet ikke virkede¹⁵¹.

Der er kun meget få oplysninger om Jørgen Buhl Rasmussens privatliv, og det er kendetegnet for ham, at han ikke stiller op til meget andet end sit arbejde, hvilket hænger meget godt sammen med den klassiske opfattelse af en leder i Europa, modsat den amerikanske leder.

Spørgsmålet er om Carlsberg har brug for en karismatisk frontfigur, eller om de snarere har brug for en leder som "bare" passer sit arbejde og gør det godt. Carlsbergs ånd og gamle motto har altid siden stiftelsen været "arbejde og nøjsomhed", som den gamle stifter J.C. Jacobsen fik skrevet på porten til Carlsberg¹⁵² - dette motto passer godt på vores beskrivelse af Jørgen Buhl Rasmussen. Vi tror ligeledes ikke, at Carlsberg ønsker, at blive synliggjort af en enkel mand, da deres produkter som øl, i de flestes øjne er forbundet med fællesskabet. Vi tror derfor, at ledelsen er godt sammensat i forhold til Carlsbergs profil af en leder, selvom denne måske ikke passer så godt sammen med de nye tendenser indenfor ledelse (den amerikanske opfattelse).

Bestyrelsesformanden Flemming Besenbacher er som tidligere beskrevet i analysen, et relativt ukendt "blad" og vores analyse af denne bliver også sådan, meget kortfattet. I forbindelse med formandens indtræden, var denne ikke bleg for allerede fra starten, at ligge pres på adm. direktør Jørgen Buhl Rasmussen, herunder at denne skulle præstere i forhold til det svage russiske marked¹⁵³. Endvidere meldte formanden også meget hurtigt ud, at Øst skulle angribes¹⁵⁴. Det er derfor vores opfattelse, at Carlsberg har fået en formand, som er meget aggressiv i sine udmeldinger og måske har en større tendens til at komme med kontroversielle udmeldinger end sin administrerende direktør.

Vi har ikke kunnet identificere relevant data om formanden udover dennes arbejde, hvorfor han i lighed med sin adm. direktør lever tilbagetrukket for offentligheden, når denne altså ikke arbejder.

Afslutningsvis på vores analyse af ledelsen finder vi, at denne er godt sammensat (vi bemærker dog en frygt for bestyrelsens sammensætning, men tror på sigt, at denne løses) og kun i relativt få tilfælde har fejlet. Ledelsen er derfor ikke et problem for at skabe vækst, ligesom vi også vurderer, at vi kan stole på selskabets egne estimater forud for vores budgettering grundet de historiske udmeldinger omkring forventede resultater.

¹⁵¹ <http://www.business.dk/investor/markant-udskiftning-i-carlsberg-ledelsen>.

¹⁵² http://www.carlsbergejendomme.dk/page.php?pk_menu=201.

¹⁵³ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/228811/ny_carlsberg-formand_laegger_pres_paa_joergen_buhl.html.

¹⁵⁴ http://borsen.dk/nyheder/topnyhed/artikel/1/228795/carlsberg-formand_blaeser_til_angreb_mod_oest.html.

Ovenstående konklusion betyder også, at der ikke er risiko for at ledelsen har talt aktien op til at være overvurderet, eller undervurderet.

9.8 SWOT-analyse

I forlængelse af vores strategiske analyse af de ikke-finansielle værdidrivere som, er omfattet af analyserne PESTEL, Porters Five Forces, vurdering af koncernledelsens kompetencer samt markedsanalyser, vil vi som afslutning sammenfatte de ikke-finansielle værdidrivere i en SWOT-analyse¹⁵⁵. I SWOT-analysen sammenfattes, de delkonklusioner som forventes, at have en betydelig indflydelse for Carlsberg gruppens værdiskabelse og på deres strategiske position i markedet.

I nedenstående tabel er de interne identificerede forhold til den foretagne strategiske analyse på ikke-finansielle værdidrivere overordnet oplistet samt efterfulgt af en mere uddybende beskrivelse.

STYRKER	SVAGHEDER
• Stærk position i Nord- og Vesteuropa samt Østeuropa. • Stigende engagement i Asien, herunder specielt Kina som et vigtigt BRIK-land. • Høj grad af produktinnovation og produktkvalitet. • Kontinuerlig effektivisering af produktionsapparat. • Stærk værdikæde. • Kompetent direktion.	• Fondsstruktur. • Sammensætning i bestyrelsen. • Store produktionsapparater. • Stor følsomhed for valutakursudsving. • Begrænset repræsenteret på vækstmarkeder i form af Sydamerika og Afrika. • Stor afhængighed af enkelt russisk marked som står for 40 % af omsætningen (før afgifter).

9.8.1 Styrker

Carlsberg er stærkt repræsenteret i Nord- og Vesteuropa og Østeuropa som står for henholdsvis 58 % og 31 % af den samlede omsætning i koncernen (efter afgifter). I Nord- og Vesteuropa er man positioneret som nr. 2 og i Østeuropa, herunder specielt Rusland er Carlsberg markedsleder. Denne stærke position på to så store og købestærke markeder, bevirker at Carlsberg har en væsentlig fordel overfor konkurrenterne. En stærk position i markedet er lig med en fremtræden position i forbrugernes bevidsthed, hvilket bevirker at det er sværere for udefrakommende konkurrenter at penetrere markedet, idet forbrugerne på disse markeder er loyale overfor produkter.

Kina vil i fremtiden være en yderst vigtig spiller på det internationale marked, idet landet forventes at blive verdens førende økonomi indenfor en kort årrække. Carlsbergs stigende engagement og kontinuerlige forbedring af egen positionering i regionen, bl.a. ved konstruktionen af Carlsberg koncernens største bryggeri, bevirker at der er gode vækstmuligheder i dette fremadstormende land. Punktet er ligeledes medtaget i SWOT-analysens punkt omfattende ”Muligheder”, idet det vurderes

¹⁵⁵ Strategic Management s. 112 og Exploring corporate Strategy s. 119.

at punktet både anses for en styrke som følge af Carlsberg position i vækstmarkedet samt muligheden for kontinuerligt at forbedre sine markedsandele.

Carlsberg har gennem hele sin historie haft stor fokus på en løbende forbedring af produktionsprocessen samt kontinuerlig produktinnovation. Den store fokus på produktinnovation gør at man konstant kan følge trop med forbrugernes skiftende krav til koncernens produkter. Forbedringen af produktionsprocessen er ydermere essentielt i en branche hvor prisen på råvarer til produktionen kun er opadgående.

I stort set alle brancher er det vigtigt at effektivisere og vedligeholde værdikæden samt distributionsnettet. I Carlsbergs branche er det dog endnu mere essentielt som følge af de store mængder volumen der skal leveres til diverse grossister, supermarkeder, koncerter og events m.v. En mindre effektivisering i værdikæden kan således resultere i en væsentlig forbedring på bundlinjen. I vores strategiske analyse af ikke-finansielle værdidrivere har vi ikke udarbejdet en decideret analyse af værdikæden, dog må det antages at Carlsberg aldrig kunne være nået til hvor de er i dag uden et stort fokus på effektiviseringen og vedligeholdelsen af værdikæden for koncernen.

Som beskrevet i afsnittet om ledelsen og dennes påvirkning på aktiekursen, anses topledelsen i Carlsberg koncernen som kompetente, vellidte og sympatiske personer. Dette medfører at investor vil have mere tilbøjelighed til at investere i virksomheden, idet denne føler sig mere ”sikker” på den investering der er foretaget og at denne er i sikre og kompetente hænder der nok skal forrente investeringen på bedst mulige manér. Førnævnte resulterer således i en mere gnidningsfri kapitalfremskaffelse.

9.8.2 Svagheder

Carlsberg A/S's største aktionær er som tidligere nævnt Carlsbergfonden. Fonden skal ifølge vedtægterne (fondens fundats), eje minimum 25 % af aktiekapitalen og 51 % af stemmerne. Fondsstrukturen i Carlsberg begrænser muligheden for at rejse kapital til eksempelvis nye akkvisitioner, i det fonden skal besidde et hvis antal aktier.

Bestyrelsen i Carlsberg er kendetegnet ved at være meget domineret af Carlsbergfonden, hvilket er meget logisk grundet deres ejerandele, men de fleste af personerne har deres primære erfaring indenfor universitetsverdenen, hvilket måske ikke giver samme ballast som andre bestyrelsesmedlemmer såsom Jess Søderberg der er tidligere koncernchef for Mærsk.

Bryggeribranchens produktion er under konstant effektivisering hvilket bevirker, at virksomheder i stigende grad er tvunget til, at opdatere produktionsapparatet.

Dette medfører betragtelige investeringer i materielle anlægsaktiver, som det bl.a. er set i Kina hvor Carlsberg har investeret i det største bryggeri hidtil i koncernens historie. Ved nedgang i efterspørgslen efter virksomhedens produkter, vil det være svært at realisere så specielle produktionsanlæg for at frigøre likviditet. Carlsberg har pr. 31. december 2011 investeret i tekniske anlæg og maskiner til brug for produktionen for ca. 32 mia. kr.

Carlsberg koncernen anvender den danske krone som koncernvaluta. Dette vil resultere store udsving og kursreguleringer når størstedelen af aktiviteterne foregår i udlandet og dermed også i udenlandsk valuta (se omtale herom ved regnskabsanalysen). Der foretages løbende valutasikringer på alle former for transaktioner, hvormed risikoen minimeres. Dog uanset hvor meget der afdækkes, vil der altid være valutarisici som kan påvirke virksomheden.

På vækstmarkeder som Sydamerika og Afrika er Carlsberg koncernen yderst begrænset repræsenteret, hvilket må siges at være en svaghed, men dog også en mulighed for koncernen for at ekspanderer til nye regioner. At opnå betydelige markedsandele i disse regioner vurderes dog at være kompliceret idet verdens største bryggerikoncern AB InBev er yderst stærkt repræsenteret i disse regioner.

Koncernen som helhed er meget afhængig af specielt det russiske marked som står for ca. 40 % (før afgifter) af den samlede omsætning. Det er derfor essentielt at Carlsberg forsøger at bibeholde sin stærke markedsposition på netop dette marked, idet en nedgang på det russiske marked vil betyde store tab for koncernen som helhed.

I nedenstående tabel er de eksterne identificerede forhold til den foretagne strategiske analyse på ikke-finansielle værdidrivere overordnet oplistet samt efterfulgt af en mere uddybende beskrivelse.

MULIGHEDER	TRUSLER
• Store vækstmuligheder i Asien, Sydamerika og Afrika. • Strategiske opkøb af bryggerier på vækstmarkeder. • Styrke Premium-segmentet på modne markeder. • Kontinuerlig produktions- og produktinnovation.	• Faldende Nord- og Vesteuropæisk marked hvor Carlsberg er stærk repræsenteret. • Yderligere afgiftsstigninger på det russiske marked. • Stigende produktionsomkostninger på det asiatiske marked. • Stigende råvarepriser.

9.8.3 Muligheder

Carlsberg koncernens asiatiske markeder er på vej frem, og det vil samtidigt skabe nye muligheder for at ekspandere yderligere. Carlsberg er allerede på nuværende tidspunkt stærkt repræsenteret på de asiatiske markeder, og vil dermed have mulighed for at præge markederne i vækstperioden,

hvilket vil betyde et udbredt kendskab til Carlsberg blandt forbrugerne. Andre markeder hvor Carlsberg kunne gøre sig gældende er specielt det Sydamerikanske og Afrikanske marked, men der må som tidligere nævnt forventes hård konkurrence fra verdens største bryggerikoncern AB InBev i disse regioner.

Carlsberg har både erfaring med og mulighed for at foretage opkøb i fremtiden. Hvert år foretages der opkøb af store og mindre bryggerier for at styrke markedspositionerne i de enkelte regioner. Hele processen kender Carlsberg, og er bevidst omkring hvilke parametre der skal være opfyldt, for at et opkøb bliver værdiskabende for koncernen som helhed. Ydermere har koncernen en stor erfaring omkring hele købsprocessen, hvorfor et opkøb ikke vil være ressourcekrævende i samme omfang, som havde det været første gang.

På et modent marked som det Nord- og Vesteuropæiske oplever Carlsberg koncernen faldende omsætning som følge af et skift i forbrugsvanerne blandt forbrugerne, som primært er styret af mere raffinerede forbrugsmønstre idet øllen bliver tilsidesat til fordel for eksempelvis vin. Muligheden for Carlsberg ligger på dette marked i en løbende udvikling af Premium-segmentet til de konstant mere krævende forbrugere i det Nord- og Vesteuropæiske marked.

Netop den kontinuerlige produktions- og produktinnovation er helt essentiel for Carlsbergs overlevelse, som følge af en skarpere og skarpere konkurrence i fremtiden. Der tænkes ikke kun på Premium-segmentet men også mærkerne i den lavere ende af produktporteføljen, idet det er her vækstmarkeder i form af Asien samt eventuelle nye markeder i form af Sydamerika og Afrika vil påbegynde deres kendskab til Carlsberg før levestandarderne hæves og forbrugerne i disse markeder vil begynde at nyde Carlsbergs Premium-segment.

9.8.4 Trusler

Som tidligere nævnt oplever Carlsberg koncernen faldende omsætning på det Nord- og Vesteuropæiske marked. Et marked som står for 58 % af koncernens samlede omsætning (efter afgifter). Fald på dette marked vil betyde store tab for Carlsberg koncernen. Det vurderes dog at truslen neutraliseres af Carlsbergs gode evne til konstant at innovere deres egne produkter samt muligheden for videre branding af premium-segmentet, som beskrevet ovenfor.

I 2009 blev øl-afgiften i Rusland hævet med ca. 200-300 %. Afgifternes fremtidsudsigter er meget usikre ifølge medierne, specielt efter at Putin i 2012 genovervejede en ekstraforhøjelse af afgifterne. På et marked så stort som det russiske og med dets betydning for Carlsberg koncernen som helhed vurderes dette som en af de mere markante trusler, idet Carlsberg ikke selv har mulighed for at minimere risikoen for tab såfremt den russiske regering vælger at give afgifterne endnu et nyk opad.

Produktionsomkostningerne i Asien, herunder specielt Kina, er markant stigende som følge af de væsentligt forbedrede levevilkår der er under opsejling i regionen. Der tænkes her specifikt på arbejdsløn som forventes at ligge på niveau med de europæiske indenfor en kort årrække, men også den store mangel på rente drikkevand forventes at have indflydelse på Carlsberg koncernens produktion og indtjening. En af Carlsbergs styrker er dog en konstant forbedring og effektivisering af produktionsprocessen, hvorfor truslen vurderes at kunne minimeres. Tab af indtjening i regionen indenfor den nærmeste årrække samt i fremtiden vurderes dog ikke at kunne udelukkes.

Råvarepriserne vil i et omfang tillige være påvirket af den økonomiske uro, og dette vil have indflydelse på Carlsberg koncernens dækningsbidrag.

Carlsberg har en stærk strategisk position, der betyder mulighed for vækst på markederne og værdiskabelse for aktionærerne. Vi ser dog en række trusler i fremtiden, som kan have stor betydning for virksomheden. Nogle kan indenfor få år blive en realitet, mens andre måske aldrig bliver aktuelle. Med Carlsbergs kendskab til markeder, forbrugere, produktionsprocesser, produktudvikling samt deres generelle professionelle tilgang til driften af en bryggerivirksomhed, mener vi, at der er mulighed for at nå de økonomiske mål, der er opstillet for virksomheden. Tidshorisonten er dog uvist, og forholdet vil blive inddraget og vurderet i budgetteringsprocessen.

Vi mener, at Carlsberg koncernens strategier har en god sammenhæng mellem virksomhedens stærke sider, og de muligheder der forventes at opstå i fremtiden.

10 Regnskabsanalyse

Nærværende afsnit vil indeholde en regnskabsanalyse, som vil blive inddelt i følgende nedenstående fire afsnit:

1. Gennemgang af regnskabspraksis for de analyserede virksomheder.
2. Gennemgange af revisions- og ledelsespåtegning for de analyserede virksomheder.
3. Reformulering til brug for regnskabsmæssig analyse.
4. Rentabilitetsanalyse af Carlsberg.

Til brug for vores analyse af Carlsberg, sammenligner vi koncernen med dets nærmeste konkurrenter, som vi kender det fra vores markedsanalyse tidligere i afhandlingen. Disse omfatter som bekendt SABMiller og Heineken.

Vi tager udgangspunkt årene 2009-2011, da de analyserede selskaber, herunder Carlsberg og Heineken i 2008 var påvirket af opkøbet af S&N, hvor en stor mængde aktiviteter blev overtaget.

Vi finder det derfor ikke sammenligneligt, at inddrage 2008 i vores analyse, da vi i alle vores konklusioner, således skal tage højde herfor. Desuden vurderes tre år, at give en tilstrækkelig trend for den økonomiske udvikling.

Vi foretager en analyse af regnskabspraksis i de forskellige virksomheder, for at sikre sammenligningsgrundlaget er ens i de analyserede virksomheder. Hvis der forskelle i regnskabspraksis, skal der korrigeres herfor, eller som minimum tages højde for dette i vores analyse, da en driftsanalyse og sammenligning ikke er muligt ved markante forskelle ved indregning og måling, eftersom det kan være den anvendte regnskabspraksis og ikke driftsperformance, som giver udslag i forskelle når de enkelte selskaber sammenholdes¹⁵⁶.

Vi foretager en analyse af selskabernes revisions- og ledelsespåtegninger for at sikre, at de aflagte regnskaber ikke indeholder væsentlige fejl, som vi i vores analyse bør korrigere for.

Til brug for rentabilitetsanalysen af Carlsberg, bliver vi desuden nødt til at foretage visse reklassifikationer af regnskabstallene i de analyserede virksomheder, da præsentationen ved regnskabsaflæggelsen ikke altid adskiller finansielle og driftsmæssige forhold fra hinanden.

10.1 Gennemgang af regnskabspraksis samt revisions- og ledelsespåtegninger

10.1.1 Carlsberg

Carlsberg har i alle de analyserede år aflagt årsregnskabet efter IFRS med tilpasning til dansk lovgivning (dette omfatter bl.a. ledelsesberetningen og særligt heri CSR rapportering). Der har i hele analyseperioden ikke været væsentlige ændringer til den anvendte regnskabspraksis, som følge af nye implementerede standarder - de fleste ændringer går primært mod øgede eller aftagne oplysningskrav, mens de reelle regnskabstalsændringer, er så få og ubetydelige at vi ikke medtager disse¹⁵⁷.

Carlsbergs årsregnskab er aflagt i Danske Kroner (DKK).

Vi har endvidere gennemlæst regnskabspraksis for at finde eventuelle korrektioner, som følge af særlige indregningsmetoder indenfor lovgivningen. Særlige indregningsmetoder er ikke blevet identificeret ved vores gennemgang.

Carlsbergs årsregnskab er i hele analyseperioden aflagt under forudsætning af going concern, hvorfor der ikke har været korrektioner hertil.

¹⁵⁶ ROV side 177-183.

¹⁵⁷ Årsrapporterne 2009-2011 under anvendt regnskabspraksis.

Carlsbergs ledelse har alle enstemmigt underskrevet og erklæret sig enig i regnskabet retvisende billede, hvilket er bekræftet af selskabets lovmæssige generalforsamlingsvalgte revisorer i form af KPMG, som ligeledes i alle de analyserede år har erklæret sig enig i ledelsens regnskabsaflæggelse uden, at dette har givet anledning til forbehold eller supplerende oplysninger. KPMG har i alle årene udtalt sig positivt om ledelsesberetningen, som revisor ikke længere er forpligtiget til at revidere.

KPMG (et af verdens såkaldte "Big-4" revisionsselskaber) og ledelsen vurderes alle, at være kompetente til at udtale sig om deres respektive beretninger.

10.1.2 Heineken og SABMiller

Heineken og SABMiller har i lighed med Carlsberg i alle analyse årene aflagt regnskab efter IFRS standarderne med tilpasninger til lokal lovgivning. Selskaberne har løbende opdateret anvendt regnskabspraksis til opdateringerne af IFRS, hvorfor vi ikke finder grundlag for at tage højde for disse i forbindelse med sammenligningstallene, da opdateringerne primært går på oplysninger i noterne - de talmæssige korrektioner vurderes, at være så få og ubetydelige at disse ikke korrigeres.

Heinekens årsregnskab er aflagt i EUR, mens SABMillers årsregnskab er aftalt i USD.

Vi har gennemlæst regnskabspraksis i selskaberne for at finde eventuelle korrektioner, som følge af særlige indregningsmetoder indenfor lovgivning - vi har ikke identificeret sådanne, ligesom årsregnskaberne i hele analyseperioden aflagt under forudsætning af going concern, hvorfor der ikke har været korrektioner hertil. Afslutningsvist har vi sammenholdt regnskabspraksis i begge selskaber med Carlsbergs, uden at dette har givet anledning til bemærkninger eller korrektioner.

Selskabernes ledelse har alle enstemmigt underskrevet og erklæret sig enig i regnskabet retvisende billede, hvilket er bekræftet af selskabernes revisorer KPMG og PwC, som i alle de analyserede år har erklæret sig enig i ledelsens regnskabsaflæggelse uden, at dette har givet anledning til forbehold, eller supplerende oplysninger.

KPMG og PwC (nogle af verdens såkaldte "Big-4" revisionsselskaber) og ledelsen vurderes alle, at være kompetente til at udtale sig om deres respektive beretninger.

10.2 Reformulering

Et af de primære formål med en regnskabsanalyse er en analyse af driftsrentabiliteten, hvor formålet er at analysere koncernens finansielle værdidrivere - hvorfra virksomheden genererer dets overskud samt likviditet. Det er imidlertid ikke kun driften alene, som kan generere overskud men også finansieringsaktiviteten - forskellen mellem de to, er blot at den primære indtjening skal komme fra

driften, hvis virksomheden vil overleve på sigt (i nogle virksomheder kan finansieringen også være lig med driften, som i f.eks. pengeinstitutter). Vi skal derfor i reformuleringen adskille driften fra finansieringsaktiviteten, til brug for vores analyse af driftsrentabiliteten.

Det er ikke altid helt klart, hvad der er virksomhedens drifts- og finansieringsaktivitet - se det i ovenfor anførte eksempel omkring pengeinstitutter. I forhold til vores analyserede virksomheder i bryggeribranchen, forudsætter vi til brug for vores reformulering og analyse, at der for alle selskaberne er tale om bryggerivirksomhed som primær drift. Vores forudsætninger er for alle selskaberne baseret på aflagte årsregnskaber i analyseperioden.

Reformuleringen inddeles i to dele, resultatopgørelsen og balancen. Alle reformuleringer beskrives nedenfor i hver deres særskilte afsnit.

Vi vedlægger kun Carlsbergs reformulerede opgørelser i tekstafsnittet til afhandlingen, mens SABMiller og Heineken vedlægges i bilag 2 og 3. Det skal dog bemærkes, at det i overvejende grad er samme reformuleringer, som vi har foretaget for alle selskaberne.

Endvidere henleder vi læser af afhandlingen på, at vores reformulering ikke kan afdække samtlige nødvendige reformuleringer, da vi ikke har adgang til underliggende bogføringsspecifikationer og lignende, hvorfor det ikke er muligt at identificere hvad *samtlig*e poster reelt indeholder. Vi vurderer dog, at risikoen for fejl er meget lav og ydermere vil have en ubetydelig indvirkning på analysen.

Vi har undladt, at vedlægge officielle årsregnskaber for analyseperiodens virksomheder, da vi i stedet henviser til virksomhedernes hjemmesider, hvor årsregnskaberne kan rekvireres.

10.2.1 Reformuleret resultatopgørelse

Det normale årsregnskab er inddelt i nettoomsætning, bruttoresultat, resultat af primær drift, resultat før skat og koncernresultat. Denne inddeling er som udgangspunkt tilstrækkelig, men til brug for analyse heraf, er vi nødsaget til at adskille denne i primær drift, sekundær drift og nettofinansielle omkostninger. Vi beskriver nedenfor de reklassifikationer, som vi har foretaget for at kunne inddele den reformulerede opgørelse jf. ovenfor. Læser bedes bemærke, at vi kun beskriver væsentlige reformuleringer.

Det er desuden vigtigt at læser bemærker, at vi medtager posteringerne i totalindkomsten fra det officielle årsregnskab, de såkaldte "Dirty Surplus"-posteringer. Disse "Dirty Surplus"-posteringer medregnes i vores resultat, da vi mener de er en del af Carlsbergs og de øvrige analyserede virksomheders resultat - vi måler således virksomhedens performance på totalindkomsten.

Nedenfor illustreres vores reformulerede resultatopgørelse for Carlsberg. Der henvises ydermere til bilag 4 hvor hele reformuleringen er samlet.

	2011	2010	2009
Omsætning	86.555	81.295	75.676
Øl- og læskedrikafgifter m.m.	-22.994	-21.241	-16.294
Nettoomsætning	63.561	60.054	59.382
Produktionsomkostninger	-29.117	-26.254	-27.616
Bruttoresultat	34.444	33.800	31.766
Salgs- og distributionsomkostninger	-17.690	-16.321	-15.141
Administrationsomkostninger	-3.583	-3.618	-3.523
Nettoværdi af andre driftsindtægter	249	227	-45
Andel af resultat efter skat i ass. virksomhed	180	148	112
Særlige poster renset for af- og nedskrivninger	847	474	-613
EBITDA	14.447	14.710	12.556
Afskrivninger	-4.899	-4.710	-3.861
EBIT	9.548	10.000	8.695
Valutakursregulering af udenlandske enheder	-1.839	5.947	-3.135
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-12	-768	23
Værdiregulering af værdipapirer	0	1	1
Pensionsforpligtelser	-1.093	-167	-382
Andel af anden totalindkomst i ass. virksomheder	3	0	31
Effekten af hyperinflation	175	0	0
Andet	-26	11	-6
Selskabsskat	314	47	39
Ikke resultatførte værdireguleringer, drift	-2.478	5.071	-3.429
Skat af resultat af primær drift	-2.330	-2.402	-2.345
NOPAT	4.740	12.669	2.921
Nettoværdi af finansielle poster	-2.018	-2.155	-2.990
Skat af nettoværdi af finansielle poster	492	517	807
Netto finansielle omkostninger efter skat	-1.526	-1.638	-2.183
Totalindkomst før minoritetsinteresser	3.214	11.031	738
Minoritetsinteresserr	-543	-609	-565
Totalindkomst	2.671	10.422	173

Figur 21 - Egen tilvirkning.

Afskrivningerne fra deres respektive poster jf. nedenstående specifikation, er samlet i en post efter EBITDA og før EBIT. Dette er foretaget for at kunne analysere selskabernes cashflow.

	2011	2010	2009
Afskrivninger, produktion	2.671	2.728	2.581
Afskrivninger, salg- og produktion	793	837	848
Afskrivninger, administration	320	422	350
Afskrivninger, særlige poster	1.115	723	82
I alt korrigeres	4.899	4.710	3.861

Figur 22 - Egen tilvirkning.

Andre driftsindtægter og omkostninger er adderet under posten "Nettoværdi af andre driftsindtægter" og indregnet under EBITDA, da vi på baggrund af regnskabets specifikationer vurderer, at der er tale om driftsindtægter, eller i hvert fald beslægtet til driften frem for finansieringen. I posterne indgår der primært salg af ejendomme og maskiner, som alle anvendes i driften, men der indregnes også lejeindtægter af bygninger m.v., som må vurderes, at være en sekundær driftsaktivitet, hvorfor posten ikke indregnes direkte under bruttoresultatet.

	2011	2010	2009
Andre driftsindtægter	671	815	554
Andre driftsomkostninger	-422	-588	-599
Nettoværdi	249	227	-45

Figur 23 - Egen tilvirkning.

Særlige poster medregnes under EBITDA, da det af årsrapporten for Carlsberg fremgår, at der heri indgår poster som fratrædelsesgodtgørelser, restruktureringsomkostninger, værdireguleringer ved trinvis overtagelse af virksomheder og lignende. Førnævnte poster vurderes, at være beslægtet til den normale drift. Eftersom posterne ikke hidrører direkte til den daglige drift, men kun er beslægtet, indregnes disse ikke under Bruttoresultat, men derimod under EBITDA.

	2011	2010	2009
Produktionsomkostninger	-858	-627	-353
Salgs- og distributionsomkostninger	-5	-52	-157
Administrationsomkostninger	-372	-171	-179
Andre driftsindtægter	1.404	807	94
Andre driftsomkostninger	-177	-206	-100
Andel af resultat efter skat i ass. virksomheder	-260	0	0
Særlige poster, netto	-268	-249	-695
- Afskrivninger på særlige poster	1.115	723	82
Særlige poster rensat for af- og nedskrivninger	847	474	-613

Figur 24 - Egen tilvirkning.

Resultat af andele i associerede selskaber indregnes under EBITDA, da det jf. noterne i årsregnskabet fremgår, at det primært er i ølbranchen Carlsberg har sine kapitalandele og ikke andre brancher, hvilket ellers kunne klassificeres som finansielle poster, da der dermed kunne være tale om kapitalanbringelser.

Renter af tilgodehavender har vi ikke kunne identificere i regnskabets noter for finansielle poster, hvorfor vi ikke har kunnet reklassificere disse til driften, hvor de ellers bør indregnes, da der er tale om drift og ikke finansiering. Vi vurderer dog ikke, at der er risici for væsentlige fejl, som følge af den manglende reklassifikation.

Selskabsskatten er i det officielle årsregnskab samlet under en post og adskiller således ikke skatten, i drift og finansiering. Vi har derfor foretaget en opdeling heraf og fordelt skatten på de forskellige poster jf. nedenstående figur.

	2011	2010	2009
Effektiv skatteprocent	24,4%	24,0%	27,0%
Nettoværdi af finansielle poster	-2.018	-2.155	-2.990
Skat af nettoværdi af finansielle poster	-492	-517	-807
Selskabsskat	1.838	1.885	1.538
Skat af resultat fra primær drift	2.330	2.402	2.345

Figur 25 - Egen tilvirkning.

Vi har for hvert enkelt år, foretaget en omfordeling af skatten på baggrund af selskabets effektive skatteprocent. Vi har valgt den effektive skatteprocent frem for Danmarks officielle selskabsskattesats på 25 %, da Carlsberg har fravalgt den internationale sambeskatning, og derfor betaler skat i andre lande end Danmark, samt at ikke alle indtægter og omkostninger er henholdsvis skattepligtige og fradragsberettiget¹⁵⁸.

Valutakursreguleringer af udenlandske enheder medregnes under "Ikke resultatførte værdireguleringer, drift", da posten udenlandske enheder er en del af driften og en valutakursregulering heraf, således kun består i en værdiregulering og ikke en finansiering. Posten er ikke en primær driftsaktivitet, men en sekundær afledt effekt.

Pensionsforpligtelser medregnes under "Ikke resultatførte værdireguleringer, drift", da vi vurderer at pensionsforpligtelser på selskabets medarbejdere kun kan hidrøre fra driften og således ikke kan være en del af finansieringen, da vi forudsætter, at alle selskabets ansatte deltager i driftsaktiviteten.

¹⁵⁸ Side 133-134 i regnskabsanalyse for beslutningstagere.

Selskabsskat under totalindkomsten - vi medregner denne post under "Ikke resultatførte værdireguleringer, drift", da vi af regnskabsnoterne kan se, at disse hidrører fra posterne, sikringsinstrumenter, pensionsforpligtelser og andet, som udgør henholdsvis 103 mio. kr., 208 mio. kr. og 3 mio. kr. Alle disse poster vurderes, at indgå i almindelig drift om end det dog må vurderes, at være sekundær drift og således ikke skal indgå under bruttoresultat¹⁵⁹.

10.2.2 Reformuleret balance

Carlsbergs reformulerede balance adskiller sig fra den normale balance ved, at passiver og aktiver slås sammen som nettoposter. Balancen opdeles desuden ikke henholdsvis anlægs- og omsætningsaktiver samt lang- og kortfristede gældsforpligtelser, men derimod opdeles balancen i bl.a. Netto-kernedriftsaktiver, som samler Carlsbergs Nettokerneaktivitet under et - dvs. både aktiver og passiver. Posten Netto Finansielle Forpligtelser, samler koncernens finansielle forhold, så vi kan analysere disse. Endvidere indgår posten Ikke-kernedriftsaktiver i balancen, som samler alle de aktiver, der ikke hører under kerneaktiver eller finansielle aktiver.

Vi vil i nedenstående afsnit gennemgå de poster, som vi finder mest kontroversielle i forhold til fordelingen mellem de forskellige aktiver og forpligtelsesformer jf. ovenstående afsnit. Inddelingen sker i henhold til de tre klassifikationsformer.

10.2.2.1 Kernedriftsaktiver

De teoretiske modeller fastsætter normalt, at associerede virksomheder er Ikke-kernedriftsaktiver, men da associerede virksomheder primært omfatter bryggerier, klassificerer vi posten som værende et Kernedriftsaktiv, da Carlsbergs egen Kernedriftsaktivitet ligeledes er bryggerivirksomhed¹⁶⁰.

Under finansielle anlægsaktiver i årsregnskabet indgår posten "Øvrige tilgodehavender", som ikke umiddelbart kan klassificeres i forhold til de tre former for klassifikation. Vi forudsætter derfor i mangel af bedre information, at andre tilgodehavender under finansielle anlægsaktiver vedrører Kerne-nettodriftsaktiver, men er opmærksomme på risikoen for fejlklassifikation. Samme problemstilling og løsning gør sig gældende i forhold til Carlsbergs rapporterede omsætningsaktiver.

Der fremgår ikke nogen nærmere specifikation eller note til periodeafgrænsningsposterne i Carlsbergs årsrapport, hvorfor vi forudsætter, at disse primært vedrører Kerne-nettodriftsaktiver, da periodeafgrænsningsposter blot er forskydning indtægter og omkostninger (størstedelen af resultatopgørelsen er primær drift), at denne forudsætning er mest retvisende.

¹⁵⁹ Årsrapporterne 2009-2011 note 9.

¹⁶⁰ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 137.

Posten "Tilgodehavende skat" kan i princippet hidrøre til alle tre klassifikationsformer, men da vi ikke kan analysere den tilgodehavende skat, herunder tilbage i tiden (i nogle lande, kan der gå flere år før disse tilgodehavender tilbagebetales eller udnyttes), har vi valgt at forudsætte at denne alene vedrører Kerne-nettodriftsaktiviteten. Det samme forhold gør sig gældende for passivposten i regnskabet "Skyldig selskabsskat", som i princippet er underlagt samme usikkerheder.

Udskudte aktiver og passiver er fordelt på baggrund af forudsætningen om, at disse ofte er knyttet til driften. Desuden har vi gennemgået noten i årsregnskaberne og finder, at disse i overvejende grad vedrører den primære drift, med de forudsætninger der nu må foreligge¹⁶¹.

Likvide beholdninger kan både vedrøre driften og finansieringen, hvorfor der normalt ses, at der foretages en opdeling på 0,5 - 1,0 % til driften, mens resten vurderes, at hidrøre til finansieringen¹⁶². Vi undlader, at gøre brug af denne normale forudsætning og vurderer imidlertid, at hele den likvide beholdning skal klassificeres, som Kerne-nettodriftsaktivitet. Dette skyldes at koncernens kortfristede forpligtelser i overvejende grad overstiger omsætningsaktiverne, hvorfor hele kapitalen alt andet lige må gå til at vedligeholde og sikre den primære drift, da koncernen ellers er nødsaget til at optage lån for at betale kortfristede gældsforpligtelser, hvilket vi finder urealistisk.

Pensionsforpligtelserne klassificeres som Kerne-nettodriftsaktiver, da pensionsforpligtelser er at regne som en lønomkostning, der relaterer sig til kernekompetencen. Forskellen på en almindelig lønomkostning og en pensionsforpligtelse er udelukkende, at pensionsforpligtelsen først falder til betaling, når medarbejderen stopper (indbetales normalt til medarbejderens egen pensionsopsparing) eller går på pension¹⁶³. Aktiverne der knyttet til denne post vurderes beløbsmæssige uvæsentlige og beskrives ikke yderligere.

Hensatte forpligtelser (såvel kort som lang) omfatter jf. Carlsbergs årsregnskabs noter primært restruktureringer, tabsgivende kontrakter på råvarer og medarbejderforpligtelser samt løbende tvister og retssager. Alle disse poster vurderes at være knyttet til den primære drift og klassificeres, derfor som Kerne-nettodriftsaktiver.

Operationel leasing skal i henhold til IFRS ikke indregnes i balancen, men derimod oplyses under noten for eventualforpligtelser. Det bør overvejes, hvorvidt disse forpligtelser bør indregnes, som Kerne-nettodriftsaktiver, da de må vurderes, at vedrøre selskabets primære drift.

¹⁶¹ ROV side 188.

¹⁶² ROV side 183-184.

¹⁶³ ROV side 186-187.

Vi vurderer til brug for vores analyse, at der er så stor usikkerhed omkring de operationelle leasingaktivers værdi, at disse kun vil kunne indregnes til samme værdi som forpligtelserne, hvilket betyder, at disse to poster alt andet lige vil udligne hinanden. Desuden vurderes posterne ikke, at være af afgørende betydning for vores opgave, da forpligtelserne udgør mindre end 2 mia. kr. og da disse skal modregnes i aktiverne vil nettoeffekten være minimal.

Vi finder det endvidere ikke relevant, at foretage nogen reformuleringer, som følge af aktieoptioner, da de er uvæsentlige for regnskabet.

10.2.2.2 Ikke-kernedriftsaktiver

Aktiver og passiver bestemt for salg indregnes, som Ikke-kernedriftsaktiver, da det et af Carlsbergs årsregnskab fremgår, at posten primært indeholder grunde og anlæg bestemt for salg. Dette kan ikke klassificeres, som en Kernedriftsaktivitet, da indtægterne herfra må klassificeres som sekundær indtægt, og da posterne bestemt for salg kan være langsigtede og dermed give associationer af finansiell karakter, vurderer vi, at aktiver og passiver bestemt for salg skal klassificeres som Ikke-kernedriftsaktivitet.

10.2.2.3 Finansielle forpligtelser

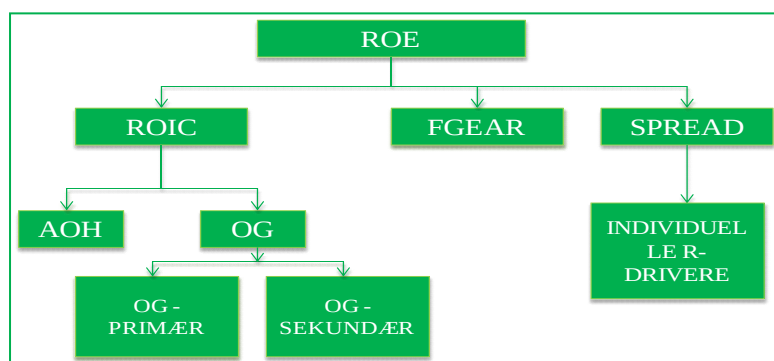
Klassifikationen af værdipapirer afhænger af virksomhedens formål med værdipapirerne. Hvis Carlsberg har investeret i disse for at anbringe overskydende likviditet er der tale om en kapitalanbringelse, som skal klassificeres under Netto Finansielle Forpligtelser. Er der derimod tale om en kortsigtet investering, hvor selskabet blot forventer, at afkastet er bedre end ved anbringelse på likvidkontoen, så er der tale om en Kernedriftsaktivitet¹⁶⁴. I mangel af bedre information fra Carlsberg, forudsætter vi at posten skal klassificeres som Netto Finansielle Forpligtelser, baseret på at der formentlig er tale om en længere investering i ikke driftsrelaterede virksomheder.

Regnskabsposten "Anden gæld" (både kort og langfristet) indeholder jf. Carlsbergs årsregnskab, skyldige renter, som vi klassificerer under Nettofinansielle Forpligtelser, da vi mener at sådanne renter, alt andet lige må hidrøre til finansieringen. Øvrige poster under anden gæld, antages at være kernedriftsrelaterede poster, da disse typisk består af moms, skyldige personaleomkostninger m.v., som alle normalt vil blive henført til Kernedriften.

¹⁶⁴ ROV side 184.

10.3 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysens formål, er at kortlægge Carlsbergs økonomiske performance i forhold til dets indtjening fra driften. En sådan analyse, bør foretages med udgangspunkt i Dupont-pyramiden (se figur 26). Modellen skal klarlægge den historiske performance og give os et bedre grundlag for budgetteringen.



Figur 26 – Dupont-pyramiden.

De enkelte nøgletal vil blive beskrevet i de kommende afsnit til rentabilitetsanalysen, hvor teorien bag nøgletallet forklares, hvorefter Carlsbergs nøgletal analyseres og sammenholdes med konkurrenternes.

Regnskabsanalyserne for SABMiller og Heineken er vedlagt som henholdsvis bilag 5 og bilag 6.

10.3.1 ROE

ROE¹⁶⁵ der på dansk betegnes som egenkapitalens forrentning, viser om den analyserede virksomhed (i dette tilfælde Carlsberg) kan tjene på den kapital der er indskudt i selskabet af ejerne. Nøgletallet er derfor vigtigt for investor, da dette forklarer gevinsten, der måtte være ved den investerede kapital efter at der er betalt renter af fremmedfinansiering og skat m.v.

ROE beregnes som¹⁶⁶:

$$\frac{\text{Totalindkomsten}}{\text{Gennemsnit af egenkapitalen}}$$

Denne beregning kan endvidere opdeles i flere underliggende finansielle drivere jf. Dupont-pyramiden på forrige side. ROIC (på dansk omtales denne som afkastningsgraden) beskriver virksomhedens evne til at tjene på dets drift, hvor denne kan inddeles i selskabets evne til at afsætte produkter (AOH) og evnen til at tjene på denne afsætning (OG).

¹⁶⁵ ROV side 254-255.

¹⁶⁶ I 2009 tallene benyttes der for alle nøgletallene ikke sammenligningstal, da vi tidligere har klassificeret 2008 tallene som ikke anvendelige for analysen. Vi er klar over "fejlen" i beregningerne, men vurderer, at "fejlen" er mindre meningsforstyrrende end ved anvendelse af 2008 tal, som er påvirket af opkøb.

Hvis Carlsberg var 100 % finansieret via driften, så ville ROIC være lige ROE, men da Carlsberg også er finansieret via fremmedkapital, skal selskabets evne til at tjene penge på dets lånefinansiering også analyseres. Dette gøres på baggrund af de to nøgletal Fgear og Spread, hvor Spread viser om virksomheden tjener penge på dets fremmedfinansiering (hvis denne er positiv tjenes der penge, og omvendt hvis denne er negativ), mens Fgear viser den finansielle gearing af fremmedkapitalen (hvis Fgear er 1 og Spread er 3, så stiger ROE med 3).

Illustreret ved et simpelt eksempel betyder det, at hvis Carlsberg låner 1.000 mio. kr. til en rente på 5 %, skal Carlsberg have et afkast større end 5 %, hvis de skal tjene penge på dets fremmedfinansiering.

Niveau 1:	2011	2010	2009
ROE	4,6%	17,1%	1,2%
ROIC	4,4%	12,3%	2,9%
FGEAR * SPREAD	0,1%	4,8%	-1,7%
FGEAR	0,52	0,60	0,67
SPREAD	0,3%	8,0%	-2,5%
r	-4,1%	-4,2%	-5,4%

167

Figur 27 - Kilde: Egen tilvirkning.

Ovenstående viser nøgletallene på niveau 1, som ligger til grund for beregningen af ROE. Det ses, at ROE stiger kraftigt fra 2009 til 2010 for derefter at falde næsten tilsvarende igen i 2011.

I 2009 ligger ROIC over ROE, hvilket betyder, at Carlsberg ikke tjener på dets egenkapital. 2010 er i høj grad præget af ROIC, som ligger væsentligt over de andre år, mens Fgear ligger forholdsvis stabilt i hele perioden.

Sammenlignet med konkurrenterne, har Carlsberg haft samme tendenser for nøgletallet ROE jf. nedenstående figur.



Figur 28 – ROE (kilde: Egen tilvirkning).

¹⁶⁷ Nøgletallene indeholder afrundinger, hvorfor der kan være mindre differencer.

Det ses, at Carlsberg konsekvent er bagefter deres nærmeste konkurrent Heineken, mens SABMiller i 2009 var hårdest ramt af krisens første år, men var bedre til at komme ud af krisen.

Hvad der er den nærmere forklaring på de store udsving, kan ikke analyseres alene ud fra grafen, hvorfor vi løbende vil henviser til denne graf i forbindelse med analysen af de underliggende faktorer til ROE som gennemgås i de kommende afsnit.

10.3.2 ROIC

ROIC (afkastningsgraden)¹⁶⁸ der bestemmer om Carlsberg tjener på dets driftsaktiviteter, består af nøgletallene OG og AOH, hvor OG definerer hvor meget virksomheden tjener på dets solgte produkter/serviceydelser, mens AOH viser evnen til at omsætte virksomhedens produkter. En virksomhed, som Carlsberg bør forventeligt have en god OG, mens AOH er lavere, som følge af dets store anlægsinvesteringer - dog bør et underkomponent til AOH, som eks. varelagerets omsætningshastighed være relativ høj, da Carlsberg næppe tjener penge ved, at have øl liggende på lager.

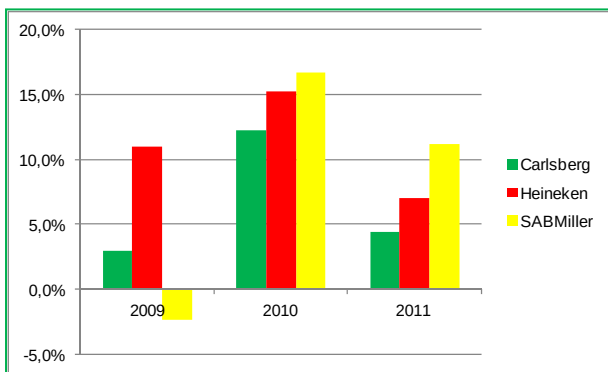
Carlsbergs afkastningsgrad har i årene 2009-2011 udviklet sig meget forskelligt, som beskrevet i foregående afsnit om ROE. Det ses af nedenstående analyse af nøgletallene på niveau 2 af driften, at den store stigning i 2010 i høj grad skyldes Carlsbergs OG, som stiger meget fra 2009 til 2010 og sammenlignet med 2009 til 2011 er den stadig stigende. Dette forekommer mens AOH igennem hele perioden ligger meget stabilt - faktisk så stabilt at der ingen udvikling er. Det må derfor konkluderes, at Carlsberg er blevet bedre til at tjene på dets aktiver gennem enten stigende salgspriser eller faldende omkostninger, da det ikke kan skyldes en stor stigning i salget (at AOH er stabil er ikke ensbetydende med, at der ikke kan være ændringer i eksempelvis varelagerets omsætningshastighed, som kan være stigende, mens anlægsaktivernes omsætningshastighed er faldende).

Niveau 2:	2011	2010	2009
ROIC	4,4%	12,3%	2,9%
OG	5,5%	15,6%	3,9%
AOH	0,80	0,79	0,76

Figur 29 - Kilde: Egen tilvirkning.

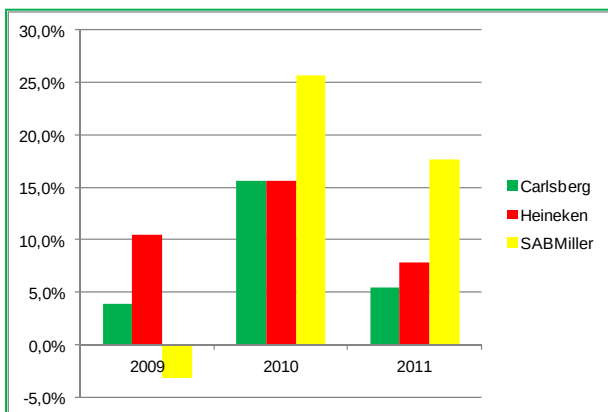
Hvis vi sammenligner med peer gruppens afkastningsgrad ser vi, samme tendens for ROIC, som ROE, hvor graferne tilnærmelsesvis ligner hinanden.

¹⁶⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 164-169.



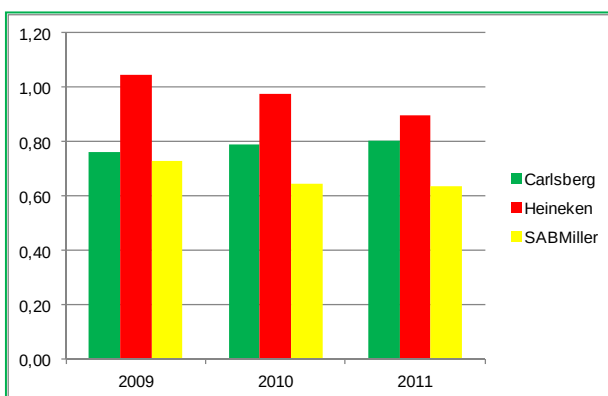
Figur 30 – ROIC (kilde: Egen tilvirkning).

Det ses at SABMiller i både 2010 og 2011 har været ikke bare bedre, men væsentlig bedre til at tjene på penge på driften, hvilket skyldes at SABMiller har en meget bedre OG jf. nedenstående graf. Det ses endda, at det er selvsamme OG der har skabt den negative forrentning af ROE i 2009 for SABMiller. Derimod følger Carlsberg og Heineken hinanden meget godt i årene 2010 og 2011.



Figur 31 – OG (kilde: Egen tilvirkning).

AOH viser jf. nedenstående figur 32 på næste side, et helt andet billede af konkurrenternes performance, hvor Heineken godt nok er bedst, men både de og SABMiller oplever fald, mens Carlsberg i hele den analyserede periode stiger en smule.



Figur 31 – AOH (kilde: Egen tilvirkning).

Det er således på OG, at Carlsberg taber på ROIC ift. dets konkurrenter, da de konstant ligger over SABMiller, som ellers har det bedste ROIC.

En anden måde, hvor afkastningsgraden kan analyseres er ved at sammenholde denne med WACC'en (se beregninger i særskilt afsnit). Hvis en virksomhed, skal være interessant for investor, skal afkastningsgraden være større end WACC'en, da WACC'en definerer hvad der minimum skal tjenes for at det er en rentabel virksomhed¹⁶⁹.



Figur 33 - Kilde: Egen tilvirkning.

Det ses af ovenstående figur, at Carlsberg i perioden 2009-2011, har ligget tilnærmelsesvis tæt på WACC med undtagelse af 2010, hvor denne var væsentligt over. Modellen viser, at Carlsberg ikke har kunnet forrente ejernes afkastkrav i 2009 og 2011.

10.3.2.1 Dekomponering af ROIC

I forbindelse med analysen af ROIC har vi overordnet analyseret nøgletallene OG og AOH, men for at finde yderligere forklaringer på stigninger eller fald i nøgletallene, bør disse dekomponeres yderligere.

10.3.2.1.1 Dekomponering af OG

Vi foretager en dekomponering af OG på den primære drift og andet salg, så vi kan analysere, hvorfra Carlsberg primært har deres indtjening. Hvis det var muligt, ville vi gerne analysere på OG pr. land og produkt, men disse informationer er desværre ikke tilgængelige, hvorfor vi ikke kan foretage en mere dybdegående analyse (dette gælder generelt for hele regnskabsanalysen).

¹⁶⁹ Baseres på figur 6.7 side 194 i regnskabsanalyse for beslutningstagere.

Af figur 34 ses det at Carlsberg i høj grad har opnået indtjeningen i 2010 via OGandet, som er meget høj i sammenligning med 2009 og 2011. Derimod ses det, at OGsalg overraskende ligger meget stabilt i hele perioden, hvorfor det må konkluderes, at Carlsberg har en solid og fast indtjening herfra.

Niveau 3:	2011	2010	2009
OG-drivere:			
OGsalg	8,3%	9,3%	8,4%
OGandet	-2,9%	6,2%	-4,5%
OGsamlet	5,5%	15,6%	3,9%

Figur 32 - Kilde: Egen tilvirkning.

Ved en detaljeret gennemgang af ikke resultatførte værdireguleringer, knyttet til driften ses det at de store udsving skyldes valutakurser.

På baggrund af PESTEL-analysen vedrørende Rusland må det endvidere antages, at det er rublen der er skyld i de store udsving (kursen har varieret meget, kombineret med at ca. 40 % af salget kan henføres til dette land, hvorfor kursudviklingen er særdeles vigtig).

De øvrige virksomheder i analysen, har samme tendens med, at valutakursudsving spiller en afgørende rolle for årets overskud. Specielt SABMiller har i 2009 været påvirket af devalueringer på valutakurser overfor USD, hvilket har resulteret i den samlede negative OG.

OGsalg	2009	2010	2011
Carlsberg	8,4%	9,3%	8,3%
Heineken	9,5%	12,2%	11,0%
SABMiller	14,2%	13,8%	15,1%

Figur 33 - Kilde: Egen tilvirkning.

OGandet	2009	2010	2011
Carlsberg	-4,5%	6,2%	-2,9%
Heineken	1,0%	3,4%	-3,1%
SABMiller	-17,4%	11,9%	2,5%

Figur 34 - Kilde: Egen tilvirkning.

Vi ser desuden at peer-gruppen, ligesom Carlsberg, har et stabilt OGsalg igennem alle årene, selv på trods af finanskrisen.

10.3.2.1.2 Dekomponering af AOH

Det ses af nedenstående oversigt, at Carlsberg som ventet har lave omsætningshastigheder på immaterielle anlægsaktiver, som omsættes mindre end én gang årligt. Varebeholdninger omsættes som ventet meget hurtigt - hele 20 gange årligt i perioden.

Niveau 3:	2011	2010	2009
AOH-drivere:			
Immaterielle aktiver	1,02	1,04	1,08
Materielle aktiver	0,37	0,40	0,42
Varebeholdninger	0,05	0,05	0,05
Tilgodehavender fra kunder	0,08	0,07	0,08

Figur 35 - Kilde: Egen tilvirkning.

Sammenlignet med peer-gruppen, ser vi fortsat samme tendens fra AOH total, at Carlsberg har bedre omsætningshastighed på dets aktiver. Dette ses specielt på varelageret, hvor varelageret kun omsættes 14 gange årligt for både Heineken og SABMiller, hvor Carlsberg jf. tidligere beskrivelser har en omsætning på hele 20 gange årligt. Debitorer ligger derimod meget stabilt for både SABMiller og Carlsberg, mens Heineken ikke er nær så gode til at få betaling fra dets debitorer - dette kan skyldes længere kredittider.

AOH-drivere - Debitorer			
	2009	2010	2011
Carlsberg	0,08	0,07	0,08
Heineken	0,16	0,14	0,13
SABMiller	0,08	0,09	0,09

Figur 36 - Kilde: Egen tilvirkning.

AOH-drivere - Varelager			
	2009	2010	2011
Carlsberg	0,05	0,05	0,05
Heineken	0,07	0,07	0,07
SABMiller	0,07	0,07	0,07

Figur 37 - Kilde: Egen tilvirkning.

10.3.3 Fgear og Spread

De sidste komponenter i forbindelse med analysen af ROE, er nøgletallene Fgear og Spread.

FGEAR			
	2009	2010	2011
Carlsberg	0,67	0,60	0,52
Heineken	1,49	1,09	0,88
SABMiller	0,59	0,52	0,41
SPREAD			
	2009	2010	2011
Carlsberg	-2,5%	8,0%	0,3%
Heineken	7,9%	10,7%	3,5%
SABMiller	-7,5%	12,4%	7,0%

Figur 38 - Kilde: Egen tilvirkning.

Det ses, at både Carlsberg og SABMiller i 2009 tabte på fremmedfinansieringen, men i 2010 og 2011 fik vendt denne trend. Specielt SABMiller og Heineken har vendt trenden så meget, at de tjener godt på fremmedfinansieringen sammenlignet med Carlsberg.

10.3.4 Trendanalyse af omkostningerne i Carlsberg

Til brug for vores budgettering af de primære omkostninger i Carlsbergs regnskab, har vi brug for at analysere på den historiske udvikling i omkostningerne sammenholdt med omsætningen.

Vi har derfor udarbejdet nedenstående trendanalyse til brug for denne analyse.

	2011	2010	2009
Omsætning	114,38	107,43	100
Øl- og læskedrikafgifter m.m.	141,12	130,36	100
Produktionsomkostninger	105,44	95,07	100
Salgs- og distributionsomkostninger	116,84	107,79	100
Administrationsomkostninger	101,7	102,7	100

Figur 39 - Kilde: Egen tilvirkning.

Det ses, at specielt afgifterne springer i øjnene, da disse er steget eksplosivt, hvilket helt sikkert skyldes de russiske øl-afgifter som nævnt i PESTEL-analysen, samt andre lande som måtte have hævet disse afgifter.

Produktionsomkostningerne er derimod mere stabile og falder i 2010, mens trenden ligger væsentlig under i 2011, hvilket alt andet lige kan tilskrives effektiviseringer i produktionen.

Samme forhold gør sig gældende for administrationsomkostninger, som ikke tilnærmelsesvis stiger i nærheden af omsætningen, men derimod ligger stabilt på 1-2 % om året.

Salgs- og distributionsomkostninger stiger derimod mere end omsætningen, hvilket må kunne tilskrives de øgede kampagner i Østeuropa og Asien.

10.4 Delkonklusion på rentabilitetsanalyse

Vi har i ovenstående afsnit konstateret, at Carlsberg har en positiv ROE i alle de analyserede år, hvoraf 2010 dog er størst, som følge af store kursgevinster på valutakurser, som påvirkede OGandet meget positivt. Sidstnævnte forhold var også kendetegnet for branchen som helhed.

Vi har endvidere konstateret, at hele branchen tjener på fremmedfinansieringen, hvoraf Carlsberg dog har den dårligste evne til at tjene herpå i analyseperioden, hvilket specielt kan tilskrives den relativ dårlige Spread i perioden med undtagelse af 2010.

I hele analyseperioden og for alle selskaberne i peer-gruppen, gælder det at de alle har en god OGsalg, hvilket indikerer at selskaberne er gode til at tjene på driften, men let påvirkes af udefrakommende forhold som valutakurser. Dette kombineret med det stabile AOH medfører en god ROIC.

11 Budgettering

Til brug for værdiansættelsesberegningen i næste afsnit, skal vi have udarbejdet et budget, som viser Carlsbergs forventede udvikling til fremtiden. Vi anvender i videst muligt omfang det reformulerede regnskab, som vi udarbejdede under regnskabsanalysen. På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen estimerer vi vores budgetforudsætninger.

I teorien burde vi udarbejde vores budget for Carlsberg i det uendelige. Et sådan budget er dog i praksis ikke muligt, hvorfor vi baserer os på en kortere tidshorisont på fem år (budgetperioden løber fra 2012-2016) som følges op af en terminalperiode. Vi mener dermed også, at vores værdiansættelse bliver mere retvisende, da jo længere den kendte budgetperiode er, des mere præcis er budgettet (forudsætter selvfølgelig viden). Dette skyldes, at der alt andet lige er større usikkerhed om terminalperioden, da det er voldsomt og spå, at der ingen særlig udvikling er i de enkelte regnskabsposter efter 2016. Derfor har en længere tidshorisont, altid mere kvalitet frem for en kortere horisont.

Vi har valgt en femårig periode, da vi på baggrund af vores strategiske analyse mener, at markederne vil være i stor udvikling for derefter at stabilisere sig i vækst. Der er ingen eksakt dokumentation for at Carlsberg når steady state i 2017, men vi er af den opfattelse, at vi ikke har grundlag for kunne udtale os mere kvalificeret efter 2017, hvorfor dette år ses som et logisk valg for valg af terminalværdiperiode.

Vi beskriver i de kommende underafsnit til budgetteringen, hvilken vækst vi forventer på de forskellige regnskabsposter, mens terminalperioden gennemgås i det sidste underafsnit.

11.1 Nettoomsætning

Nettoomsætningen hidrører jf. vores tidligere analyser fra tre markeder, herunder Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien, hvorfor vi inddeler vores analyse heri. Vi estimerer ikke på landeniveau, da denne analyse vil blive alt for usikker, ligesom vores strategiske analyse ej heller understøtter denne. Vores første og overordnede omsætningsfordeling tager udgangspunkt i 2011 fordelingen.

11.1.1 Nord- og Vesteuropa

Nord- og Vesteuropa er ligesom Østeuropa ramt af stigninger på afgifter indenfor øl og alkohol, hvilket må forventes, at være dårligt for salget af øl. Omvendt er forbrugernes efterspørgsel forholdsvis stabil, modsat andre regioner, hvorfor tendensen ikke vurderes, at være lige så negativ som Carlsberg kunne frygte, da forbrugerne ikke er mere loyale overfor øl, sammenholdt med substituerende produkter, som også oplever stigninger i afgifter. Stigningerne på miljøafgifterne forventes ikke have nogen udslagsgivende effekt, da disse opvejes af effektiviseringer i produktionen jf. tidligere afsnit.

Mens afgifterne ikke forventes at have den store effekt på salget, forventes derimod den generelle udvikling i ølsalget, at blive påvirket af forbrugertendensen blandt unge, som i højere grad fravælger øl. Der må derfor på sigt forventes at være en hvis aftagen i ølsalget.

Carlsberg forventes ikke at blive påvirket nævneværdig af dets konkurrenter, da hele det Nord- og Vesteuropæiske ølmarked er kendetegnet ved, at være meget stabilt og sikkert for producenterne, da kunderne er meget loyale overfor deres ølmærker og sjældent prøver nye produkter.

Carlsbergs ledelse forventer selv et mindre fald i omsætningen, hvilket vi kan tilslutte os og hvor vi forventer, et falde i de kommende år på 1-4 %, hvorefter ølmarkedet forventes at have en stagnerende udvikling. Vi forventer ikke, at der vil være så store forskelle i ølsalgsvolumen sammenholdt med omsætningen (produkt og prismikset forventes således at være stabilt i perioden). En nærmere analyse af tallene og vores forventninger kan findes i bilag 7.

11.1.2 Østeuropa

Carlsberg har i de seneste år opleveret udsving i omsætningen på det russiske marked, som følge af lovmæssige (afgifter og sekundært reklamer) reguleringer, som har fået russerne over i andre alkoholiske drikke. Vi har i vores PESTEL-analyse konstateret, at markedet vil blive ramt af yderligere afgifts- og reklameresstriktioner, hvilket taler for en kortsigtet nedgang i omsætningen (et til tre år), da vi ikke mener markedet og Carlsberg er stærkt nok til at modstå sådanne reguleringer. Vi er således ikke enige i Carlsbergs ledelses vurdering af, hvornår markedet vender jf. tidligere afsnit, hvor ledelsen allerede i 2012 spåede om stigninger. På længere sigt, er vi derimod enige med ledelsen.

Inden disse afgifts- og reklamereguleringer blev iværksat, var markedet dog støt stigende og specielt premium-øl havde store fremgange i middelklassen, hvilket taler for en stigning på lang sigt, da middelklassen jf. tidligere analyser er støt stigende i Østeuropa.

Reallønnen forventes i tilknytning til middelklassen, at være stigende, hvilket også taler for at middelklassen kan hæve dets forbrug, alternativt betale mere for øl (Carlsberg kan således overveje, at regulere produkt- og prismiks). Vi forventer, at den i PESTEL-analysen beskrevne tendens med, at den russiske middelklasse vender tilbage til vodka forsvinder i takt med de økonomiske stigninger, sådan at ølsalget stiger.

Vi forudsætter, at Carlsbergs omsætning ikke påvirkes af valutakursudsving, da vi forventer, at valutakursen vil være stabil i forhold til den danske krone de kommende år. Vi bemærker dog, at der historisk har været store udsving i valutakursforholdet og dette nemt, vil kunne påvirke vores estimat for omsætningen, men i mangel af konkret indsigt i landenes valutakurspolitik undlader vi at budgettere dette forhold.

Vi forventer at konkurrenterne vil have en væsentlig mindre påvirkning på Carlsbergs omsætning, end hvis vi sammenholder med det asiatiske marked, da mange af konkurrenterne formentlig, vil foretrække et langt mere stabilt og sikkert marked som Asien (hvis vi holder fokus rettet mod vækstmarkeder). Ruslands politiske påvirkning forventes derfor, at gøre markedet mindre attraktivt for nye virksomheder på ølmarkedet, hvilket må forventes, at være positivt for Carlsberg.

På baggrund af ovenstående forventer vi derfor, et fald i omsætningen i 2012 på 2,5 %, mens 2013 vil opleve endnu et fald på 1 %, hvorefter 2014 forventes, at være "vendeåret" for Carlsberg på det Østeuropæiske marked, hvor vi forventer en mindre omsætningsvækst på 1 %. Fra og med 2015 forventes at være 3 % indtil terminalværdiåret, hvor væksten forventes, at være 4 % - vi ligger dermed tæt på ledelsens vurdering for denne periode.

Ovenstående skyldes, at salget i volumen forventes, at være væsentligt faldende de første år, hvorefter denne fra 2014 forventes, at være stigende igen. Vi forventer, at Carlsberg især i de første af budgetperiodens år, skal hente dets omsætning fra optimeret produkt og salgsmiks. Detaljerede beregninger af ovenstående er vedlagt i bilag 8.

11.1.3 Asien

Generelt har Carlsberg oplevet markant vækst i nettoomsætningen de senere år på det asiatiske marked, hvilket umiddelbart må forventes at fortsætte jf. omtale i afsnittet om markedstendenser, hvor Carlsberg, Heineken, SABMiller og Canadean entydigt er enige i forhold til en markant vækst netop på det asiatiske marked.

Som beskrevet i PESTEL-analysen er der en række forhold som taler for både stigning og fald i nettoomsætningen på det asiatiske marked.

Forhold som Asien som generelt vækstmarked og forhøjede levestandarder taler for en stigning i nettoomsætningen. Sidstnævnte vil dog have en negativ indvirkning på Carlsbergs billigere brands, hvilket dog vurderes at opvejes af en positiv indvirkning på Carlsberg mere raffinerede brands i form af premiumøl. Dette som følge af de asiatiske forbrugers forhøjede efterspørgsel efter mere kvalitet i produkterne.

De forhøjede levestandarder medfører også, som tidligere nævnt, et skift i de alkoholiske produkter asiaterne konsumerer, idet øllet typisk vil blive substitueret med eksempelvis konsumering af vin, idet det signalerer succes og status i højere grad end øl. Som beskrevet i Porters Five Forces vil forbrugerne ligeledes omkostningsfrit kunne skifte fra øl til eksempelvis vin, idet det eneste der ligger til hindring er smagspræferencerne hos den enkelte forbruger.

Et følge af de forhøjede levestandarder vil være et øget fokus på sundhed, som det ses i Europa, jf. omtale i Porters Five Forces samt PESTEL-analysen. Dette vil ligeledes have en negativ indvirkning på nettoomsætningen for Carlsberg, da øl på ingen måde er sundt.

Ikke nok med at Carlsberg vil opleve skiftende forbrugsmønstre vil man også opleve en større konkurrence, idet Asien som vækstmarked vil være interessant for de større spillere i form af Heineken, SABMiller m.v.

På baggrund af den strategiske analyse samt ovenstående opsummering fremgår af bilag 9 budgetteringen af Carlsbergs omsætning på det asiatiske marked. Af denne budgettering ses følgende tendenser på i den asiatiske region:

- Kontinuerlig stigning dog med aftagende fald som følge af det generelle store vækstmarked der på sigt vil blive mættet.
- Stigning i nettoomsætning pr. liter som følge af større salg af specialøl til en højere pris, som følge af skift i de sociokulturelle forhold og forbedrede levestandarder.
- Faldende dækningsgrad som følge af stigning i produktionsomkostninger. Der henvises til særskilt afsnit om budgettering af produktionsomkostninger for det asiatiske marked.

11.1.4 Øvrig ikke fordelt omsætning

Omsætningen som Carlsberg har fra markeder, der ikke er omfattet af de tre store markeder, er så begrænset, at vi vurderer posten kan bære en estimering i fremtidig vækst på 2 %, uden at det kræver uddybende analyser eller forklaringer, da risikoen for fejl i den samlede værdiansættelse næsten er lig nul pga. den øvrige omsætnings begrænsede omfang.

11.2 Produktionsomkostninger

Produktionsomkostningerne vurderes, at være så beslægtede til omsætningen, at vi kan bruge samme fordelingsnøgle herfra, og på baggrund af vores analyse af de tre primære markeder, udarbejde et realistisk estimat over produktionsomkostningernes udvikling.

Produktionsomkostningerne forventes at varierer fra region til region, som følge af de enkelte regioners adgang til råvarer til produktionen samt generelle lønniveau m.v. Der er ingen offentlig information tilgængelig som klarlægger de enkelte regioners dækningsbidrag, hvorfor der af bilagene 7-9 er beregnet et estimeret dækningsbidrag pr. region.

11.2.1 Nord- og Vesteuropa

Produktionsomkostningerne på det nordeuropæiske marked, må alt andet lige forventes, at være ret stabile og en smule faldende (følger salgsvolumen). Dette skyldes, at lønomkostningerne er meget stabile og faktisk en smule faldende - på sigt forventes der dog, at være mindre stigninger (fra 2014).

Vi forudsætter ligeledes stabile kornpriser, samt fald i omkostningerne til emballage, da der konstant er teknologiske fremskridt. Desuden ses det, at Carlsberg konstant forbedrer dets spildevandsprocenter.

Kombinationen er ovenstående indikerer, at produktionsomkostninger marginalt lavere følger omsætningsudviklingen, så dækningsgraden konstant bliver forbedret.

11.2.2 Østeuropa

Vi forventer i lighed med omsætningen, at der vil være et større fald i salgsvolumen, hvilket alt andet lige vil påvirke produktionsomkostningerne positivt og Carlsberg kan således forbedre dets dækningsgrad.

Vi forventer, at produktionsomkostningerne i 2012 vil falde, men også være større end salgsvolumen. Dette forhold skyldes, at personaleomkostningerne alt andet lige må forventes, at være ret stabile og først stige fra 2013, som følge af den økonomiske krise der har ramt landet, mens udviklingen i de samlede produktionsomkostninger, kan tilskrives stigende råvarepriser, som følge af landets dårlige høst.

I 2013 forventer vi at fødevarerpriserne igen vil være faldende, da der ikke er indikationer på et langvarigt problem med høsten. Derimod forventes lønningerne allerede, at være støt stigende fra og med 2013 jf. PESTEL-analysen. Carlsberg bør dog alt andet lige også høste gevinsten af de produktionseffektiviseringer, som de har foretaget over de seneste år (bl.a. nye anlæg til at

begrænse spildevandet). Vi forventer derfor, at produktionsomkostningerne, vil have en tilnærmelsesvis analog udvikling i henhold til salgsvolumen fra og med terminalværdiåret.

11.2.3 Asien

Som beskrevet i afsnittet om budgetteringen af nettoomsætningen for Asien oplever den enkelte kineser forbedrede levevilkår år for år. Husstandsindkomsten stiger med ca. 9 % og forbruget med ca. 11 % pr. år, der er således tale om markante forbedringer for den enkelte kineser, jf. PESTEL-analysen. Således mener den franske bank Natixis i en af rapport at lønningsudgifterne stiger så hurtigt i det folkerige land, at de vil nå de europæiske om bare fem år.

Ikke nok med at indkomsten stiger, så er der fra den kinesiske regering ligeledes et større fokus på forbedring af sundhedspolitikken og uddannelsessystemet.

Herudover spiller de demografiske forhold ind idet Kina står til at opleve markante fald i befolkningen, hvilket ligeledes medfører at fald i arbejdsstyrken. Den resterende arbejdsstyrke vil stå stærkere overfor arbejdsgiver i en lønforhandlingssituation, idet "udbuddet" af arbejdskraft ikke vil være så stort som tidligere.

Kina oplever ydermere en mangel på rent drikkevand, hvilket kan betyde en stigning i priserne på denne vitale ressource til brug for brygningen af øl på det asiatiske marked.

Ovenstående forhold taler for stigende produktionsomkostninger samt faldende dækningsbidrag på det asiatiske marked. Denne trend er afspejlet i bilag 9 hvor produktionsomkostningerne for Asien er budgetteret.

11.2.4 Øvrige ikke fordelte produktionsomkostninger

De produktionsomkostninger, som vedrører den ikke fordelte omsætning i Carlsberg estimeres til 1 %, jf. argumenter fra tidligere afsnit omkring omsætningen fra ikke fordelte markeder.

11.3 Salgs- og distributionsomkostninger

Salgs- og distributionsomkostninger kan ikke på samme måde fordeles i henhold til omsætningen som produktionsomkostningerne, da der for distributionsomkostningerne kan være store regionale forskelle, som vi ikke kan udskille på baggrund af vores analyse.

Vi forventer, at salgsomkostningerne vil være stigende i Asien og Østeuropa pga. den store konkurrence, som kræver øgede markedsføringskampagner. Dette er kombineret med at forbrugeradfærden, ikke er lige så loyal som i Nord- og Vesteuropa, hvorfor Carlsberg er nødsaget til at være mere progressiv på disse markeder.

Vi forventer på baggrund af vores analyse af Nord- og Vesteuropa, en tilnærmelsesvis stagnerende udvikling i salgsomkostningerne, da markedet er meget stabilt. Vi forventer, at Carlsberg vil være i stand til at differentiere de enkelte lande, således at der i nogle lande øges omkostninger, mens der i andre lande ses faldende tendenser.

I forbindelse med vores analyse af distributionsomkostningerne har vi set, at Carlsberg bygger større og større bryggerier, hvilket taler for at der også bliver færre bryggerier. Dette betyder, alt andet lige stigende distributionsomkostninger, da der kilometermæssigt bliver længere til kunderne, og da vi fra vores analyse af bl.a. Rusland ved, at energireserverne er kraftigt faldende (olie ligeledes omfattet) pga. stor efterspørgsel, må dette føre til stigende priser og omkostninger.

Vi forventer derfor, at Carlsbergs salgs- og distributionsomkostninger vil være stigende med 9 % i perioden 2012 til 2014 og derefter vil have en stabil vækst på 3 % om året i forhold til udviklingen i omsætningen. De 9 % understøttes desuden af vores trendanalyse fra regnskabsanalysen, som viser en historisk stigning på 7 %, hvilket stemmer overens med, at vi forventer en øget markedsføring og øgede omkostninger til distribution - derfor bør posten stige fra 7 til 9 % de kommende år. I perioden efter 2014 burde omkostningerne stabilisere sig for markedsføringen, da kunderne alt andet lige må have lært Carlsberg brand at kende, hvorfor en stigning på 3 % i den efterfølgende periode findes realistisk, da distributionsomkostningerne fortsat må forventes at stige.

11.4 Administrationsomkostninger

På baggrund af vores trendanalyse i forrige afsnit, kan vi se en tendens til, at administrationsomkostningerne årligt stiger med ca. 1 %. Vi forudsætter endvidere, at administrationsomkostningerne ikke stiger i samme takt med omsætningen, da vi jf. tidligere analyser har konstateret en tendens, hvor Carlsberg succesfuldt har implementeret effektiviseringer i hele virksomheden.

Vi vurderer, at der vil være flere teknologiske fremskridt i de lande, hvori Carlsberg opererer, som understøtter vores forudsætning jf. ovenfor om effektiviseringer, hvor vi modsatrettet på næsten alle Carlsbergs markeder, ser et stigende lønpres i den administrative del, herunder særligt i Asien og Østeuropa, hvor Carlsberg forventes, at have mere og mere aktivitet fremadrettet (og dermed øgede administrative omkostninger).

11.5 Af- og nedskrivninger

Vi er i forbindelse med vores strategiske analyse, ikke blevet bekendt med særlige eller store investeringer udover den almindelige investering - dette gælder også for frasalg.

Af- og nedskrivninger forventes, at følge omsætningen, hvorfor vi nedenfor har beregnet afskrivningernes historiske andel af nettoomsætningen, da der må forventes, at være et fast forhold mellem nettoomsætning og afskrivninger.

Vi vurderer og forventer på baggrund af det historiske niveau, at afskrivningerne i alle budgetårene vil følge niveauet for 2011, som også ligner de foregående år.

11.6 Skat af årets resultat

Vi anvender i forbindelse med budgetteringen den effektive skattesats fra 2011 på 24,4 % i hele budgetperioden, da vi under vores analyse af skattepolitiske forhold¹⁷⁰, ikke er blevet bekendt med sikre ændringer heraf, og finder derfor, at 2011-tallene er de mest valide og opdaterede.

Vi anvender den effektive skattesats, da Carlsberg ikke har international sambeskatning og derfor beskattes i de enkelte lande, hvori de opererer, og dermed er underlagt forskellige selskabsskatte. Skatteprocenten er derfor i hele budgetperioden 24,4 %.

Vi henviser i øvrigt til skatteafsnittet i WACC, hvor der også er foretaget estimater over skattesatsen og eventuelle fradragsbegrænsninger.

11.7 NDA og NFF

I forbindelse med budgetteringen af NDA og NFF beregnes disse ud fra AOH, hvor formelen nedenfor er gældende¹⁷¹. Selve beregningerne er vedlagt i bilag 10.

$$NDA(t) = \frac{Salg(t - 1)}{AOH(t)}$$

Vi forudsætter som udgangspunkt, at de enkelte bestanddele i NDA og NFF følger AOH fra 2011, da vi under vores analyse af AOH har konstateret, at disse er forholdsvis stabile i årene 2009-2011, og dermed også må forventes at være det fremadrettet. Der er dog enkelte undtagelser til ovenstående forudsætning om AOH, hvorfor vi for disse poster har foretaget specifikke AOH beregninger på baggrund af vores viden fra den øvrige del af afhandlingen. Disse kommentarer følger nedenfor.

- Immaterielle anlægsaktiver forudsættes, at have en lavere (ca. 5-7 %) omsætningshastighed i årene 2012 og 2013, da vi formoder, at den økonomiske krise presser priserne på opkøbte virksomheder og dermed får regnskabsposten goodwill til at falde.

¹⁷⁰ Der har i flere af landene været tale om nedsættelser af selskabsskatteprocenten, men da ingen er vedtagne, vil vi ikke budgettere med sådanne, men blot gøre læser opmærksom på den øgede usikkerhed der er forbundet hermed.

¹⁷¹ Generel forudsætning fra kap. 10 i ROV.

Vi baserer faldet på et simpelt skøn og faldet kunne sagtens være højere, men da de fleste opkøb sker i lande med vækst tror vi faldet bliver begrænset. Vi mener desuden, at denne udvikling kun er kortsigtet og allerede fra 2014 vil være tilbage på 2011-niveau.

- I forbindelse med vores analyse af Porters Five Forces har vi desuden konstateret, at Carlsberg i flere lande foretager investeringer i materielle anlægsaktiver dvs. produktionsanlæg, hvorfor vi har budgetteret med en mindre stigning i årene 2012 til 2014 (ca. 1 %), hvorefter vi mener, at investeringerne har stabiliseret sig igen - vi henviser til bilaget for en specifik gennemgang af den forventede udviklingen.
- Varelagrene forventes, at have lavere omsætningshastighed i 2012, som følge af øl-afgifterne i Rusland, hvor vi forventer, at Carlsberg må opbygge lagre for at holde produktionen ved lige. Vi formoder, at der kun er tale om en kort overgangsperiode, hvorfor vi kun har budgetteret med denne ændring i 2012.

12 Værdiansættelse

Værdiansættelsesafsnittet samler op på det foregående afsnit om budgettering. Vi indleder værdiansættelsesafsnittet med, at vælge værdiansættelsesmodel og herefter underliggende model. Herefter beregner vi en værdiansættelse ud fra en forsimplet afkastmodel, der opfølges af uddybende beskrivelser vedrørende den valgte værdiansættelsesmodel, hvor vi slutteligt konkluderer en værdi på aktiekursen.

Ydermere sammenholder vi ligeledes vores værdiansættelse via P/E-analyser med udgangspunkt i branchemultipler beregnet ud fra Carlsbergs nærmeste konkurrenter

12.1 Valg af værdiansættelsesmodel

I forbindelse med værdiansættelsen af en virksomhed findes der en række forskellige metoder og modeller til at løse sådan en problemstilling. Vi oplister nedenfor en beskrivelse af de mest kendte værdiansættelsesmodeller og tilføjer en kort gennemgang af modellernes fordele og ulemper¹⁷².

12.1.1 Aktivmetoden

Aktivmetoden er baseret på en likvidationsværdi (ligeledes kaldet substansværdi) af aktiverne. Substansværdimetoden er forskelligt defineret i fagbladene, men vi forudsætter, at der er tale om aktiver ved at en virksomhed ikke er going concern (dette kaldes også markedsværdi). En markedsværdi er den værdi der opnås ved salg af et aktiv på et velfungerende marked.

¹⁷² Beskrivelsen af de tre modeller er baseret på afsnit 2. i artiklen "Værdiansættelse af virksomheder".

Dette betyder, at der kan være forskelle mellem bogførte værdier og markedsværdier, da anlægsaktiver (eksempelvis driftsanlæg) som oftest er indregnet til kostpris med fradrag af afskrivninger, mens aktivet i realiteten i et velfungerende marked eksempelvis kun kan realiseres til en væsentlig lavere værdi, da der kan være specielle forhold for det pågældende aktiv der er tilpasset den enkelte virksomhed. Det forhold, at modellen anvender reelle markedsværdier er en af modellens absolutte fordele, da det giver brugeren af modellen et mere retvisende billede af virksomheden, frem for hvis denne tager udgangspunkt i bogførte værdier¹⁷³.

Et andet kendetegn for modellen er at der kun medregnes balanceførte værdier, hvormed forhold som renommé og knowhow udelades. At sådanne førømtalte aktiver ikke medregnes og værdiansættes kan betyde, at virksomheder ofte værdiansættes lavere end den reelle markedsværdi. Et andet vigtigt forhold er, at modellen ikke er så fremtidsorienteret.

Som følge af modellens manglende indregning af ikke balanceførte aktiver, vurderer vi det ikke hensigtsmæssigt at anvende modellen.

12.1.2 Multipler

En multipel beregner virksomhedens værdi ved, at sammenligne handler med eksempelvis konkurrerende virksomheder. Dette er en meget simpel analyse, som dog indeholder udfordringer i form af at finde sammenlignelige virksomheder med samme driftsstruktur, fremtid, produktsortiment m.v. Der skal derfor foretages en dybdegående analyse af de sammenlignende virksomheder, hvis denne model står alene ved værdiansættelsen. Blandt multipelmodellerne findes der flere forskellige modeller til brug for værdiansættelse af virksomheder, hvilke vi dog undlader at beskrive i dette afsnit jf. nedenstående konklusion.

Vi finder ikke, at en multipel kan stå alene og anvendes som model for værdiansættelsen af en så kompleks virksomhed som Carlsberg, da modellen simpelthen bliver for usikker og simpel. Vi mener dog, at modellen kan bruges, som underliggende støttegrundlag for vores beregning ved DCF-modellen (Indkomstmodellen). En multipel kan give en indikation af om, den beregnede værdi er over- eller underestimeret.

12.1.3 Indkomstmetoden

Indkomstmetoden der i daglig tale oftest omtales som DCF-modellen, selvom betegnelsen i virkeligheden dækker over flere underliggende modeller (dette skyldes, at DCF-modellen er den mest udbredte model), beregner værdiansættelsen af en virksomhed ud fra nutidsværdien af

¹⁷³ I de tilfælde, hvor nettorealisationsværdien er lavere ses det dog ofte i regnskabspraksis at der nedskrives hertil, hvorfor ulempen primært ses ved potentielle opskrivninger.

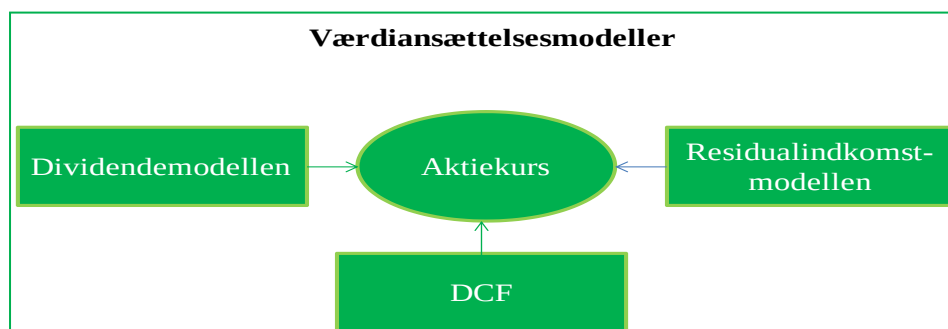
fremtidig indtjening. Indkomstmetoderne dækker over flere muligheder for beregning af en værdiansættelse, f.eks. kan der både anvendes cashflow, dividender eller overnormalt afkast.

Modellen er kendetegnet ved, at være mere omfattende og kompliceret end de to foregående beskrevne modeller. Dette skyldes, at indkomstmetoden forudsætter et mere indgående kendskab til den analyserede virksomhed, da der skal udarbejdes budgetter og spås om fremtiden. Dette "indgående" kendskab til virksomheden er også en af modellens fordele ligesom, der værdiansættes på baggrund af fremtidig indtjening, hvorfor brugeren af modellen dermed bør opnå et bedre grundlag og mere retvisende billede.

Vi vælger derfor indkomstmetoden, som den primære værdiansættelsesmodel og uddyber i senere afsnit de enkelte bestanddele af modellen.

12.2 Valg af Indkomstmetodemodel¹⁷⁴

Som nævnt i tidligere afsnit findes der indenfor indkomstmetoden, flere forskellige underliggende modeller udover DCF-metoden. Modellerne er forskellige rent metodemæssigt, men bør teoretisk alle nå frem til samme konklusion omkring aktiekursens fundamentale værdi pr. 2. marts 2012. Vi har i nedenstående boks vist navnene på de andre modeller, men undlader en længere beskrivelse af dem, da vi på forhånd ønsker, at vurdere værdiansættelsen på baggrund af DCF-modellen, da denne er den mest anerkendte model.



Figur 40 - Kilde: Egen tilvirkning.

12.2.1 DCF-modellen og argument for valg af denne værdiansættelsesmetode¹⁷⁵

DCF-modellen bygger dets teoretiske fundament på fremtidigt cashflow fra driftens primære aktiviteter modregnet i blandt andet långivers finansieringskrav og ejernes afkastkrav (nærmere beskrivelse uddybes senere i afhandlingen). Dette betyder, at en analytiker skal have en meget stor indsigt i virksomhedens primære driftsaktiviteter, før disse kan analyseres og der kan udarbejdes et

¹⁷⁴ "ROV", generel inspiration fra kap 2.

¹⁷⁵ Side 42-43+46-49 i ROV.

estimat over hvor meget cashflow disse aktiviteter generer. Denne viden kan for de fleste eksterne analytikere være svær at fremfinde, men siden internettets udbredelse er mængden af informationer blevet lettere tilgængelige, hvorfor anvendelse af modellen i dag kan komme til sin ret.

En væsentlig fordel ved metoden er, at bestyrelsens dividendepolitik er uden betydning i forhold til værdiansættelse af virksomheden, da metoden ikke tager højde for dividender. Modellen har desuden sine fordele sammenlignet med residualindkomstmodellen, herunder at DCF-modellen i højere grad har fokus rettet mod fremtidig gevinst, sammenlignet med residualindkomstmodellen, som har hovedvægt rettet mod historiske informationer.

Vi mener, at man som analytiker opnår et bedre og mere retvisende billede, af en virksomheds værdi, ved at forholde os kritisk til fremtidige pengestrømme frem for en statisk balance (residualindkomstmodellen benytter også fremtidig indkomst som målegrundlag, men denne vægtes dog lavere, hvor DCF-modellen er modsat). Desuden er DCF-modellen mere rettet mod driftsaktiviteten, hvorfra det må forventes, at en virksomhed skal overleve på sigt og derfor i højere grad danner grundlag for værdiansættelsen.

12.2.2 DCF-modellen og dens bestanddele¹⁷⁶

Nedenfor har vi kort opridset hovedbestanddelene og overvejelser der er forbundet med en værdiansættelse baseret på DCF-modellen. Vi gennemgår efterfølgende i opgaven forholdene helt særskilt og specificeret, men for at skabe overblik over indholdet af modellen og for at gøre det lettere for læser, at forstå vores opbygning af resten af afhandlingen, har vi kort udarbejdet nedenstående opsummering af DCF-modellen.

Som tidligere beskrevet tager DCF-modellen udgangspunkt i fremtidigt cashflow - spørgsmålet der efterfølgende opstår, lyder derfor på "*Hvor lang tid skal der budgetteres?*" Det teoretiske svar må være, at der skal budgetteres i det uendelige, men da sådan en beregning ikke er mulig - ligesom der ikke forudsættes, at være nogen særlige forhold der medfører, at virksomheden ikke kan overleve på sigt - må dette betyde, at der skal beregnes et "steady state" efter en realistisk budgetperiode. Med en realistisk budgetperiode menes det, at der skal opstilles et budget i så lang tid som der forventes "unormal" indtjening, hvorefter et "steady state" kan beregnes (normalt er der tale om budgetperiode på 2-12 år).

Et "steady state" opnår selskabet som udgangspunkt, når investeringerne er lig afkastet, indtil dette tidspunkt har selskabet en over- eller undernormal indtjening, som skal budgetteres særskilt.

¹⁷⁶ Beskrivelsen af DCF-modellen er baseret på afsnit 2.2.2 i artiklen "Værdiansættelse af virksomheder".

Budgetteringen af "steady state" som i afhandlingen kaldes terminalværdien, er af yderst vigtigt karakter, da posten i de fleste beregninger udgør minimum 50 % af virksomhedens samlede værdi.

Når budgetperioden er klarlagt, skal der efterfølgende foretages en budgettering - oftest på baggrund af historiske nøgletal, samt forventninger til fremtiden baseret på en strategisk analyse (se tidligere afsnit). Det er vigtigt, at denne budgettering bliver så realistisk som mulig, da beregningerne ellers ikke vil afspejle den reelle værdi af virksomheden. Endvidere skal driften og andet cashflow budgetteres hver for sig, da det er virksomhedens primære drift der skal budgetteres med på sigt, mens eksempelvis en grund eller ejendom som skal sælges af den værdiansatte virksomhed kun kan have en engangseffekt og derfor skal medregnes i budgetperioden, hvis det er realistisk, at aktivet kan genere et positivt cashflow.

Budgetperioden er et estimat over fremtidig indtjening, hvilket skal omregnes til nutidsværdi for at brugeren af værdiansættelsen skal kunne forstå den beregnede værdi af virksomheden der analyseres - hertil anvendes WACC, der baseres på vægtningen mellem ejer- og kreditorsandelen.

Ovenstående skal understøttes af følsomhedsberegninger ved anvendelse af forskellige forudsætninger, så brugeren af værdiansættelsesmodellen kan få indsigt i usikkerhederne der er forbundet hermed.

12.3 Forsimplet afkastmodel¹⁷⁷

En beregning ved den simple afkastmodel giver et "her og nu billede" af virksomhedens værdiansættelse, hvor seneste kendte realiserede EBIT, fratrækkes skat og diskonteres i forhold til afkastkravet (se afsnit om WACC).

Beregning er illustreret på næste side.

$$Enterprise Value = \frac{EBIT \times (1 - effektiv skat)}{Afkastkrav/WACC}$$

Beregningen tager således ikke højde for ændringer i fremtidigt cashflow, og er derfor ikke tilnærmelsesvis så god som DCF-modellen. Vi foretager dog beregningen alligevel, da denne giver en overordnet indikation af virksomhedens værdi og kan give en indikation på vores beregnede værdi.

EBIT udgør jf. tidligere afsnit i afhandlingen i 2011 9.548 mio. kr.

¹⁷⁷ Afsnit 2.2.1 i artiklen "Værdiansættelse af virksomheder".

Vi anvender den effektive skattesats fra 2011 (24,4 %.), som parameter i for vores skattesatsberegning, da vi mener tallet er mere realistisk end en fast selskabsskattesats på 25 %.

Afkastkravet udgør 6,80 % jf. senere afsnit, hvortil vi henviser.

Ovenstående indsat i beregningen udgør:

$$\frac{9.548 \times (1 \div 0,244)}{6,80} = 106.151 \text{ mio. kr.}$$

Dette resulterer i en gennemsnitlig aktiekurs på 696 kr. pr. stk., hvilket må siges at være væsentligt over den nuværende aktiekurs og dermed umiddelbart indikerer, at kursen på Carlsbergs aktie er undervurderet.

12.4 Værdiansættelse baseret på DCF-modellen

12.4.1 WACC

WACC der er en forkortelse for "Weighted Average Costs of Capital", er et udtryk for virksomhedens kapitalomkostninger. Modellen tager udgangspunkt i ejernes og långiveres afkastkrav til virksomheden (minoritetsaktionærer kan også med fordel medregnes), hvor disse to krav vægtes i forhold til deres størrelse på sigt.

Beregningen af WACC (teori): $= LK \times K_d + EK \times K_e$

Beregningen af WACC for Carlsberg: $35,99 \% \times 3,92 + 64,01 \% \times 8,41 = 6,80$

De enkelte underliggende formler gennemgås i respektive afsnit - se desuden nedenstående punktform, hvor inddelingen af WACC er foretaget.

1. Kapitalstruktur.
2. Estimering af kreditors afkastkrav.
 - a. Den risikofri rente
 - b. Selskabsspecifikt risikotillæg
 - c. Skattesats
3. Estimering af ejers afkastkrav.
 - a. Beta
 - b. Markedets risikostruktur

12.4.1.1 Kapitalstruktur¹⁷⁸

Kapitalstrukturen er udtryk for forholdet mellem ejernes og kreditorernes andel af virksomheden på sigt - dette betyder, at vi ikke kan anvende en fast statisk kurs som f.eks. pr. 31. december 2011, men den fordeling som forventes for budgetperioden. Det er vigtigt, at der ved en sådan beregning anvendes reelle markedsværdier, hvilket giver anledning til problemstillingen om, at denne ikke er kendt, da det er formålet med opgaven. Som følge heraf anvender vi i vores beregning af kapitalstrukturen, gennemsnittet af forholdet i regnskabsårene 2009-2011. Vi forudsætter, at børskursen pr. 31. december i de givne regnskabsår var lig med markedsværdien.

Ved beregning af kapitalstrukturen efter ovenstående forudsætninger er vi kommet frem til følgende fordeling (se specifikation i bilag 11):

- Ejernes krav (EK): 64,01 %
- Långivernes krav (LK): 35,99 %

Vi har valgt ikke, at opdatere fordelingen af kapitalstrukturen igennem opgaven, selvom disse løbende fra år til år ændres. Ligesom vi har undladt, at bruge oplysninger fra sammenlignelige virksomheder, da vi ikke har adgang til sådanne oplysninger (vi har ikke adgang til forventningerne). Vi fastholder derfor ovennævnte kapitalstruktur igennem samtlige beregninger.

12.4.1.2 Estimering af kreditors afkastkrav¹⁷⁹

Fremmedkapitalomkostninger dækker over de eksterne långiveres krav til forretning af lån til Carlsberg. Långiverne skal ligesom ejerne have dækket deres investering, som skal forrentes i henhold til den risiko, som der er forbundet med, at yde lån til selskabet.

Fremmedkapitalomkostningerne kan herefter beregnes ud fra følgende formel:

$$K_d = (R_f + R_s) - (1 - t)$$

Det gælder, at R_f er udtryk for den risikofri rente, mens R_s er udtryk for det selskabsspecifikke risikotillæg, som långiver må forlange af Carlsberg. Disse poster fratrækkes selskabsskatten, da cashflow i henhold til værdiansættelsen fastsættes efter skat.

Vi har i nedenstående formel indsat de forskellige parametre, som fremgår af underliggende afsnit til estimering af fremmedkapitalomkostninger.

$$K_d = (3,58 + 1,1) - (1 - 0,244) = 3,92$$

¹⁷⁸ Afsnit 8.2.2.2 i artiklen "FSR notat".

¹⁷⁹ Afsnit 8.2.2.3 i artiklen "FSR notat".

12.4.1.2.1 Den risikofri rente¹⁸⁰

Den risikofri rente er udtryk for den forrentning, som kreditor til alle tider bør have for at yde et lån, da lån er underlagt den almindelige inflation og dermed falder i værdi som årene går.

Der findes ingen eksakt model til beregning af den risiko fri rente, men det følger af diverse lærebøger m.v., at den 10-årige statsobligationsrente er udtryk for den risikofrie rente. Vi baserer vores statsobligationsniveau på den danske rente, da Danmark trods alt er Carlsbergs hjemland og koncernen ligeledes er børsnoteret her og (Carlsbergs store engagement i Rusland, kunne også tale for valg heraf, men vi har dog vægtet de to andre forhold højere).

Det kan diskuteres, hvorvidt Danmark har en undernormal lav risikofri rente, da den danske rente er under 2 %, hvilket imidlertid også er gældende for store lande som England og USA. Normalt ligger renten omkring 4 % i stabile år, hvorfor flere professorer i økonomi er begyndt, at tale for et såkaldt lav risikofri rentetillæg i forbindelse med fastsættelsen af den risikofri rente. Ifølge den Amerikansk/Indiske professor Aswath Damodaran bør sådan et tillæg være omkring 2 %, hvilet baseres på en kombination af de historiske fakta og mere realistiske forventninger til fremtiden¹⁸¹.

Vi har ved opslag på den danske fondsbørs konstateret, at en ca. 10-årig statsobligation har en effektiv rentesats på ca. 1,58¹⁸². Til sammenligning har et ca. 27-årigt lån en rentesats på 2,22 %¹⁸³. Der er således tale om et meget lavt renteniveau, hvorfor vi anvender risikotillægget, som tidligere beskrevet, hvilket betyder at vores risikofri rentetillæg udgør 3,58 %.

12.4.1.2.2 Selskabsspecifikt risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg afhænger af den analyserede virksomheds drift og kapitalstruktur, herunder hvor fremmedfinansieret den pågældende virksomhed er. Det gælder derfor, at en højrisiko branche, som f.eks. tøjindustrien alt andet lige vil have større driftsrisiko, da branchen er så mode- og sæsonbetonet. Virksomheder med høj fremmedfinansiering er desuden også underlagt større risikotillæg, da långiver taber mere, såfremt disse virksomheder skulle gå hen og gå konkurs.

Vi vurderer, at Carlsberg er i en meget stabil situation og har en relativ sikker drift, sammenlignet med mange andre virksomheder og brancher.

¹⁸⁰ Afsnit 8.2.2.3 i artiklen "FSR notat".

¹⁸¹ Vores kommentarer er baseret på artiklen "Risk free rates and value: Dealing with historically low risk free rates" jf. <http://aswathdamodaran.blogspot.dk/2011/09/risk-free-rates-and-value-dealing-with.html>

¹⁸² http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite/?Instrument=XCSE1:5ST.L.23_GB.

¹⁸³ http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite/?Instrument=XCSE4:5_ST.L.39_GB

Vi baserer disse forudsætninger på vores strategiske analyse og regnskabsanalyse, hvor vi har konstateret, at Carlsberg har en relativ sikker positionering på ølmarkedet, kombineret med overskud selv i ugunstige år for markedet.

Vi mener dog ikke, at øl-branchen er ekstraordinær sikker, da branchen er underlagt stor bevågenhed fra andre instanser og kan påvirkes af love og afgifter (som det ses i Rusland), såvel knappe ressourcer indenfor landbruget m.v. Vi fastholder dog, at Carlsberg må betegnes, som værende beliggende i den gode ende af skalaen. I forbindelse med vores økonomiske analyse fra foregående afsnit, ved vi desuden at Carlsbergs fremmedfinansiering er i niveauet 50-70 %, hvilket igen må betegnes, som værende en relativ sikker virksomhed at yde lån til som långiver.

Ovenstående understøttes endvidere af det anerkendte analysebureau Moody's¹⁸⁴, som i 2012 har klassificeret Carlsberg, som værende Baa2¹⁸⁵. Dette er i henhold til Bloombergs analyser, at klassificere som et risikotillæg på ca. 1,1 - vi vurderer, at vi er tættere på 1,0 end 1,2 med Carlsbergs grading.

	Risikofri rente	AAA	AA	A	BBB	BB	B
10 år		0,45	0,54	0,63	1,44	2,55	3,67
Stigende risiko							

Figur 41 - Side 14 i FSR 2002 artiklen, sekundær Bloomberg Business news.

Vi anvender derfor et tillæg baseres på ovenstående forudsætninger på 1,1 i vores selskabsrisikotillæg.

12.4.1.2.3 Skattesatsen

Selskabsskattesatsen i Danmark er 25 %, hvilket ville være oplagt, at bruge fremadrettet, men da den effektive selskabsskat i Carlsberg er 24,4 % og dermed er nært beslægtet til selskabsskatteprocenten anvender vi denne i stedet. Dette skyldes, bl.a. at Carlsberg ikke har valgt international sambeskatning og dermed er underlagt de forskellige landes skattesatser. Vi henviser til øvrige afsnit under budget og reformulering for uddybning af denne problemstilling.

Vi finder det rimeligt, at antage Carlsberg fremadrettet ikke kommer i konflikt med renteloftsbeholdninger, da selskabet ikke er i nærheden af disse regler (også kendt som reglerne om tynd kapitalisering)¹⁸⁶.

¹⁸⁴ <http://www.moody.com/Pages/atc.aspx>.

¹⁸⁵ http://www.moody.com/research/Moodys-Disclosures-on-Credit-Ratings-of-Carlsberg-Breweries-AS--PR_241216.

¹⁸⁶ Side 835-836 i lærebog om indkomstskat.

Endvidere finder vi det ikke nødvendigt, at forudsætte problemer omkring eventuel begrænsning i fremførbare skattemæssige underskud, da Carlsberg i alle årene forventes, at have skattepligtig indkomst, hvormed en sådan problemstilling ikke opstår. Vi henviser i øvrigt til de beskrevne politiske og lovmæssige risici, som der er beskrevet i PESTEL-analysen.

Ovenstående er generelt for koncernen og der kan være enkelte lande/regioner med regionale skattepligtige indkomster, hvor ovenstående kan være aktuelt. Vi forudsætter imidlertid ikke dette relevant for vores estimering af WACC og skattesats.

12.4.1.3 14.4.1.3 - Estimering af ejers afkastkrav¹⁸⁷

Vi forudsætter, at ejerne består af både almindelige aktionærer og minoritetsaktionærer (sidstnævnte udgør kun af en meget lille andel). Vi skelner således ikke mellem de to grupper, hvoraf definitionen af minoritetsaktionær er, at de ikke har bestemmende indflydelse.

Ejernes afkastkrav er udtryk for det afkast, som investorer skal have for at afstå likvider i en given periode (de kan således ikke forbruge eller investere til anden side), samt tillagt et risikotillæg afhængig af virksomhedstypen, da afkastkravet alt andet lige bør være højere i en risikofyldt virksomhed/branche.

Ejernes afkastkrav er defineret som (CAPM - Capital Asset Pricing-modellen):

$$K_e = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$$

$$K_e = 3,58 + 1,05 * 4,6 = 8,41$$

R_f er udtryk for den risikofri rente, mens β er udtryk for risikograden af den investering, som ejerne har foretaget. $E(R_m)$ er udtryk for den investering, som ejerne kan forvente i et normalt og velfungerende marked.

Indholdet af modellen gennemgås i de kommende afsnit til ejers afkastkrav.

Ovenstående CAPM model er oftest meget udsældt, da den er meget simpel og flere teoretikere har igennem tiden indarbejdet flere forudsætninger i modellen. Simplificeringen er imidlertid også en af årsagerne til modellens popularitet, da de fleste investorer forstår indholdet heraf - dette forhold er også årsagen til at vi benytter denne model, da vi bl.a. som tidligere beskrevet ønsker, at foretage en analyse, som en hvilken som helst anden analytiker.

¹⁸⁷ Afsnit 8.2.2.4 i artiklen "FSR notat".

Det ses i litteraturen vedrørende CAPM, at der nogle gange tages højde for likviditeten af investeringen. Vi finder imidlertid ikke dette forhold relevant, da Carlsberg er en af de mest omsatte aktier på den danske fondsbørs¹⁸⁸.

12.4.1.3.1 Estimering af β ¹⁸⁹

β (Beta) er udtryk for Carlsberg aktiens systematiske risiko risikoprofil som aktie og har en væsentlig påvirkning af WACC'en.

Grundlæggende kan WACC'en inddeles i følgende oversigt¹⁹⁰:

$\beta = 0$ Risikofri investering

$\beta < 1$ Investering med mindre risiko end markedsporteføljen

$\beta = 1$ Investering med samme risiko som markedsporteføljen

$\beta > 1$ Investering med større risiko end markedsporteføljen

Ovenstående betyder, at jo mere risikofyldt en investering er i aktiemarkedet, des højere bliver betaværdien og dermed WACC'en.

Der findes flere beregningsmetoder til estimering af WACC'en og vi vil i nedenstående kort redegøre for indholdet heraf.

- Beta kan baseres på den historiske kursudvikling i aktiemarkedet. Dette er en forholdsvis nem metode, hvor problemet blot er at denne er baseret på de historiske priser, hvor disse ikke nødvendigvis altid er påvirket af risikoen, men også af hvor eftertragtet aktien er. Vi finder det derfor ikke optimalt, at benytte os af denne metode, da vi ikke vil baseres os på historikken.
- En anden mulighed for beregning af Beta-værdien, er at sammenligne Carlsberg med andre virksomheder i branchen og se på deres historiske udvikling på aktiemarkedet. Dette giver naturligvis samme ulempe som før beskrevet. Endvidere tilføjes der også den usikkerhed, at de valgte virksomheder ikke er 100 % sammenlignelige. Vi ser ligeledes bort fra denne model i vores analyse¹⁹¹.
- Den sidste model "Common sense"¹⁹² er baseret på en logisk gennemgang af den analyserede risikoprofil. Modellen er meget simpel, men vigtigst af alt, så kan vi lade denne basere på vores forventninger til fremtiden, hvilket vi finder vigtigt i vores gennemgang af Beta-værdien. Vi anvender derfor denne model og forklarer vores forudsætninger på næste side.

¹⁸⁸ <http://npinvestor.dk/investor/ordbog.aspx>, samt afsnit 8.2.2.9 i FSR 2002.

¹⁸⁹ Grundlæggende overvejer om betaværdien er inspireret af Valuation side 306-310.

¹⁹⁰ Afsnit 8.2.2.6 Estimering af den systematiske risiko i FSR 2002 - gælder for hele afsnittet om Beta.

¹⁹¹ Afsnit 8.2.2.6 i FSR 2002.

¹⁹² Afsnit 8.2.2.7 i FSR 2002.

Den simple model bygger på to forudsætninger - driftsmæssig og finansiel risiko. De to risici kan i modellen inddeles i henholdsvis, lav, middel eller høj afhængig af risikoen. Vi henviser til bilag 12, hvor vi har vedlagt en konkret oversigt over skemaværdierne for de to risici.

Carlsbergs driftsmæssige risiko vurderes, at være relativt lav, da vi under vores foregående analyse har konstateret, at eksempelvis trods kriser, så kan Carlsberg opretholde indtjeningen. Endvidere har selskabet næsten konstant større overskud fra driften - det er hovedsageligt valutakursforhold, som har givet Carlsberg store udsving de seneste år. Vi vurderer endvidere, at Carlsberg har en simpel driftsstruktur, som betyder at de nemt kan agere i markedet, hvis der opstår priskrig. Carlsbergs markedsposition er dog ikke dominerende og de er i skarp konkurrence med de øvrige virksomheder på markedet jf. vores analyse heraf under Porters Five Forces. Dette betyder, at vi fastholder vores lave vurdering, men dog "skeler" lidt i mod i middelværdi på den driftsmæssige risiko – specielt under hensyntagen til det ustabile russiske marked.

Den finansielle risiko, som baseres på virksomhedens gearing, valutarisici og rentefølsomhed er modsat den driftsmæssige risiko noget højere. Dette skyldes, at Carlsberg er meget følsom overfor den russiske rubel jf. afsnit herom i PESTEL-analysen og regnskabsanalysen. Endvidere er renten også meget lav og må formodes, at stige i de kommende år. Dette taler endvidere for en større risiko. Det der taler for en mere positiv fremstilling af den finansielle gearing er Carlsbergs soliditet, som historisk ligger over 50 %. Vi fastholder dog vores vurdering af den finansielle risiko, som værende høj, men vurderer at soliditeten/gearing trækker den høje vurdering mod middel.

Hvis vi indsætter ovenstående i vores model jf. bilag 12. betyder dette, at Beta-værdien ligger i et interval mellem 0,85 til 1,15. Vi kunne med fordel tage gennemsnittet af dette interval og fastsætte Carlsberg aktiens betaværdi til 1, men vi forudsætter, at Carlsberg fremadrettet fortsat vil være meget følsomt overfor valutakursudsving og sætter derfor Beta-værdien til 1,05 af forsigtighedshensyn.

12.4.1.3.2 Markedets risikostruktur¹⁹³

Risikopræmien der er udtryk for markedets generelle risikostruktur er ikke umiddelbar definerbar, men skal estimeres. Dette kan gøres ud fra to forskellige metoder, herunder baseret på det historiske niveau, eller det fremadrettede estimerede niveau. Vi vælger estimatet, da resten af vores beregninger også er baseret herpå. Der henvises til afsnit om Beta-værdien for argumentation herfor.

¹⁹³ Valuation kap. 10, samt FSR 2002 afsnit 8.2.2.8.

Før vi kan fastlægge estimatet, er vi dog nødt til at se på den historiske udvikling (dog kun på helt overordnet niveau), hvor vi kan se, at markedets risikostruktur typisk ligger i intervallet 3-8. Vi vurderer, at Carlsbergs struktur gør det muligt for os, at placere virksomheden i dette interval.

Vi har tidligere vurderet, at ølmarkedet er relativt sikkert, hvorfor vi vurderer, at risikoen bør ligge i intervallet 4-5.

Det er dog ikke ølmarkedet alene, vi skal estimere, men også markedet som helhed, hvor vi kan se, at finanskrisen stadig har fodfæste. Dog vurderes denne ikke, at være nær så aggressiv og vi kan derfor placere risikostrukturen omkring 4,5 til 4,7. Vi har derfor valgt gennemsnittet af de to og fastsætter markedets risikostruktur til 4,6.

12.4.1.4 *Delkonklusion på WACC*

WACC'en er lidt lavere i forhold til det vi forventede (7-8 %). Dette skyldes, at specielt kreditors afkastkrav er meget lavt, som følge af den relativt lave lånerente (vi har dog korigeret herfor med tillæg på renten). Desuden er Carlsberg også, at betragte som en forholdsvis sikker investering, både for långiver og ejere, hvilket ligeledes bringer WACC'en ned.

12.4.2 Vækstfaktoren g

Vækstfaktoren g som i lighed med terminalværdien, er den periode, hvor Carlsberg forudsættes, at have en fast vækst.

I vores strategiske analyse konstaterede vi, at Carlsberg uanset konjunkturerne har en relativ fast indtjening. Carlsberg har dog den ubekendte faktor, at økonomien i Nord- og Vesteuropa er gået i stå og formentlig har tilbagegang, mens Asien blot vækster, hvilket Østeuropa også forventes at gøre efter markedet har stabiliseret sig oven på de nye afgifter på øl. Det er imidlertid ikke blot økonomien der har betydning, men også den demografiske udvikling m.v., samt velstanden heri.

Der er således flere forhold fra den strategiske analyse, som forventes at være gunstige for en høj vækst i perioden for terminalværdien, bortset fra Nord- og Vesteuropa, der er et af Carlsbergs primære markeder. Vi forudsætter derfor en vækst på over 5 % i Asien og Østeuropa, mens Nord- og Vesteuropas vækst bør være omkring 0-1 %. Vi forudsætter derfor en vækst i terminalværdien på 2,25 %.

Der foreligger ingen bagved liggende analyser eller lignende, som kan understøtte dette estimat, men er blot udtryk for afhandlingens forfatteres bedste skøn. Vi har vurderet, at et historisk skøn baseret på inflation eller vækst, ikke er brugbart, da dette ikke nødvendigvis beskriver den

fremtidige udvikling. Vi analyserer terminalværdiens påvirkning under følsomhedsanalysen senere i afhandlingen.

12.5 Beregningen

På baggrund af de tidligere beregninger af WACC'en og budgetterne, kan vi nu foretage en konkret beregning af værdiansættelsen med udgangspunkt i DCF-modellen.

Hvis vi forudsætter, at kursen pr. 2. marts 2012 er retvisende, bør vores beregninger ikke variere med mere end +/- 5 % i forhold til den officielle børsnoterede kurs. Hvis variansen er mere end 5 %, bør investor enten sælge, fastholde eller købe aktier.

Baseret på de før omtalte faktorer i DCF-modellen kan vi beregne kursen til 565 kr. Vi skelner ikke mellem A- og B-aktier i vores beregning. Dette skyldes, at de umiddelbart i regulær handel bør have samme værdi, mens der kan være forskel i forbindelse med f.eks. et strategisk opkøb. Ved et strategisk opkøb kan A-aktierne med deres større stemmевærdi godt forestilles, at have højere værdi, da den nye køber dermed kan få adgang til flere stemmer på generalforsamlingen - eksempelvis for at vælte direktionen eller bestyrelsen.

Den vægtede aktiekurs for Carlsberg-aktien var 445 pr. 2. marts 2012. Denne kurs varierer således med mere end 5 % og vores konklusion er derfor på baggrund af vores forudsætninger, at investorer pr. 2. marts 2012 bør holde aktierne og købe flere, da der er grundlag for at kursen vil stige yderligere.

De detaljerede beregninger er vedlagt og forefindes i bilag 13.

Vores beregnede aktiekurs er desuden langt fra vores første beregning ved den forsimplede afkastmodel, hvor aktiekursen blev estimeret til 872 kr., pr. gennemsnitsaktie. Forskellen i beregningen vurderes, at kunne tilskrives den forventede udvikling Carlsbergs økonomi, hvor vi forudsætter ændringer i EBIT.

I forbindelse med vores beregning har vi hentet antal nominelt aktier direkte i årsregnskabet fra 2011, samt på fondsbørsen i Danmark sikret os, at der ikke er udstedt flere aktier. Vi har fratrasket det antal aktier, som Carlsberg i årsregnskabet har oplyst værende ejet af dem selv, da disse aktier allerede indgår i beregningen af den estimerede egenkapital.

12.6 Følsomhedsanalyse

Formålet med en følsomhedsanalyse er at undersøge de bagvedliggende drivere/parametre i forhold til værdiansættelsen, herunder hvor stor indflydelse disse har på beregningerne af værdiansættelsen

- eller formuleret på en anden måde - hvor stor usikkerhed der er forbundet til vores valgte forudsætninger og hvilken indvirkning de har, såfremt de bliver ændret. Vi finder det relevant, at analysere nedenstående parametre.

- Væksten i terminalværdiperioden (g) analyseres, da denne formodes at have stor betydning for den samlede værdiansættelse. Dette skyldes, at posten danner grundlag for væksten i hele perioden for terminalværdien.
- WACC'en analyseres ligeledes, da denne tilbagediskonterer cashflowet og dermed har stor betydning for værdien heraf. Endvidere analyseres underkomponenten Beta, som definerer den systematiske risiko, der er forbundet for ejerne i forbindelse med deres investering i Carlsberg.
- Nettoomsætningen danner ligeledes grundlag for vores analyse, da vi finder det interessant, at vurdere hvor stor påvirkning små ændringer i forudsætningerne måtte have. Dette skyldes, at specielt det russiske marked er meget usikkert og derved nemt, kan blive påvirket en enkelt procentændring i omsætningen for et givent år.

Alle poster analyseres hver for sig, mens vi også analyserer WACC'en mod væksten i terminalperioden. Ovenstående analyser kan findes i underafsnit til følsomhedsanalysen.

12.6.1 Følsomhedsanalyse ved ændring af terminalværdiperioden

Terminalværdivæksten er som tidligere beskrevet meget vigtig, hvilken kombineret med at den også er meget skønsmæssig, gør den vigtig for vores analyse af følsomheden. Vi har derfor valgt, at analysere på 7 forskellige niveauer jf. nedenstående graf. Vi har i øverste boks anført terminalværdivæksten og nedenunder skrevet den beregnede WACC (vi har gennemgående valgt ikke, at vedlægge kopi af de foretagne beregninger i bilagene, da beregningerne bygger på samme model, som tidligere vist og vedlagt).

Ændring i terminalværdiperioden							
%	1,00%	1,50%	2,00%	2,25%	2,50%	3,00%	4,00%
Aktiekurs	417	468	529	565	605	700	992

Figur 42 - Egen tilvirkning.

Følsomhedsanalysen af væksten i terminalværdiperioden, viser at Carlsberg aktien er meget overfølsom, således giver et udsving på bare 0,01 % et udsving i aktiekursen på et kurspoint. Analysen viser desuden, at vores konklusion af aktiekursens over- eller undervurdering pr. 2.marts 2012 afhænger meget af terminalværdiperioden, da vi ville skifte holdning allerede ved en ændring på 0,75 %.

12.6.2 Følsomhedsanalyse ved ændring af WACC og Beta

WACC'en består ligesom af terminalværdiperioden af flere usikre faktorer og er derfor genstand for usikkerhed, som det fremgår af nedenstående analyse.

Ændring i WACC							
%	5,00%	6,00%	6,50%	6,80%	7,00%	7,50%	8,00%
Aktiekurs	1.140	752	626	565	528	449	383

Figur 43 - Egen tilvirkning.

Ovenstående analyse af WACC'en viser, at denne ligesom væksten i terminalværdiperioden har stor betydning for værdiansættelsen. WACC'en påvirkning er faktisk større end ændringer i terminalværdiperioden. En simpel ændring på bare 0,3 % ville ændre vores anbefaling af aktien - procentmæssigt er ændringen således mindre end ved ændringer i terminalværdiperioden.

Vores analyse af Beta-værdien viser derfor naturligt nok, at denne har en mindre betydning for værdiansættelsen.

Ændring i Beta							
%	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10	1,15	1,20
Aktiekurs	660	627	595	565	539	513	489

Figur 44 - Egen tilvirkning.

Vi ser af ovenstående vækst i Beta, at den ikke stiger nær så meget som WACC'en, da denne er en delkomponent heraf. Ændringerne er dog ikke langt fra udviklingen i WACC'en, hvilket skyldes Beta-værdiens forholdsvis store påvirkning af ejernes afkastkrav, som er noget større end långivernes afkastkrav. En ændring af Beta-værdien vil på baggrund af ovenstående analyse, således først påvirke konklusion på en ændring over eller under 0,1 i forhold til anbefaling af køb af aktien pr. 2. marts 2012.

12.6.3 Følsomhedsanalyse ved ændring af både WACC og terminalværdiperioden

Vi har valgt, at analysere begge faktorer sammen for at se, hvilke resultater dette vil have på vores estimerede kurser, herunder for at vurdere om terminalværdiperiodens store udsving effektmæssigt ændres mere, sammen med ændringer i WACC.

		Vækst i terminalværdiperioden						
		1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	3,00 %	4,00 %
Ændring i Wacc	5,00 %	748	871	1.035	1.140	1.265	1.609	3.332
	6,00 %	535	607	697	752	814	969	1.511
	6,50 %	457	515	585	626	673	786	1.148
	6,80 %	417	468	529	565	605	700	992
	7,00 %	393	440	496	528	564	649	906
	7,50 %	339	377	423	449	477	544	734
	8,00 %	293	325	362	383	406	459	605

Figur 45 - Egen tilvirkning.

Beregningen jf. ovenfor viser, at det fortsat er ændringen i WACC'en, der er afgørende for kursværdien af Carlsberg-aktien.

12.6.4 Følsomhedsanalyse ved ændring af nettoomsætning

Udover de faktorer der er knyttet til estimering af terminalværdiperioden og WACC'en syntes vi også det ville være interessant, at analysere på driftsudviklingen. Vi undersøger derfor nogle få procenters udvikling i nettoomsætningen på markederne Asien og Rusland, da vi vurderer at det er disse, som er mest usikre jf. vores analyse, da Nord- og Vesteuropa er forholdsvis stabil.

Vi har nedenfor oplyst Asien:

Ændring i omsætning - Asien							
%	- 3 %	- 2 %	- 1 %	0,00	+ 1 %	+ 2 %	+ 3 %
Aktiekurs	521	535	550	565	580	594	609

Figur 46 - Egen tilvirkning.

Analysen af Asien viser, at udsving på bare få procent også påvirker kursen relativt meget, hvilket er interessant, da vi i de første år budgetterer med store årlige fremgange i omsætningen. Dette betyder, at omsætningen fra Asien er vigtig og behæftet med stor usikkerhed, da kun få procents ændring vil ændre konklusionen på overfor investor om hvorvidt denne bør købe, holde eller sælge.

Derfor er det endnu mere interessant, at foretage samme analyse på det noget uoprægede Østeuropæiske marked.

Ændring i omsætning - Østeuropa							
%	- 3 %	- 2 %	- 1 %	0,00	+ 1 %	+ 2 %	+ 3 %
Aktiekurs	517	533	549	565	581	597	613

Figur 47 - Egen tilvirkning.

Det Østeuropæiske marked er som antaget, marginalt mere usikkert end det Asiatiske marked. Dette skyldes, at markedet er større og betyder mere. Det samme ville gøre sig gældende på det Nord- og Vesteuropæiske marked, som er endnu større - disse fremtidsudsigter for markedet er dog noget mere sikkert end de to andre lande, hvorfor vi ikke analyserer herpå.

12.6.5 Delkonklusion på følsomhedsanalysen

Det er ubetinget ændringer i WACC'en, som har afgørende betydning for værdiansættelsen af Carlsberg aktien, mens det sekundært er ændringer i terminalværdiperioden. Ændringer i omsætningen har naturligvis også betydning, men ikke nært så meget, som vi havde forventet. Vi vil på baggrund af ovenstående mene, at bortset fra væksten i terminalværdiperioden og WACC'en, så er der tale om en forholdsvis sikker investering, selvom der måtte komme nogle mindre udsving. Måtte der derimod komme udsving i terminalværdiperioden eller WACC'en, så er der tale om en meget usikker aktie, da meget få ændringer kan påvirke kursen væsentligt.

12.7 Markedsmetoden/multipler

I forlængelse af foregående afsnit, hvor værdien af Carlsberg koncernen er beregnet på baggrund af DCF-modellen, skal det følgende afsnit ses som et supplement til denne beregning. Afsnittet vil tage udgangspunkt i en værdiansættelse via Markedsmetoden – dvs. på baggrund af en multipel analyse.

Ved anvendelse af Markedsmetoden angives værdien af et selskab ved at sammenligne med de relative priser, der er betalt for sammenlignelige selskaber. Hele idéen med multipelanalysen er således simpel. Hvis sammenlignelige selskaber er handlet til en pris på 1,5 gange selskabets omsætning, og hvis selskabet, der skal værdiansættes, har en omsætning på 100 mio., indikerer dette en pris for det pågældende selskab på 150 mio.¹⁹⁴.

Selvom metoden umiddelbart fremstår som yderst simpel, er der en række punkter, man skal have sig for øje, såfremt metoden skal anvendes i praksis. Disse punkter er følgende:

1. Identifikation af sammenlignelige selskaber
2. Valg af multipeltype og værdiberegning

12.7.1 Identifikation af sammenlignelige selskaber

Multiplerne for sammenlignelige selskaber (peer-gruppen) kan enten fås ved at analysere den implicitte multipel, baseret på markedsværdien af børsnoterede selskaber (trading-multipler), eller på multiplen, der er betalt ved opkøb af sammenlignelige selskaber (transaktionsmultipler).

¹⁹⁴ "Værdiansættelse af virksomheder", side 2-3.

Til brug for værdiansættelsen af Carlsberg ud fra multiple analyser via trading-multipler vil selskaberne Heineken og SABMiller i første omgang blive anvendt til dette formål. Årsagen hertil skal findes i disse selskabers sammenlignelighed med Carlsberg, som er mere uddybende beskrevet i markedsanalysen og regnskabsanalyse hvortil der henvises. Efterfølgende vil bryggerikoncernerne AB InBev samt Royal Unibrew inddrages for at skabe et større sammenligningsgrundlag.

12.7.2 Transaktionsmultipler

Ved anvendelse af transaktionsmultipler tages her udgangspunkt i Carlsberg og Heinekens overtagelse af S&N i 2008, hvor den samlede salgpris udgjorde 104 mia. kr. for den skotske bryggerikoncern¹⁹⁵. Baggrunden for anvendelsen af Carlsberg og Heinekens overtagelse af S&N til brug for analysen beror på en vurdering af S&Ns aktiviteter, markedsforhold samt fremtidige vækst- og indtjeningsforbedringer, som vurderes at være sammenlignelige med Carlsbergs forretningsmæssige position, dog på en lidt mindre skala.

Ved at estimere en værdi af Carlsberg med udgangspunkt i transaktionsmultipler, vurderes det hensigtsmæssigt at vi tager udgangspunkt i det solgte selskabs omsætning, for på den måde at estimere et aktivitetsniveau i det solgte selskab, i forhold til det pågældende selskab man forsøger at værdiansætte, jf. grundidéen med Markedsmetoden som beskrevet i det indledende afsnit.

I bilag 14 er den estimerede værdi af Carlsberg beregnet med udgangspunkt i transaktionsmultipler. Beregningen er foretaget med udgangspunkt i den seneste aflagte officielle årsrapport for S&N som er fra 2006. Omsætningstal fra 2005 samt 2006 er fremskrevet til 2012 med udgangspunkt i fluktuationen fra 2005 til 2006 hvilket resulterer i en omsætning på ca. 34,9 mia. kr. Set i forhold til Carlsbergs omsætning på ca. 86,6 mia. kr. i 2012 svarer aktiviteten i S&N til ca. 40 % af Carlsbergs.

I forlængelse af ovenstående, er der foretaget fremskrivning af salgsprisen for S&N på ca. 104 mia., hvilket resulterer i en salgpris på ca. 114,8 mia. kr. i 2012-tal.

Med udgangspunkt i et aktivitetsniveau på ca. 40 % af den Carlsberg besidder og en salgpris på ca. 114,8 mia. kr. kan værdien af Carlsberg estimeres til ca. 285 mia. kr. og med ca. 152,5 mio. aktie i beholdningen udgør værdien pr. aktie herved 1.869 kr.

I forhold til den estimerede værdi ved DCF-modellen på 565 kr. og den reelle kursværdi på 445 kr. pr. 2. marts 2012, må det konstateres at den estimerede værdi af Carlsberg er fastsat væsentligt højere.

¹⁹⁵ "Skotsk bryggeri siger ja til Carlsberg", Politiken d. 25. januar 2008.

Dette vurderes at kunne forklares med Carlsbergs identificerede synergieffekter med egen produktion, som har bevirket at man har været villig til at give det ekstra for at sikre sig de primære aktiviteter i den skotske bryggerikoncern.

12.7.3 Valg af multipeltype og værdiberegning

En multipelanalyse kan enten tage udgangspunkt i branchespecifikke nøgletal eller finansielle nøgletal. De branchespecifikke nøgletal er som navnet antyder, individuelle i forhold til den branche der finder anvendelse. Eksempler herpå kunne i en tandlægepraksis være pris pr. patient eller pris pr. konsulent i et konsulenthus.

12.7.3.1 *Branchespecifikke nøgletal*

I Carlsbergs tilfælde er det vores vurdering, at et interessant branchespecifikt nøgletal kan være at se på indtjent omsætning pr. solgt liter øl.

Beregning med udgangspunkt i det branchespecifikke nøgletal er foretaget i bilag 15 hvor Heineken og SABMiller er de sammenlignelige selskaber, jf. tidligere omtale. De anvendte data i form af omsætningstal og solgte liter øl, er fra de respektive selskabers officielle årsrapporter for 2011. Denne analyse vil ikke blive suppleret med bryggerikoncernerne AB InBev og Royal Unibrew, da vi ikke mener disse giver os merværdi, sammenlignet med de to andre selskaber (se konklusionen for branchespecifikke nøgletal).

Ved anvendelsen af det branchespecifikke nøgletal fås en værdi af Carlsberg på 442.044 mio. kr. hvilket svarer til en værdi pr. aktie på 2.898 kr. Såfremt der udelukkende tages udgangspunkt i Heineken som er Carlsbergs mere direkte konkurrent fås en værdi af Carlsberg på 183.658 mio. kr. hvilket svarer til en værdi pr. aktie på 1.204 kr.

I begge tilfælde må det konstateres at værdien pr. aktie ligger væsentligt over den estimerede værdi ved DCF-modellen på 565 kr. og den reelle kursværdi pr. 2. marts 2012. Årsagen herfor skal primært findes i at nøgletallet hurtigt kan gå hen at blive ”biased”, idet de enkelte bryggerikoncerners produktsammensætning kan have store udslag i den beregnede branchemultipel. To bryggerikoncerner kan således realisere samme omsætning, men derimod have store forskelle i solgte liter øl, som følge af den givne pris for en enkelt øl, alt afhængig af om den pågældende bryggerikoncern afsætter flest øl i premium-segmentet eller i discount-segmentet. Som følge heraf anvendes værdiansættelsen med udgangspunkt i et branchespecifikt nøgletal ikke yderligere.

12.7.3.2 Finansielle nøgletal

Ved brugen af finansielle nøgletal kan der vælges mellem nøgletal baseret på Enterprise Value (EV) eller markedsværdien af egenkapitalen. En ofte anvendt multipl er Price/Earning (P/E) - dvs. markedsværdien af virksomhedens egenkapital / virksomhedens resultat efter skat. P/E er dog ikke et nøgletal, som det kan anbefales at anvende. Dette skyldes, at nøgletallet påvirkes af virksomhedens kapitalstruktur dvs. forholdet mellem markedsværdien af virksomhedens egenkapital og nettorentebærende gæld. Derfor bør nøgletallet ikke anvendes, medmindre de sammenlignelige virksomheder og den virksomheder der forsøges værdiansat har samme kapitalstruktur¹⁹⁶.

I nedenstående figur 50 er de sammenlignelige selskabers kapitalstruktur med udgangspunkt i selskabernes soliditetsgrad beregnet (vi anvender ved beregningen ikke gennemsnittet af to på hinanden følgende regnskabsår, som vi ellers har anvendt i nøgletalsanalysen).

	Carlsberg	Heineken	SABMiller	AB InBev	Royal Unibrew
	MDKK	MEUR	MUSD	MUSD	MDKK
Egenkapital	71.629	10.092	22.759	41.044	1.321
Fremmedkapital	76.085	17.035	16.349	71.383	1.569
Balancesum	147.714	27.127	39.108	112.427	2.890
Soliditetsgrad	48,49%	37,20%	58,20%	36,51%	45,71%
Gennemsnit for branchen		45,22%			

Figur 48 – Kilde:
Egen tilvirkning med udgangspunkt i officielle årsrapporter for 2011.

Som det ses ud fra ovenstående figur 50 har de analyserede selskaber tilnærmelsesvis ens kapitalstruktur, dog med Heineken og AB InBev i den lidt lavere ende. Det ses ydermere at Carlsberg og Royal Unibrew har nogenlunde identisk kapitalstruktur, hvorimod SABMiller ligger i den lidt høje ende.

P/E-analysen anvendes som regel til meget grove skøn over kurser, og skal ligeledes kun ses som et supplement til DCF-modellen og den senere beregning af kursværdien ved EV/EBITDA-metoden. I nedenstående figur 53 er kursværdien af Carlsberg-aktien estimeret ved hjælp af P/E-metoden.

Selskabsnavn	Valuta	Kurs pr. 1. august 2012	EPS 2010	EPS 2011	P/E
Heineken	EUR	44,51	2,57	2,44	17,77
SABMiller	USD	2.793,56	191,50	161,10	15,85
Branchemultipl					16,81
Carlsberg	DKK		35,10	33,80	
Estimeret værdi af Carlsberg-aktien			579		

¹⁹⁶ "Værdiansættelse af virksomheder", s. 2-3.

Figur 49 – Kilde:
Egen tilvirkning samt Bloomberg.com og officielle årsrapporter for 2011.

Af figur 51 fremgår en estimeret værdi af Carlsberg-aktien på 579 kr. hvilket må siges at ligge meget tæt på den estimerede værdi via DCF-modellen på 565 kr. og den reelle kursværdi på pr. 2. marts 2012. Såfremt Carlsberg og SABMiller sammenlignes alene, da de har mere eller mindre identisk kapitalstruktur, fås en estimeret værdi af Carlsberg-aktien på 546 kr. Således er P/E-modellen med til at underbygge de beregnede værdier.

Såfremt P/E-analysen udvides med AB InBev og Royal Unibrew fås en stigning i branchemultiplen, hvilket primært skyldes at AB InBev er verdens absolut største bryggerikoncern. Ligeledes fås en stigning i den estimerede aktiekurs for Carlsberg fra 579 kr. til 604 kr. jf. figur 54 nedenfor.

Selskabsnavn	Valuta	Kurs pr. 1.			
		august 2012	EPS 2010	EPS 2011	P/E
Heineken	EUR	44,51	2,57	2,44	17,77
SABMiller	USD	2.793,56	191,50	161,10	15,85
AB InBeV	EUR	65,64	3,67	2,53	21,17
Royal Unibrew	DKK	438,00	25,10	31,80	15,40
Branchemultipl					17,55
Carlsberg	DKK		35,10	33,80	
Estimeret værdi af Carlsberg-aktien			604		

Figur 50 - Kilde:
Egen tilvirkning samt
Bloomberg.com samt
officielle
årsrapporter for
2011.

Som afsluttende supplement til DCF-modellen anvendes en anden multipl i form af EV/EBITDA som hører til i kategorien "Enterprise Value" multipler.

En af fordelene ved EV/EBIDTA er, at den ikke påvirkes af virksomhedens kapitalstruktur, da den sammenligner værdien af virksomheden, før fremmedkapital, med indtjeningen før renter.

Ydermere måler den på EBITDA, der optræder før afskrivningerne i resultatopgørelsen, hvorfor evt. forskelle i afskrivningsmetoder elimineres¹⁹⁷.

For at estimere værdien af virksomheden ganges multiplen for de sammenlignelige selskaber (Heineken og SABMiller) med Carlsbergs realiserede/budgetterede indtjeningstal (EBITDA). Anvendes Enterprise Value multipler, skal den bogførte værdi af virksomhedens nettorentebærende gæld fratrækkes for at få værdien af egenkapitalen¹⁹⁸. Nettorentebærende gæld er beregnet som langfristet gæld og kort rentebærende gæld fratrucket likvider, værdipapirer og kapitalandele¹⁹⁹.

¹⁹⁷ "Værdiansættelse af virksomheder", s. 2-3.

¹⁹⁸ "Værdiansættelse af virksomheder", s. 2-3.

¹⁹⁹ "Vejledning til analyseskema", www.dansaktieanalyse.dk/Briefing/Vejledningsskema.pdf.

Beregning via EV/EBITDA multiplen er foretaget på næste side i figur 53, hvorfor der henvises til næste side.

Selskabsnavn	Valuta	EV i mio.	EBITDA 2010 i mio.	EBITDA 2011 i mio.	EV / EBITDA
Heineken	EUR	33.783	3.416	3.383	9,94
SABMiller	USD	89.597	4.220	4.823	19,82
Branchemultipl					14,88
Carlsberg	DKK		12.977	12.487	
Estimeret værdi af Carlsberg			189.411		
<i>Rentebærende gæld - Carlsberg:</i>					
(-) Langfristet gæld		-49.542			
(-) Kort rentebærende gæld		-1.875			
(+) Likvider		3.145			
(+) Værdipapirer		24			
(+) Kapitalandele		5.051			
Rentebærende gæld i alt			-43.197		
Estimeret værdi af Carlsberg herefter			146.214		
Estimeret værdi af Carlsberg-aktien			959		

Figur 513 - Kilde: Egen tilvirkning samt Bloomberg.com samt officielle årsrapporter for 2011.

I ovenstående figur 53 er værdien af Carlsberg-aktien estimeret ved brug af EV/EBITDA multiplen, hvilket resulterer i en estimeret værdi på 950 kr. pr. aktie, som således ligger en del over værdien beregnet via DCF-modellen på 565 kr. og den reelle kursværdi pr. 2. marts 2012. Dette skyldes primært SABMiller.

Såfremt SABMiller igen holdes uden for billedet, og Carlsberg kun sammenlignes med den mere direkte konkurrent Heineken, så får vi en værdi af Carlsberg-aktien på 546 kr. hvilket må siges at være overensstemmende med værdien beregnet ved DCF-modellen og den aktuelle kursværdi, hvorfor multiplen EV/EBITDA er med til at understøtte netop disse værdier.

Det kan ses, ved anvendelse af multiple analyser fås en stor spredning i de beregnede multipler. Det må herved konstateres, at markedet anser Carlsberg og Heineken som nogenlunde identiske selskaber, hvor SABMiller er i en større klasse for sig selv, en klasse hvor AB InBev, som dog ikke er inddraget i analyserne, ligeledes hører hjemme.

De sidstnævnte handles til højere multipler der afspejler deres bredere eksponering mod flere forskellige vækstmarkeder samt eventuelle urealiserede synergier og andre værdier. Derudover er der ligesom ved EV/EBITDA en tendens til at investorerne betaler en merpris for størrelse. Udover diversifikationseffekten ved at de helt store bryggerier har aktiviteter spredt over hele kloden, belyser nedenstående figur nogle af de faktorer der influerer multiplerne.

Såfremt EV/EBITDA udvides med AB InBev og Royal Unibrew fås en stigning i branchemultiplen primært som følge af AB InBev som er verdens absolut største bryggerikoncern. Ligeledes fås en stigning i den estimerede aktiekurs for Carlsberg fra 959 kr. til 1.030 kr. jf. figur 54 nedenfor.

Selskabsnavn	Valuta	EV i mio.	EBITDA 2010 i mio.	EBITDA 2011 i mio.	EV / EBITDA
Heineken	EUR	33.783	3.416	3.383	9,94
SABMiller	USD	89.597	4.220	4.823	19,82
AB InBev	EUR	180.525	11.165	12.607	15,19
Royal Unibrew	DKK	5.267	234	352	17,98
Branchemultipel					15,73
Carlsberg	DKK		12.977	12.487	
Estimeret værdi af Carlsberg			200.267		
<i>Rentebærende gæld - Carlsberg:</i>					
(-) Langfristet gæld		-49.542			
(-) Kort rentebærende gæld		-1.875			
(+) Likvider		3.145			
(+) Værdipapirer		24			
(+) Kapitalandele		5.051			
Rentebærende gæld i alt			-43.197		
Estimeret værdi af Carlsberg herefter			157.070		
Estimeret værdi af Carlsberg-aktien			1.030		

Figur 52 - Kilde: Egen tilvirkning samt Bloomberg.com samt officielle årsrapporter for 2011.

13 Konklusion

Selve problemstillingen og det essentielle hovedspørgsmål i nærværende afhandling, var at klarlægge Carlsberg A/S' aktiens fundamentale værdi pr. 2. marts 2012.

Vi har derfor udarbejdet en indledende beskrivelse af virksomheden, som er fuldt op af en strategisk analyse ved PESTEL, Porters Five Forces, konkurrenternes syn på udvikling i markederne, konkurrencemæssige strategier m.v. som endeligt er blevet sammenfattet i en SWOT-analyse for opsummering. Herefter er en rentabilitetsanalyse af selskabets finansielle årsregnskaber, udarbejdet. Med udgangspunkt i førnævnte analyser, har dette givet os det fornødne grundlag til at drage følgende konklusioner, som har dannet grundlag for budgetteringen.

Carlsbergs historie er meget vigtig for virksomheden, da grundlæggeren J.C. Jacobsen havde en forkærlighed for forskning. Dette har betydet, at Carlsberg i dag drives af en fond, som består af videnskabsmænd, der sikrer at Carlsbergs produkter altid er af meget høj kvalitet. Produkterne er således, alle kendetegnet ved at være af høj kvalitet med mærket Carlsberg, som det bærende flagskib i produktporteføljen.

Carlsberg er som den fjerdestørste bryggerikoncern i verdenen, med i det store globale øl-kapløb, hvor Carlsbergs markeder hovedsageligt kan deles op i mellem det faldende europæiske marked, stagnerende men så småt stigende østeuropæiske marked, samt det asiatiske marked der buldrer af sted, men over tid må forventes at stabilisere sig.

På det Nord- og Vesteuropæiske marked står Carlsberg meget solidt. Der må dog forventes en stagnering i salget, som følge af den økonomiske situation. Carlsberg bør være opmærksomme på de enkelte landes regeringer og at disse ikke indfører yderligere afgifter, eller skatter, som vil skade Carlsbergs administrative del. Vi har derfor baseret vores budgetmodel på et lettere faldende marked.

I forhold til det Østeuropæiske marked har Carlsberg været hårdt ramt ølafgifterne på især det russiske marked, som stadigt er stigende grundet det overnormale alkoholforbrug der eksisterer i Rusland, sammenlignet med andre lande i regionen. Carlsberg skal fremadrettet være opmærksom på den stigende middelklasse som foretrækker øl fra vestlige firmaer, hvoraf Carlsberg i 2012 er den mest toneangivende spiller på markedet. Vi har på baggrund af ovenstående, budgetteret med en stigning omkring 4 % på sigt og konstateret, at dette marked har den højeste usikkerhed for vores værdiansættelse.

På det store vækstmarked i form af Asien, herunder specielt Kina vokser volumen hastigt, hvilket det ligeledes forventes at gøre indenfor en årrække, hvorefter en mere moderat vækst må forudsættes. Carlsberg skal på dette marked fortsætte med den organiske vækst, samt yderligere ekspansion via joint ventures og opkøb for på den måde at opnå endnu større markedsandele. I forhold til PESTEL modellen, er det særligt P og E, som er vigtig for Carlsberg - love og afgifter, samt den økonomiske trend er således afgørende for Carlsbergs omverden.

Carlsberg har samlet set skabt en strategisk fornuftig position, med en blanding af de modne markeder (Nord- og Vesteuropa), en markedsdominans på det østeuropæiske / russiske marked, samtidigt med at bryggeriet har etableret sig på det asiatiske marked, hvor der også må forventes en hvis stigning af salget.

Hvad angår den daglige ledelse (direktionen), har vi konstateret, at denne er kompetent til den daglige drift og derfor ikke forventes, at have nogen påvirkning for værdiansættelsen. Bestyrelsen og fonden, som er hovedaktionær, er derimod omgæret med mere usikkerhed, da denne kan antages, at have mere fokus på produkterne frem for Carlsbergs økonomi. Formanden for bestyrelsen er altid en forsker og ikke nødvendigvis en leder. Dette kan være en usikkerhed / trussel for Carlsberg, men da vi historisk ikke har fundet grundlag for at disse personer har truffet dårlige / forkerte beslutninger udover samarbejdsaftalen med Orkla, undlader vi, at indarbejde forholdet negativt i værdiansættelsen. Ligesom vi har konstateret, at ledelsen ikke har "talt" aktiekursen op.

Carlsberg har en positiv ROE i alle analyseårene, hvoraf 2010 var størst, som følge af store kursgevinster på den russiske rubel, som påvirkede OGandet meget positivt. Sidstnævnte forhold dannede også tendens for resten af branchen.

Endvidere har vi konstateret, at hele branchen tjener på fremmedfinansieringen, hvoraf Carlsberg har den dårligste forrentning i analyseperioden, hvilket specielt kan tilskrives den relativ dårlige Spread i perioden med undtagelse af 2010.

I hele analyseperioden og for alle selskaberne i peer-gruppen gælder det, at de alle har et godt OGsalg, hvilket indikerer at selskaberne er gode til at tjene på driften, men let påvirkes af udefrakommende forhold, som valutakurser mv. Dette kombineret med det stabile AOH medfører en god ROIC.

Med pointerne fra den strategiske analyse og rentabilitets analyse in mente, har vi udarbejdet budgetteringen og værdiansættelsen.

Carlsberg er værdiansat ved hjælp af DCF-modellen, da denne er vurderet til at være mest optimal for vores værdiansættelse. Værdiansættelsesmodellen tager udgangspunkt i de budgetterede regnskab for Carlsberg, der er generet på baggrund af vores andre analyser, samt de estimater der indgår i beregningen af WACC og forventningerne til vækstfaktoren (g). I forbindelse med vores beregning af WACC, konstaterede vi at det var nødvendigt og vige bort fra de normale beregninger af den risiko frie rente (tillæg af lavkonjunktur rente). Herudover var der ingen særlige forhold ved beregningen af WACC. Vi valgte at estimere vækstfaktoren (g) til 2,25 på baggrund af vores analyse, som helhed af Carlsbergs omverden mv.

Ved anvendelse af DCF-modellen blev kursen for Carlsberg pr. 2. marts 2012 estimeret til 565 kr. Udover DCF-modellen har vi suppleret vores værdiansættelse, med beregninger på baggrund af multipler.

I multipelanalysen blev det påvist at Carlsberg handles til omtrent samme multipler som Heineken, mens SABMiller og AB InBev handles til et højere multipelniveau, der blandt andet afspejler deres eksponering på flere og mere diversificerede vækstmarkeder. Eftersom Heineken er den nærmeste og mest sammenlignelige konkurrent, vurderer vi, at denne danner et godt grundlag for støtte til DCF-modellen. Eftersom de to modeller tilnærmelsesvis var enige om værdien 565 kr. pr. aktie vurderer vi, at denne var retvisende.

I den afsluttende følsomhedsanalyse af DCF-modellen konstateredes det at værdiansættelsen af Carlsberg, er mest afhængig af niveauet for WACC og vækstfaktoren (g).

Baseret på den faktiske vægtede kurs pr. 2. marts 2012 på 445 kr., der ligger lavere end niveauet 565 kr. er afhandlingens anbefaling et "HOLD" af nuværende aktier og "BUY" af nye aktier. Vi anbefaler ikke direkte at købe flere aktier, da der er store usikkerheder forbundet til aktien, men hvis alle forudsætninger holder jf. vores analyse, så burde investor købe flere aktier.

13.1 Reflektering over konklusion

Carlsberg-aktien blev i konklusionen vurderet til at være et godt køb. Vi formoder, på baggrund af vores forudsætninger, at aktien er undervurderet hvilket kan skyldes, at vi har haft flere informationer til rådighed, da vi har fortsat vores dataindsamling frem til den 31. juli 2012.

Udover ovenstående kan forskellen i aktiekursen skyldes, at vi har en lavere forudsætning om WACC eller mere optimistiske forventninger til markederne. Vi tror at forskellen beror på førnævnte forhold, kombineret med aktiemarkedets generelle pessimisme tidligere på året (C20-indekset har i Danmark generelt været stigende de seneste seks måneder).

14 Litteraturfortegnelsen

14.1 Hjemmesider

Rækkefølgen er tilfældig og er således ikke udtryk for en prioritering efter brug.

- www.carlsberggroup.com
- www.boligsiden.dk
- www.nasdaqomxnordic.com
- www.moody.com
- www.npinvestor.dk
- www.danskaktieanalyse.dk
- www.carlsbergdanmark.dk
- www.carlsbergbyen.dk
- www.visitcarlsberg.dk
- www.carlsbergfondet.dk
- www.euroinvestor.dk
- www.danmarkshistorien.dk
- www.beerticker.dk
- www.nykredit.dk
- www.dr.dk
- www.ae.dk
- www.borsen.dk
- www.business.dk
- www.politiken.dk
- www.foa.dk
- www.dst.dk
- www.fivu.dk
- www.bt.dk
- www.b.dk
- www.carlsberglab.dk
- www.skm.dk
- www.kemin.dk
- www.penge.dk

- www.information.dk
- www.ruslandseksperter.dk
- www.valutakurser.dk
- www.klimakaravanen.dk
- www.netnyhederne.dk
- www.um.dk
- www.dk.gbtimes.com
- www.euo.dk
- www.en.ce.cn
- www.denstoredanske.dk
- www.economist.com
- www.brygdinegenoel.dk
- www.sn.dk
- www.leksikon.org
- www.finansiering.nutdanske.com
- www.ab-inbev.com
- www.sabmiller.com
- www.DanskeBank.com
- www.top1000.dk
- www.carlsbergejendomme.dk

14.2 Bøger

Primære bøger anvendt direkte i afhandlingen

Valuation - Measuring and managing the value of companies

McKinsey & Company

Koller, Goedhart & Wessels

Fourth Edition

ISBN 10-0-471-70219-6

Regnskabsanalyse for beslutningstagere

Forlaget Thompson

Christian V. Petersen & Thomas Plenborg

1. udgave 3. oplag

ISBN 87-619-1242-5

Regnskabsanalyse og værdiansættelsen - en praktisk tilgang (kaldes i henvisninger ROV)

Gjellerup

Ole Sørensen

3. udgave, 2. oplag 2011

ISBN 978-87-13-04998-1

Lærebog om indkomstskat

Jurist- og økonomforbundets forlag

Michelsen, Askholt, Bolander, Engsig og Madsen

14. udgave, 1. oplag

ISBN 978-87-574-2558-1

Grundlæggende Erhvervsøkonomi

Jurist- og økonomforbundets forlag

John Eli Andersson, Ove Hedegaard og Helle Lauritsen

3. udgave, 1. oplag

ISBN 87-574-1014-3

Grundlæggende Erhvervsøkonomi

Jurist- og økonomforbundets forlag

John Eli Andersson, Ove Hedegaard og Helle Lauritsen

3. udgave, 1. oplag

ISBN 87-574-1014-3

Exploring Corporate Strategy

Pearson Education Limited

Gerry Johnson, Kevan Scholes and Richard Whittington

8th Edition

ISBN 978-0-273-71191-9

Microeconomics
Pearson Education Limited
Pindyck and Rubinfeld
6th Edition
ISBN 0-13-191207-0

Strategic Management
Thomson
Thompson and Martin
5th Edition
ISBN 978-1-84480-083-4

Competitive Advantage - Creating and sustaining superior performance
The Free Press
Michael E. Porter
First Edition
ISBN 0-684-84146-0

Sekundære bøger, brugt som supplement til den generelle forståelse for opgaveskrivning og forståelse for regnskaber m.v.

Finansiell Rapportering - teori og regulering

Gjellerup

Jens O. Elling

2. udgave, 1. oplag 2010

ISBN 978-87-13-05009-3

Årsrapport efter internationale regnskabsstandarter - fra dansk praksis til IFRS

Fedders og Steffensen

Forlaget Thompson

3. udgave, 2 oplag 2009

ISBN 978-87-619-2137-6

Den Skinbarlige virkelighed

Ib Andersen

Forlaget Samfundslitteratur

3. udgave, 2 oplag 2006

ISBN 87-593-1140-1

Metode og Projektskrivning

Thomas Harboe

Forlaget Samfundslitteratur

1. udgave 2010

ISBN 978-87-593-3176-3

Introduktion til koncernregnskabet

Peder Fredslund Møller

Gjellerup

11. udgave, 1. oplag

978-87-13-05013-0

14.3 Faglige notater

- "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele", bragt i FSR faglige notater, Rådgivningsudvalget, december 2002 (forkortet FSR notat eller FSR 2002).
- "Værdiansættelse af virksomheder", Af konsulent Mette Hartzberg, PricewaterhouseCoopers, bragt i Revifora juli 2008 (forkortet Værdiansættelse af virksomheder).
- "Risk free rates and value: Dealing with historically low risk free rates" af Aswath Damodaran fra den 30. September 2011.

14.4 Artikler

- "Skotsk bryggeri siger ja til Carlsberg", Politiken d. 25. januar 2008
- "Ny Carlsberg-formand trækker i arbejdstøjet", Børsen d. 22. marts 2012
- "Regeringen dropper sukkerafgift", TV2 d. 20. juli 2012.
- "Regeringen vil sænke selskabsskat til 20 procent", Børsen d. 24. maj 2011.
- "Radikale: Selskabsskatten bliver hvor den er", Børsen d. 30. marts 2012.
- "Negativ rente til kunderne kan komme på tale", Politiken d. 6. juli 2012.
- "Danske renter i ny bundrekord", business d. 29. maj 2012.
- "Mærsk, Danske Bank og Carlsberg i supernetværk" Business d. 14. maj 2012
- "Hold fast i kronekursen" Børsen d. 29. juli 2011
- "Carlsberg satser på øl til kvinder" Børsen 17. juni 2008
- "Danske unge giver ikke druk-rekorden fra sig" DR nyhederne d. 21. marts 2012
- "Vindrikkere klogere end øldrikkere", BT d. 14. august 2001
- "Det danske vidensamfund hviler på ni brændende platforme" Berlingske tidende d. 28. februar 2011.
- "Danmark har EU's højeste samlede skattetryk", DR nyhederne 21. maj 2012
- "Voldsomt skybrud drukner København", TV2 nyhederne 2. juli 2011
- "Rusland kæmper mod alkohol i øl", Politiken, d. 25. december 2009
- "Carlsberg: Putin advokerer for højere tobaks- og alkoholskat", Euroinvestor d. 17. april 2012
- "Putin vs. Putin", Information d. 2. marts 2012.
- "Rusland bliver medlem af WTO", Børsen d. 10. juli 2012.
- "Alkohol sænker Ruslands befolkningstal drastisk" d. 25. juni 2009
- "Rublen sender Carlsberg i overhalingsbanen", Børsen d. 17. august 2010
- "Valuta: Rublen svækkes markant", Børsen d. 9. august 2011
- "Øl mod vodka i Rusland", Information d. 17. august 2000
- "Stadig censur på Google i Kina", DR nyhederne d. 23. marts 2010
- "WTO pudset på Kina", gbtimes d. 16. marts 2012
- "Kinesiske restriktioner går ikke" gbtimes d. 13. august 2009
- "USA og EU protesterer imod Kinas restriktioner på finansmarkedet" gbtimes d. 4. marts 2008
- "Korruption hæmmer danskere i Kina" Business, d. 31. maj 2012
- "Kina henretter to for bestikkelse" DR nyhederne, d. 19. juli 2012
- "Kinas BNP-vækst", Business, 25. februar 2010

- "Carlsberg investerer fire milliarder i Kina", Børsen d. 12. juni 2012
- "Kina leverer overraskende rentesænkning", Børsen d. 5. juli 2012
- "Chinese shoppers less loyal to brands", China Economic Net d. 29. juni 2012
- "Alcohol drinks sales hit a high" China Economic Net d. 9. juli 2012
- "China to further develop continuing education" China Economic Net d. 24. december 2011
- "China to boost social funds for education" China Economic Net d. 31. december 2011
- "China to raise bonuses for top scholars" China Economic Net d. 10. marts 2012
- "China's health reforms for all" China Economic Net d. 20. juli 2012
- "Om fem år er Kinas lønninger på EU-niveau", Business d. 29. juli 2012
- "China's Achilles Heel" Economist d. 21. april 2012
- "FAKTA Kinas vandproblemer", Børsen d. 18. maj 2012
- Carlsberg styrer fri af indgreb, Børsen d. 11. oktober 2007
- "Royal Unibrew skal nu have vand fra Haslev" Sjællandske nyheder d. 16. september 2010
- "Tørke i USA sender kornpriser på himmelflugt", Børsen d. 20. juli 2012
- "Blandet regnskab fra verdens største bryggeri", Business d. 8. marts 2012
- "God ledelse skaber afkast", Børsen d. 26. september 2011
- "Sådan vurderer du ledelsen", Børsen d. 26. september 2011
- "Thorning forsvarer hær af spindoktorer", Berlingske Tidende d. 14. december 2011
- "Fyring af Carlsberg-boss en kæmpe beslutning" Børsen d. 26. oktober 2011
- "Rusland tvinger Carlsberg til nedjustering", Børsen d. 17. august 2011
- "Ny Carlsberg-formand lægger pres på Jørgen Buhl", Børsen d. 23. marts 2012
- "CEO-fakta: Jørgen Buhl Rasmussen", Børsen d. 22. februar 2008
- "Carlsberg indfører kvindekvoter", Berlingske Tidende d. 27. februar 2012
- "Flertal siger nej til kvindekvoter", DR Nyheder d. 13 marts 2012
- "BLÅ BOG Flemming Besenbacher", Børsen d. 23. marts 2012
- "Europas topledere er kedelige administratorer" djøfbladet d. 6. juni 2012
- "Sådan er Carlsbergs topchef" Berlingske Tidende d. 17. august 2011
- "Markant udskiftning i Carlsberg-ledelsen", Berlingske Tidende d. 31. juli 2009
- "Ny Carlsberg-formand lægger pres på Jørgen Buhl", Børsen d. 23. marts 2012
- "Carlsberg-formand blæser til angreb mod øst", Børsen d. 22. marts 2012.

14.5 Årsrapporter

- Carlsberg A/S (årene 2008-2011).
- SABMiller (årene 2008-2011)
- Heineken (årene 2008-2011)
- AB-Inbev (årene 2008-2011)
- Royal Unibrew (årene 2008-2011)

14.6 Anden litteratur

- DR dokumentar om "Bryggeren"
- Selskabsloven
- Årsregnskabsloven
- Jyske Bank rapport omkring Dansk økonomi af 24.maj 2012
- Rapport om Rusland udarbejdet af Landbrug & Fødevarers afd. for Erhvervsøkonomisk Analyse og Statistik i foråret 2011
- "Kina – vækst i overhalingsbanen", Analyse af Landbrug og Fødevarer fra 2010
- "Vi køber helt overvejende øl og vin" Nyt fra Danmarks Statistik nr. 355 af 3. juli 2012
- Markedsanalyse for øl-branchen udarbejdet af Canadean

	A-aktie	B-aktie
28.02.2012	463,10	435,00
29.02.2012	466,60	439,30
01.03.2012	470,00	442,30
Gennemsnit	466,57	438,87
Vægtet kurs	102,64	342,32
Samlet gennemsnit for 3 dage	444,96	
02.03.2012	459,00	443,50
03.03.2012	Lørdag	Lørdag
04.03.2012	Søndag	Søndag
05.03.2012	475,00	450,80
06.03.2012	475,00	450,80
07.03.2012	472,00	448,10
08.03.2012	475,00	450,40
09.03.2012	483,70	466,90
10.03.2012	Lørdag	Lørdag
11.03.2012	Søndag	Søndag
12.03.2012	498,00	466,90
13.03.2012	500,50	465,80
14.03.2012	515,00	482,60
15.03.2012	500,00	475,00
16.03.2012	505,00	473,90
Gennemsnit	482,71	456,52
Vægtet kurs	106,20	356,09
Samlet gennemsnit for 14 dage	462,28	

16 Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller

Rapporteret resultatopgørelse:

mUSD	2011	2010	2009
Revenue	19.408	18.020	18.703
Net operating expenses	-15.845	-14.929	-15.557
Exceptional items	-436	-472	2
Operating profit	3.127	2.619	3.148
Interest income	358	316	595
Interest expenses	-883	-879	-1.301
Net finance expenses	-525	-563	-706
Share of profit of ass. and joint ventures	1.024	873	516
Profit before income tax	3.626	2.929	2.958
Income tax expenses	-1.069	-848	-801
Profit	2.557	2.081	2.157
Attributable to:			
Non-controlling interests	149	171	276
Equity holders of the Company	2.408	1.910	1.881
Profit	2.557	2.081	2.157

Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller (fortsat)

Reformulerede noter til rapporteret resultatopgørelse:

	2011	2010	2009
Cost of inventories recognised as an expense	4.640	4.565	5.203
Excise duties	4.263	3.825	3.820
Employee costs	2.240	1.985	1.940
Depreciation of property, plant and equipment	904	881	829
Profit on disposal of available for sale investments	0	-2	0
Profit on disposal of businesses	0	0	-526
Profit on partial disposal of investment in associate	-159	0	0
(Profit)/loss on disposal of property, plant and equipment	-5	39	10
Amortisation of intangible assets	220	203	204
Other expenses	4.566	4.184	4.352
Other income	-388	-279	-277
Exceptional items	-436	-472	2
Net operating expenses	15.845	14.929	15.557

Reclass to amortisation, depreciation and impairments:

Depreciation of property, plant and equipment	904	881	829
Amortisation of intangible assets	220	203	204
Other expenses	45	45	394
Reclass to amortisation, depreciation and impairments	1.169	1.129	1.427

Net operating expenses after reclass	14.676	13.800	14.130
---	---------------	---------------	---------------

	2011	2010	2009
Business capability programme costs	296	325	0
Broad-Based Black Economic Empowerment scheme costs	149	11	0
Profit on partial disposal of investment in associate	-159	0	0
Profit on disposal of businesses	0	0	-526
Impairments	98	45	392
Integration and restructuring costs	52	78	110
Litigation	0	0	13
Unwinding of fair value adjustments on inventory	0	0	9
Transaction costs	0	13	0
Exceptional items	436	472	-2

Reclass to amortisation, depreciation and impairments

Impairments	98	45	392
Reclass to amortisation, depreciation and impairments	98	45	392

Exceptional items after reclass	338	427	-394
--	------------	------------	-------------

Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller (fortsat)

Reformulerede noter til rapporteret resultatopgørelse (fortsat):

	2011	2010	2009
Interest income	358	316	595
Interest expenses	-883	-879	-1.301
Net finance income/expenses	-525	-563	-706

	2011	2010	2009
Effective tax rate	28,2%	28,5%	30,2%
Net finance income/expenses	-525	-563	-706
Tax of net finance income/expenses	-148	-160	-213
Tax on income	1.069	848	801
Tax of operating activities	1.217	1.008	1.014

Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller (fortsat)

Reformuleret resultatopgørelse (fortsat):

	2011	2010	2009
Revenue	19.408	18.020	18.703
Net operating expenses	-14.676	-13.800	-14.130
Exceptional items	-338	-427	394
Share of profit of ass. and joint ventures	1.024	873	516
EBITDA	5.418	4.666	5.483
Amortisation, depreciation and impairments	-1.267	-1.174	-1.819
EBIT	4.151	3.492	3.664
Other comprehensive income, net of tax*	490	2.149	-3.252
Tax of operating activities	-1.217	-1.008	-1.014
NOPAT	3.424	4.633	-602
Net finance income/expenses	-525	-563	-706
Tax of net finance income/expenses	148	160	213
Net finance income/expenses after tax	-377	-403	-493
Comprehensive income before minority interests	3.047	4.230	-1.095
Minority interests	-149	-171	-276
Comprehensive income	2.898	4.059	-1.371

Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller (fortsat)

Rapporteret balance:

mUSD	2011	2010	2009
Intangible assets	4.361	4.354	3.729
Property, plant and equipment	9.330	8.915	7.404
Investments in associates	2.719	2.213	1.787
Investments in joint ventures	5.813	5.822	5.495
Available for sale investments	35	31	29
Derivative financial instruments	330	409	695
Goodwill	11.952	11.579	8.734
Deferred tax assets	184	164	161
Trade and other receivables	140	117	125
Total non-current assets	34.864	33.604	28.159
Inventories	1.256	1.295	1.242
Trade and other receivables	1.687	1.665	1.576
Tax assets	152	135	168
Derivative financial instruments	16	20	54
Available for sale investments	0	1	11
Cash and cash equivalents	1.067	779	409
Total current assets	4.178	3.895	3.460
Assets classified as held for sale	66	0	0
Total assets	39.108	37.499	31.619

Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller (fortsat)

Rapporteret balance (fortsat):

	2011	2010	2009
Total equity	22.759	20.593	16.113
Borrowings	7.115	7.809	7.470
Derivative financial instruments	85	147	107
Deferred tax liabilities	2.578	2.374	2.029
Provisions	460	453	373
Trade and other payables	98	145	186
Total non-current liabilities	10.336	10.928	10.165
Borrowings	1.345	1.605	2.148
Trade and other payables	3.484	3.228	2.396
Derivative financial instruments	50	174	35
Provisions	410	355	299
Tax liabilities	658	616	463
Total current liabilities	5.947	5.978	5.341
Liabilities classified as held for sale	66	0	0
Total liabilities	39.108	37.499	31.619

Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller (fortsat)

Reformuleret balance:

	2011	2010	2009
<i>Kernedriftsaktiver:</i>			
Intangible assets	4.361	4.354	3.729
Property, plant and equipment	9.330	8.915	7.404
Investments in associates	2.719	2.213	1.787
Investments in joint ventures	5.813	5.822	5.495
Goodwill	11.952	11.579	8.734
Derivative financial instruments, non-current	330	409	695
Derivative financial instruments	16	20	54
Deferred tax assets	184	164	161
Trade and other receivables	140	117	125
Inventories	1.256	1.295	1.242
Trade and other receivables	1.687	1.665	1.576
Tax assets	152	135	168
Cash and cash equivalents	1.067	779	409
Kernedriftsaktiver i alt (DA)	39.007	37.467	31.579
<i>Driftsforpligtelser:</i>			
Derivative financial instruments	-85	-147	-107
Deferred tax liabilities	-2.578	-2.374	-2.029
Provisions	-460	-453	-373
Trade and other payables	-98	-145	-186
Trade and other payables	-3.484	-3.228	-2.396
Derivative financial instruments	-50	-174	-35
Provisions	-410	-355	-299
Tax liabilities	-658	-616	-463
Driftsforpligtelser (DF)	-7.823	-7.492	-5.888
Kerne-nettodriftsaktiver (Kerne NDA)	31.184	29.975	25.691
<i>Ikke-kernedriftsaktiver:</i>			
Assets classified as held for sale	66	0	0
Liabilities classified as held for sale	-66	0	0
Netto ikke-kernedriftsaktiver i alt (IKDA)	0	0	0
Netto driftsaktiver (NDA)	31.184	29.975	25.691

Bilag 2 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for SABMiller (fortsat)

Reformuleret balance (fortsat):

	2011	2010	2009
Minority interests	751	683	738
Egenkapital (EK)	22.008	19.910	15.375
<i>Finansielle forpligtelser:</i>			
Borrowings, non-current	7.115	7.809	7.470
Borrowings, current	1.345	1.605	2.148
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	8.460	9.414	9.618
<i>Finansielle aktiver:</i>			
Available for sale investments, non-current	-35	-31	-29
Available for sale investments, current	0	-1	-11
Finansielle aktiver i alt (FA)	-35	-32	-40
Netto finansielle forpligtelser	8.425	9.382	9.578
Egenkapital og finansielle forpligtelser i alt	31.184	29.975	25.691

17 Bilag 3 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Heineken

Rapporteret resultatopgørelse:

mEUR	2011	2010	2009
Revenue	17.123	16.133	14.701
Other income	64	239	41
Raw materials, consumables and services	-10.966	-10.291	-9.650
Personnel expenses	-2.838	-2.665	-2.379
Amortisation, depreciation and impairments	-1.168	-1.118	-1.083
Total expenses	-14.972	-14.074	-13.112
Result from operating activities	2.215	2.298	1.630
Interest income	70	100	90
Interest expenses	-494	-590	-633
Other net finance income/expenses	-6	-19	214
Net finance expenses	-430	-509	-329
Share of profit of ass. and joint ventures	240	193	127
Profit before income tax	2.025	1.982	1.428
Income tax expenses	-465	-403	-286
Profit	1.560	1.579	1.142
Attributable to:			
Non-controlling interests	130	132	124
Equity holders of the Company	1.430	1.447	1.018
Profit	1.560	1.579	1.142

Bilag 3 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Heineken (fortsat)

Reformulerede noter til rapporteret resultatopgørelse:

	2011	2010	2009
Property, plant and equipment	936	907	931
Intangible assets	232	208	152
Impairment on available-for-sale assets	0	3	0
Amortisation, depreciation and impairments	1.168	1.118	1.083

	2011	2010	2009
Net gain on sale of property, plant & equipment	35	37	39
Net gain on sale of intangible assets	24	13	0
Net gain on sale of subsidiaries, joint ventures and ass.	5	189	2
Other income	64	239	41

	2011	2010	2009
Interest income	70	100	90
Interest expenses	-500	-609	-419
Net finance income/expenses	-430	-509	-329

	2011	2010	2009
Effective tax rate	26,1%	22,5%	22,0%
Net finance income/expenses	-430	-509	-329
Tax of net finance income/expenses	-112	-115	-72
Tax on income	465	403	286
Tax of operating activities	577	518	358

Bilag 3 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Heineken (fortsat)

Reformuleret resultatopgørelse:

	2011	2010	2009
Revenue	17.123	16.133	14.701
Other income	64	239	41
Raw materials, consumables and services	-10.966	-10.291	-9.650
Personnel expenses	-2.838	-2.665	-2.379
Share of profit of ass. and joint ventures	240	193	127
EBITDA	3.623	3.609	2.840
Amortisation, depreciation and impairments	-1.168	-1.118	-1.083
EBIT	2.455	2.491	1.757
Other comprehensive income, net of tax*	-533	551	146
Tax of operating activities	-577	-518	-358
NOPAT	1.345	2.524	1.545
Net finance income/expenses	-430	-509	-329
Tax of net finance income/expenses	112	115	72
Net finance income/expenses after tax	-318	-394	-257
Comprehensive income before minority interests	1.027	2.130	1.288
Minority interests	-130	-132	-124
Comprehensive income	897	1.998	1.164

Bilag 3 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Heineken (fortsat)

Rapporteret balance:

mEUR	2011	2010	2009
Intangible assets	10.835	10.890	7.135
Property, plant and equipment	7.860	7.687	6.017
Investments in associates and joint ventures	1.764	1.673	1.427
Other investments and receivables	1.129	1.103	568
Deferred tax assets	474	542	561
Advances to customers	357	449	319
Total non-current assets	22.419	22.344	16.027
Inventories	1.352	1.206	1.010
Trade and other receivables	2.260	2.273	2.310
Prepayments and accrued income	170	206	189
Other investments	14	17	15
Cash and cash equivalents	813	610	520
Total current assets	4.609	4.312	4.044
Assets classified as held for sale	99	6	109
Total assets	27.127	26.662	20.180

Bilag 3 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Heineken (fortsat)

Rapporteret balance (fortsat):

	2011	2010	2009
Total equity	10.092	10.220	5.647
Loans and borrowings	8.199	8.078	7.401
Employee benefits	1.174	1.097	634
Deferred tax liabilities	894	991	786
Provisions	449	475	356
Tax liabilities	160	178	0
Total non-current liabilities	10.876	10.819	9.177
Loans and borrowings	981	862	1.145
Trade and other payables	4.624	4.265	3.696
Bank overdrafts	207	132	156
Provisions	140	123	162
Tax liabilities	207	241	132
Total current liabilities	6.159	5.623	5.291
Liabilities classified as held for sale	0	0	65
Total liabilities	27.127	26.662	20.180

Bilag 3 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Heineken (fortsat)

Reformuleret balance:

	2011	2010	2009
<i>Kernedriftsaktiver:</i>			
Intangible assets	10.835	10.890	7.135
Property, plant and equipment	7.860	7.687	6.017
Investments in associates and joint ventures	1.764	1.673	1.427
Other investments and receivables	1.129	1.103	568
- Reklassifikation af "Available-for-sale investments"	-264	-190	-219
- Reklassifikation af "Held-to-maturity investments"	-5	-4	-4
Deferred tax assets	474	542	561
Advances to customers	357	449	319
Inventories	1.352	1.206	1.010
Trade and other receivables	2.260	2.273	2.310
Prepayments and accrued income	170	206	189
Cash and cash equivalents	813	610	520
Kernedriftsaktiver i alt (DA)	26.745	26.445	19.833
<i>Driftsforpligtelser:</i>			
Employee benefits	-1.174	-1.097	-634
Deferred tax liabilities	-894	-991	-786
Provisions	-449	-475	-356
Tax liabilities	-160	-178	0
Trade and other payables	-4.624	-4.265	-3.696
- Reklassifikation af "Interest"	100	97	134
Bank overdrafts	-207	-132	-156
Provisions	-140	-123	-162
Tax liabilities	-207	-241	-132
Driftsforpligtelser (DF)	-7.755	-7.405	-5.788
Kerne-nettodriftsaktiver (Kerne NDA)	18.990	19.040	14.045
<i>Ikke-kernedriftsaktiver:</i>			
Assets classified as held for sale	99	6	109
Liabilities classified as held for sale	0	0	-65
Netto ikke-kernedriftsaktiver i alt (IKDA)	99	6	44
Netto driftsaktiver (NDA)	19.089	19.046	14.089

Bilag 3 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Heineken (fortsat)

Reformuleret balance (fortsat):

	2011	2010	2009
Minority interests	318	288	296
Egenkapital (EK)	9.774	9.932	5.351
<i>Finansielle forpligtelser:</i>			
Loans and borrowings, non-current	8.199	8.078	7.401
Loans and borrowings, current	981	862	1.145
- Reklassifikation af "Interest"	100	97	134
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	9.280	9.037	8.680
<i>Finansielle aktiver:</i>			
Other investments, current	-14	-17	-15
- Reklassifikation af "Available-for-sale investments"	-264	-190	-219
- Reklassifikation af "Held-to-maturity investments"	-5	-4	-4
Finansielle aktiver i alt (FA)	-283	-211	-238
Netto finansielle forpligtelser	8.997	8.826	8.442
Egenkapital og finansielle forpligtelser i alt	19.089	19.046	14.089

18 Bilag 4 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Carlsberg

Rapporteret resultatopgørelse:

mDKK	2011	2010	2009
Omsætning	86.555	81.295	75.676
Øl- og læskedrikafgifter m.m.	-22.994	-21.241	-16.294
Nettoomsætning	63.561	60.054	59.382
Produktionsomkostninger	-31.788	-28.982	-30.197
Bruttoresultat	31.773	31.072	29.185
Salgs- og distributionsomkostninger	-18.483	-17.158	-15.989
Administrationsomkostninger	-3.903	-4.040	-3.873
Andre driftsindtægter	671	815	554
Andre driftsomkostninger	-422	-588	-599
Andel af resultat efter skat i ass. virksomheder	180	148	112
Resultat af primær drift før særlige poster	9.816	10.249	9.390
Særlige poster, netto	-268	-249	-695
Finansielle indtægter	630	1.085	609
Finansielle omkostninger	-2.648	-3.240	-3.599
Resultat før skat	7.530	7.845	5.705
Selskabsskat	-1.838	-1.885	-1.538
Koncernresultat	5.692	5.960	4.167
Heraf:			
Minoritetsinteresser	543	609	565
Aktionærer i Carlsberg A/S	5.149	5.351	3.602

Bilag 4 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Carlsberg (fortsat)

Reformulerede noter til rapporteret resultatopgørelse:

	2011	2010	2009
Afskrivninger, produktion	2.671	2.728	2.581
Afskrivninger, salg- og produktion	793	837	848
Afskrivninger, administration	320	422	350
Afskrivninger, særlige poster	1.115	723	82
I alt korrigeres	4.899	4.710	3.861

	2011	2010	2009
Andre driftsindtægter	671	815	554
Andre driftsomkostninger	-422	-588	-599
Nettoværdi	249	227	-45

	2011	2010	2009
Produktionsomkostninger	-858	-627	-353
Salgs- og distributionsomkostninger	-5	-52	-157
Administrationsomkostninger	-372	-171	-179
Andre driftsindtægter	1.404	807	94
Andre driftsomkostninger	-177	-206	-100
Andel af resultat efter skat i ass. virksomheder	-260	0	0
Særlige poster, netto	-268	-249	-695
- Afskrivninger på særlige poster	1.115	723	82
Særlige poster renset for af- og nedskrivninger	847	474	-613

	2011	2010	2009
Finansielle indtægter	630	1.085	609
Finansielle omkostninger	-2.648	-3.240	-3.599
Nettoværdi af finansielle poster	-2.018	-2.155	-2.990

	2011	2010	2009
Effektiv skatteprocent	24,4%	24,0%	27,0%
Nettoværdi af finansielle poster	-2.018	-2.155	-2.990
Skat af nettoværdi af finansielle poster	-492	-517	-807
Selskabsskat	1.838	1.885	1.538
Skat af resultat fra primær drift	2.330	2.402	2.345

Bilag 4 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Carlsberg (fortsat)

Reformuleret resultatopgørelse:

	2011	2010	2009
Omsætning	86.555	81.295	75.676
Øl- og læskedrikafgifter m.m.	-22.994	-21.241	-16.294
Nettoomsætning	63.561	60.054	59.382
Produktionsomkostninger	-29.117	-26.254	-27.616
Bruttoresultat	34.444	33.800	31.766
Salgs- og distributionsomkostninger	-17.690	-16.321	-15.141
Administrationsomkostninger	-3.583	-3.618	-3.523
Nettoværdi af andre driftsindtægter	249	227	-45
Andel af resultat efter skat i ass. virksomhed	180	148	112
Særlige poster renset for af- og nedskrivninger	847	474	-613
EBITDA	14.447	14.710	12.556
Afskrivninger	-4.899	-4.710	-3.861
EBIT	9.548	10.000	8.695
Valutakursregulering af udenlandske enheder	-1.839	5.947	-3.135
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-12	-768	23
Værdiregulering af værdipapirer	0	1	1
Pensionsforpligtelser	-1.093	-167	-382
Andel af anden totalindkomst i ass. virksomheder	3	0	31
Effekten af hyperinflation	175	0	0
Andet	-26	11	-6
Selskabsskat	314	47	39
Ikke resultatførte værdireguleringer, drift	-2.478	5.071	-3.429
Skat af resultat af primær drift	-2.330	-2.402	-2.345
NOPAT	4.740	12.669	2.921
Nettoværdi af finansielle poster	-2.018	-2.155	-2.990
Skat af nettoværdi af finansielle poster	492	517	807
Netto finansielle omkostninger efter skat	-1.526	-1.638	-2.183
Totalindkomst før minoritetsinteresser	3.214	11.031	738
Minoritetsinteresserr	-543	-609	-565
Totalindkomst	2.671	10.422	173

Bilag 4 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Carlsberg (fortsat)

Rapporteret balance:

mDKK	2011	2010	2009
Immaterielle aktiver	89.041	87.771	81.611
Materielle aktiver	31.848	32.480	31.825
Kapitalandele i ass. virksomheder	5.051	4.877	2.667
Værdipapirer	134	124	94
Tilgodehavender	1.650	1.747	1.604
Udskudte skatteaktiver	1.199	1.301	1.483
Pensionsaktiver	5	8	2
Langfristede aktiver i alt	128.928	128.308	119.286
Varebeholdninger	4.350	4.191	3.601
Tilgodehavender fra kunder	7.855	5.687	5.898
Tilgodehavende skat	129	172	175
Andre tilgodehavender	1.846	1.766	1.750
Periodeafgrænsningsposter	867	938	666
Værdipapirer	24	34	17
Likvide beholdninger	3.145	2.735	2.734
Kortfristede aktiver i alt	18.216	15.523	14.841
Aktiver bestemt for salg	570	419	388
Aktiver i alt	147.714	144.250	134.515

Bilag 4 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Carlsberg (fortsat)

Rapporteret balance (fortsat)

	2011	2010	2009
Egenkapital i alt	71.629	69.629	59.489
Lån	34.364	32.587	36.075
Pensioner og lignende forpligtelser	3.263	2.434	2.153
Udskudt skat	9.652	9.947	9.688
Hensatte forpligtelser	1.001	1.506	1.353
Anden gæld	1.262	922	746
Langfristede forpligtelser i alt	49.542	47.396	50.015
Lån	1.875	3.959	3.322
Leverandørgæld	11.021	9.385	7.929
Tilbagebetalingsforpligtelse vedr. emballage	1.291	1.279	1.361
Hensatte forpligtelser	511	512	1.092
Selskabsskat	527	534	411
Anden gæld m.v.	10.490	11.378	10.845
Kortfristede forpligtelser i alt	25.715	27.047	24.960
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	828	178	51
Passiver i alt	147.714	144.250	134.515

Bilag 4 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Carlsberg (fortsat)

Reformuleret balance:

	2011	2010	2009
<i>Kernedriftsaktiver:</i>			
Immaterielle aktiver	89.041	87.771	81.611
Materielle aktiver	31.848	32.480	31.825
Kapitalandele i ass. virksomheder	5.051	4.877	2.667
Tilgodehavender	1.650	1.747	1.604
Udskudte skatteaktiver	1.199	1.301	1.483
Pensionsaktiver	5	8	2
Varebeholdninger	4.350	4.191	3.601
Tilgodehavender fra kunder	7.855	5.687	5.898
Tilgodehavende skat	129	172	175
Andre tilgodehavender	1.846	1.766	1.750
Periodeafgrænsningsposter	867	938	666
Likvide beholdninger	3.145	2.735	2.734
Kernedriftsaktiver i alt (DA)	146.986	143.673	134.016
<i>Driftsforpligtelser:</i>			
Pensioner og lignende forpligtelser	-3.263	-2.434	-2.153
Udskudt skat	-9.652	-9.947	-9.688
Hensatte forpligtelser	-1.001	-1.506	-1.353
Anden gæld	-1.262	-922	-746
Leverandørgæld	-11.021	-9.385	-7.929
Tilbagebetalingsforpligtelse vedr. emballage	-1.291	-1.279	-1.361
Hensatte forpligtelser	-511	-512	-1.092
Selskabsskat	-527	-534	-411
Anden gæld m.v.	-10.490	-11.378	-10.845
- Reklassifikation af "Skyldige renter"	727	735	834
Driftsforpligtelser (DF)	-38.291	-37.162	-34.744
Kerne-nettodriftsaktiver (Kerne NDA)	108.695	106.511	99.272
<i>Ikke-kernedriftsaktiver:</i>			
Aktiver bestemt for salg	570	419	388
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	-828	-178	-51
Netto ikke-kernedriftsaktiver i alt (IKDA)	-258	241	337
Netto driftsaktiver (NDA)	108.437	106.752	99.609

Bilag 4 – Rapporterede og reformulerede regnskabsoplysninger for Carlsberg (fortsat)

Reformuleret balance (fortsat)

	2011	2010	2009
Minoritetsinteresser	5.763	5.381	4.660
Egenkapital (EK)	65.866	64.248	54.829
<i>Finansielle forpligtelser:</i>			
Lån, lang	34.364	32.587	36.075
Lån, kort	1.875	3.959	3.322
- Reklassifikation af "Skyldige renter"	727	735	834
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	36.966	37.281	40.231
<i>Finansielle aktiver:</i>			
Værdipapirer, lang	-134	-124	-94
Værdipapirer, kort	-24	-34	-17
Finansielle aktiver i alt (FA)	-158	-158	-111
Netto finansielle forpligtelser	36.808	37.123	40.120
Egenkapital og finansielle forpligtelser i alt	108.437	106.752	99.609

Nøgletal:	2011	2010	2009
<i>Niveau 1:</i>			
ROE	14,1%	23,0%	-6,8%
ROIC	11,2%	16,6%	-2,3%
FGEAR * SPREAD	2,9%	6,4%	-4,5%
FGEAR	0,41	0,52	0,59
SPREAD	7,0%	12,4%	-7,5%
r	-4,2%	-4,2%	-5,1%
<i>Afstemning</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
<i>Niveau 2:</i>			
ROIC	11,2%	16,6%	-2,3%
OG	17,6%	25,7%	-3,2%
AOH	0,63	0,65	0,73
<i>Niveau 3:</i>			
<u>OG-driver:</u>			
OGsalg	15,1%	13,8%	14,2%
OGandet	2,5%	11,9%	-17,4%
OGsamlet	17,6%	25,7%	-3,2%
<u>AOH-driver:</u>			
1/AOH	1,58	1,54	1,37
Intangible assets	0,22	0,22	0,20
Goodwill	0,61	0,56	0,47
Property, plant and equipment	0,47	0,45	0,40
Inventories	0,07	0,07	0,07
Trade and other receivables	0,09	0,09	0,08
Other assets	0,52	0,52	0,48
Driftsaktiver	1,97	1,92	1,69
Trade and other payables	0,17	0,16	0,13
Other debt	0,22	0,22	0,19
Driftsforpligtelser	0,40	0,37	0,31
1/AOH	1,58	1,55	1,38
<i>Afstemning</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>

Nøgletal:	2011	2010	2009
<i>Niveau 1:</i>			
ROE	10,1%	26,8%	22,8%
ROIC	7,1%	15,2%	11,0%
FGEAR * SPREAD	3,1%	11,6%	11,8%
FGEAR	0,88	1,09	1,49
SPREAD	3,5%	10,7%	7,9%
r	-3,6%	-4,6%	-3,0%
<i>Afstemning</i>	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Niveau 2:</i>			
ROIC	7,1%	15,2%	11,0%
OG	7,9%	15,6%	10,5%
AOH	0,90	0,97	1,04
<i>Niveau 3:</i>			
<u>OG-driver:</u>			
OGsalg	11,0%	12,2%	9,5%
OGandet	-3,1%	3,4%	1,0%
OGsamlet	7,9%	15,6%	10,5%
<u>AOH-driver:</u>			
1/AOH	1,11	1,03	0,96
Intangible assets	0,63	0,56	0,49
Property, plant and equipment	0,45	0,42	0,41
Inventories	0,07	0,07	0,07
Trade and other receivables	0,13	0,14	0,16
Other assets	0,28	0,26	0,25
Driftsaktiver	1,57	1,45	1,37
Trade and other payables	0,26	0,25	0,25
Other debt	0,19	0,17	0,16
Driftsforpligtelser	0,45	0,42	0,41
1/AOH	1,12	1,04	0,97
<i>Afstemning</i>	0,0	0,0	0,0

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Terminal
Regionens nettoomsætning i mio.	36.434	36.122	36.840	35.919	35.560	35.204	34.852	34.504	34.504
Stigning i nettoomsætning	-1,7%	-0,9%	2,0%	-2,5%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	0,0%
Regionens produktionsomkostninger i mio.	20.053	18.520	18.737	18.306	18.123	17.941	17.888	17.834	17.816
Stigning i produktionsomkostninger	-1,3%	-7,6%	1,2%	-2,3%	-1,0%	-1,0%	-0,3%	-0,3%	-0,1%
Produktionsomk. %-andel af nettoomsætning	55,0%	51,3%	50,9%	51,0%	51,0%	51,0%	51,3%	51,7%	51,6%
Regionens dækningsbidrag i mio.	16.381	17.602	18.103	17.613	17.437	17.263	16.965	16.670	16.687
Regionens dækningsgrad	45,0%	48,7%	49,1%	49,0%	49,0%	49,0%	48,7%	48,3%	48,4%
Regionens ølvolumen, pro rata (hektoliter)	5.050	5.000	4.950	4.826	4.778	4.730	4.683	4.636	4.636
Stigning i ølvolumen	-1,9%	-1,0%	-1,0%	-2,5%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	0,0%
Regionens nettoomsætning pr. liter	7,21	7,22	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44
Stigning i nettoomsætning pr. liter	0,3%	0,1%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Terminal
Regionens nettoomsætning i mio.	18.543	18.141	19.702	19.209	19.017	19.208	19.784	20.377	21.192
Stigning i nettoomsætning	-3,1%	-2,2%	8,6%	-2,5%	-1,0%	1,0%	3,0%	3,0%	4,0%
Regionens produktionsomkostninger i mio.	7.065	6.792	8.615	8.486	8.316	8.316	8.399	8.525	8.824
Stigning i produktionsomkostninger	-16,1%	-3,9%	26,8%	-1,5%	-2,0%	0,0%	1,0%	1,5%	3,5%
Produktionsomk. %-andel af nettoomsætning	38,1%	37,4%	43,7%	44,2%	43,7%	43,3%	42,5%	41,8%	41,6%
Regionens dækningsbidrag i mio.	11.478	11.349	11.087	10.724	10.701	10.891	11.385	11.852	12.369
Regionens dækningsgrad	61,9%	62,6%	56,3%	55,8%	56,3%	56,7%	57,5%	58,2%	58,4%
Regionens ølvolumen, pro rata (hektoliter)	5.100	4.700	4.800	4.608	4.516	4.538	4.652	4.768	4.935
Stigning i ølvolumen	10,9%	-7,8%	2,1%	-4,0%	-2,0%	0,5%	2,5%	2,5%	3,5%
Regionens nettoomsætning pr. liter	3,64	3,86	4,10	4,17	4,21	4,23	4,25	4,27	4,29
Stigning i nettoomsætning pr. liter	-12,6%	6,2%	6,3%	1,6%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Terminal
Regionens nettoomsætning i mio.	4.224	5.613	6.838	8.550	10.680	13.250	16.410	20.270	21.275
Stigning i nettoomsætning	18,9%	32,9%	21,8%	25,0%	24,9%	24,1%	23,8%	23,5%	5,0%
Regionens produktionsomkostninger i mio.	2.251	2.765	3.317	4.200	5.310	6.700	8.390	10.475	11.500
Stigning i produktionsomkostninger	20,8%	22,8%	20,0%	26,6%	26,4%	26,2%	25,2%	24,9%	9,8%
Produktionsomk. %-andel af nettoomstæning	53,3%	49,3%	48,5%	49,1%	49,7%	50,6%	51,1%	51,7%	54,1%
Regionens dækningsbidrag i mio.	1.973	2.848	3.521	4.350	5.370	6.550	8.020	9.795	9.775
Regionens dækningsgrad	46,7%	50,7%	51,5%	50,9%	50,3%	49,4%	48,9%	48,3%	45,9%
Regionens ølvolumen, pro rata (hektoliter)	1.500	1.800	2.100	2.520	3.025	3.610	4.305	5.125	4.725
Stigning i ølvolumen	36,4%	20,0%	16,7%	20,0%	20,0%	19,3%	19,3%	19,0%	-7,8%
Regionens nettoomsætning pr. liter	2,82	3,12	3,26	3,39	3,53	3,67	3,81	3,96	4,50
Stigning i nettomsætning pr. liter	-12,8%	10,7%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	13,8%

	2011	2010	2009
<u>AOH-drivere:</u>			
1/AOH	1,24	1,27	1,32
<i>Niveau 3:</i>			
<u>AOH-drivere:</u>			
Immaterielle aktiver	1,02	1,04	1,08
Materielle aktiver	0,37	0,40	0,42
Varebeholdninger	0,05	0,05	0,05
Tilgodehavender fra kunder	0,08	0,07	0,08
Andre driftsaktiver	0,17	0,16	0,15
Driftsaktiver	1,69	1,71	1,78
Leverandørgæld	0,12	0,11	0,10
Andre driftsforpligtelser	0,33	0,35	0,37
Driftsforpligtelser	0,45	0,45	0,47
1/AOH	1,24	1,26	1,31
<i>Afstemning</i>	0,0	0,0	0,0

Kurs pr.*	30/12-2009	30/12-2010	30/12-2011
Carlsberg A	391,50	572,00	416,70
Carlsberg B	384,00	558,50	405,00
Antal aktier	31/12-2009	31/12-2010	31/12-2011
Carlsberg A	33.699.252	33.699.252	33.699.252
Carlsberg B	118.857.554	118.857.554	118.857.554
Markedsværdi (aktier*kurs)	58.834.557.894	85.657.916.053	62.179.787.678

*http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/Carlsberg

	30/12-2009	30/12-2010	30/12-2011
NFF jf. bilag 4	40.120.000.000	37.123.000.000	36.808.000.000

** afrundet til hele mio. kr.

Estimeret kapitalstruktur	30/12-2009	30/12-2010	30/12-2011	Gennemsnit
Ejerafkast	59,46%	69,76%	62,82%	64,01%
kreditorafkast	40,54%	30,24%	37,18%	35,99%

Driftsmæssig risiko	Finansiel risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,40 - 0,60
Lav	Neutral	Lav	0,60 - 0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85 - 1,15
Neutral	Lav	Lav	0,60 - 0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85 - 1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15 - 1,40
Høj	Lav	Neutral	0,85 - 1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15 - 1,40
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Mio. DKK	2011A	2011A - Andele	2012E	2012E - Stigning	2013E	2013E - Stigning	2014E	2014E - Stigning	2015E	2015E - Stigning	2016E	2016E - Stigning	Terminal- periode	Terminal- periode - Stigning
Resultatopgørelse														
Omsætning - Nord- og Vesteuropa	36.879		-2,50%		-1,00%		-1,00%		-1,00%		-1,00%		0,00%	
Omsætning - Østeuropa	19.719		-2,50%		-1,00%		1,00%		3,00%		3,00%		4,00%	
Omsætning - Asien	6.838		25,04%		24,91%		24,06%		23,85%		23,52%		4,96%	
Omsætning - Ikke fordelt	125		2,00%		2,00%		2,00%		2,00%		2,00%		2,00%	
Produktionsomkostninger - Nord- og Vesteuropa	-18.737													
Produktionsomkostninger - Østeuropa	-8.615													
Produktionsomkostninger - Asien	-3.317													
Produktionsomkostninger - Ikke fordelt	-1.119	-895,20%	-896,10%		-896,99%		-897,89%		-898,79%		-899,68%		-900,58%	
Salgs- og distributionsomkostninger	-18.483	-29,08%	-19.777	7,00%	-21.161	7,00%	-22.642	7,00%	-23.322	3,00%	-24.021	3,00%	-24.742	3,00%
Administrationsomkostninger	-3.903	-6,14%	-3.942	1,00%	-3.981	1,00%	-4.021	1,00%	-4.061	1,00%	-4.102	1,00%	-4.143	1,00%
Nettoværdi af andre driftsindtægter	249	0,39%	0,40%		0,40%		4,00%		0,40%		0,40%		0,40%	
Andel af resultat efter skat i ass. virksomhed	180	0,28%	0,25%		0,25%		0,25%		0,25%		0,25%		0,25%	
Særlige poster	-268	-0,42%	-0,40%		-0,40%		-0,40%		-0,40%		-0,40%		-0,40%	
Afskrivninger, produktionsomkostninger	2.671	-8,40%	-8,40%		-8,40%		-8,40%		-8,40%		-8,40%		-8,40%	
Afskrivninger, salg- og distributionsomkostninger	793	-4,29%	-4,29%		-4,29%		-4,29%		-4,29%		-4,29%		-4,29%	
Afskrivninger, administrationsomkostninger	320	-8,20%	-8,20%		-8,20%		-8,20%		-8,20%		-8,20%		-8,20%	
Afskrivninger, særlige poster	1.115	-416,04%	-416,04%		-416,04%		-416,04%		-416,04%		-416,04%		-416,04%	
Effektiv skattesats		-24,40%	-25,00%		-25,00%		-25,00%		-25,00%		-25,00%		-25,00%	
Minoritetsinteresser	-543	-4,48%	-4,50%		-4,50%		-4,50%		-4,50%		-4,50%		-4,50%	
Driftsaktiver														
Immaterielle aktiver		1,39	1,32		1,32		1,39		1,39		1,39		1,39	
Materielle aktiver		0,51	0,51		0,52		0,52		0,51		0,51		0,51	
Varebeholdninger		0,07	0,08		0,08		0,07		0,07		0,07		0,07	
Tilgodehavender fra kunder		0,11	0,11		0,11		0,11		0,11		0,11		0,11	
Andre driftsaktiver		0,23	0,23		0,23		0,23		0,23		0,23		0,23	
Driftsaktiver (DA) i alt		2,30	2,25		2,25		2,31		2,30		2,30		2,30	
Driftsforpligtelser														
Leverandørgæld		-0,16	-0,16		-0,16		-0,16		-0,16		-0,16		-0,16	
Andre driftsforpligtelser		-0,45	-0,45		-0,45		-0,45		-0,45		-0,45		-0,45	
Driftsforpligtelser (DF) i alt		-0,61	-0,61		-0,61		-0,61		-0,61		-0,61		-0,61	
1/AOH		1,68	1,63		1,64		1,70		1,68		1,68		1,68	
FGEAR		0,52	0,52		0,52		0,52		0,52		0,52		0,52	

Bilag 13 – Budgetforudsætninger og cashflow (fortsat)

Mio. DKK	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal- periode
Immaterielle aktiver	89.041	84.382	86.470	94.369	99.080	104.793	107.330
Materielle aktiver	31.848	32.639	33.781	35.374	36.047	38.126	39.049
Varebeholdninger	4.350	5.109	5.235	4.559	4.786	5.062	5.185
Tilgodehavender fra kunder	7.855	6.803	6.971	7.228	7.589	8.026	8.220
Andre driftsaktiver	13.634	14.438	14.796	15.340	16.106	17.034	17.447
Driftsaktiver (DA)	146.728	143.370	147.253	156.869	163.607	173.042	177.230
Leverandørgæld	-11.021	-10.251	-10.505	-10.891	-11.435	-12.094	-12.387
Andre driftsforpligtelser	-27.270	-28.893	-29.608	-30.697	-32.230	-34.088	-34.913
Driftsforpligtelser (DF)	-38.291	-39.144	-40.113	-41.588	-43.664	-46.182	-47.300
Netto driftsaktiver (NDA)	108.437	104.226	107.140	115.281	119.943	126.860	129.930
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	36.808	54.198	55.713	59.946	62.370	65.967	67.564
Minoriteter	5.763						
Egenkapital	65.866	158.424	162.853	175.226	182.313	192.827	197.494

Bilag 13 – Budgetforudsætninger og cashflow (fortsat)

Mio. kr.	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal- periode
Nord- og Vesteuropa	36.879	35.957	35.597	35.241	34.889	34.540	34.540
Østeuropa	19.719	19.226	19.034	19.224	19.801	20.395	21.211
Asien	6.838	8.550	10.680	13.250	16.410	20.270	21.275
Ikke fordelt	125	128	130	133	135	138	141
Nettoomsætning i alt	63.561	63.861	65.441	67.848	71.235	75.343	77.167
Nord- og Vesteuropa	-18.737	-18.306	-18.123	-17.941	-17.888	-17.834	-17.816
Østeuropa	-8.615	-8.486	-8.316	-8.316	-8.399	-8.525	-8.824
Asien	-3.317	-4.200	-5.310	-6.700	-8.390	-10.475	-11.500
Ikke fordelt	-1.119	-1.143	-1.167	-1.191	-1.216	-1.242	-1.268
Produktionsomkostninger i alt	-31.788	-32.134	-32.915	-34.149	-35.893	-38.076	-39.407
Bruttoresultat	31.773	31.727	32.526	33.700	35.342	37.267	37.759
Salgs- og distributionsomkostninger	-18.483	-19.777	-21.161	-22.642	-23.322	-24.021	-24.742
Administrationsomkostninger	-3.903	-3.942	-3.981	-4.021	-4.061	-4.102	-4.143
Nettoværdi af andre driftsindtægter	249	255	262	2.714	285	301	309
Andel af resultat efter skat i ass. virksomhed	180	160	164	170	178	188	193
Særlige poster	-268	-255	-262	-271	-285	-301	-309
EBIT	9.548	8.167	7.547	9.648	8.137	9.332	9.067
Effektiv skat	-2.330	-2.042	-1.887	-2.412	-2.034	-2.333	-2.267
NOPAT	7.218	6.125	5.660	7.236	6.103	6.999	6.800
Afskrivninger, produktionsomkostninger	2.671	2.700	2.766	2.869	3.016	3.199	3.311
Afskrivninger, salg- og distributionsomkostninger	793	849	908	971	1.001	1.031	1.062
Afskrivninger, administrationsomkostninger	320	323	326	330	333	336	340
Afskrivninger, særlige poster	1.115	1.063	1.089	1.129	1.185	1.254	1.284
Minoritetsinteresser	-543	-498	-484	-564	-524	-577	-576
Frit cash flow fra driften	11.574	8.826	8.426	10.105	9.119	10.198	10.111

Bilag 13 – Budgetforudsætninger og cashflow (fortsat)

<i>DCF modellen</i>	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal- periode
	1	2	3	4	5	6
Frit cash flow, drift	8.826	8.426	10.105	9.119	10.198	10.111
Frit cash flow, nettodriftsaktiver	4.211	-2.914	-8.140	-4.662	-6.917	-3.070
Samlede frit cash flow	13.036	5.512	1.965	4.456	3.282	7.041
ROIC	8,3%	8,0%	9,1%	7,8%	8,3%	7,9%
Diskonteringsfaktor	0,94	0,88	0,82	0,77	0,72	0,67
Nutidsværdi af frit cash flow	12.206	4.832	1.613	3.425	2.362	
Terminalværdi	154.781					
Kapitalværdi af frit cash flow i budgetperiode	24.439					
Kapitalværdi af frit cash flow i terminalperiode	104.302					
Værdi ekskl. ikke-driftsmæssige aktiver (EV)	128.741					
Værdi af ikke-driftsmæssige aktiver	0					
Værdi inkl. ikke-driftsmæssige aktiver	128.741					
Rentebærende gæld	-36.808					
Minoriteter	-5.763					
Estimeret værdi af egenkapital	86.170					
Antal aktier i alt (2011) i mio.	152,557					
Egne aktier i alt (2011) i mio.	-0,033					
Samlet antal aktier	152,523					
Værdi pr. aktie	565					
Vækst i Terminalperioden	2,25%					
WACC	6,80%					

Scottish & Newcastle Plc. (S&N) - Omsætning

2005-R	GBP	3.260.000.000
2006-R	GBP	3.328.000.000

Stigning i omsætning årene i 2005 -
2006 2,09%

2007-E	GBP	3.397.418.405
2008-E	GBP	3.468.284.801
2009-E	GBP	3.540.629.392
2010-E	GBP	3.614.483.011
2011-E	GBP	3.689.877.135

Valutakurs pr. 1. august 2012 9,45

Estimeret omsætning i 2011 ved fremskrivning af 2005-2006 i kr.	34.868.969.942
--	-----------------------

Carlsberg - omsætning 2011 i kr. 86.555.000.000

S&N aktivitet ifht. Carlsberg målt på omsætning	40,29%
--	---------------

Samlet salgspris for S&N i kr.	104.000.000.000
Fremskrevet salgspris for S&N til 2012-tal ved 2 % inflation i kr.	114.824.403.533

Estimeret værdi af Carlsberg i kr.	285.027.813.106
---	------------------------

Salgspris pr. Carlsberg-aktie i kr.	1.869
--	--------------

	<u>Heineken</u>	<u>SABMiller</u>
	EUR	USD
EV i mio.	33.783	89.597
Omsætning 2010	16.133	18.020
Solgte liter øl 2010 i 10.000' hectoliter	14.590	21.300
Omsætning pr. solgt ltr. øl i 2010	1,1	0,8
Omsætning 2011	17.123	19.408
Solgte liter øl 2011 i 10.000' hectoliter	16.460	21.800
Omsætning pr. solgt ltr. øl i 2011	1,0	0,9
EV / Oms. pr. solgt ltr. øl, gennemsnit	31.484	103.206
Branchemultipel	67.345	
Carlsberg		
Omsætning 2010	81.295	
Solgte liter øl 2010 i 10.000' hectoliter	11.420	
Omsætning pr. solgt ltr. øl i 2010	7,1	
Omsætning 2011	86.555	
Solgte liter øl 2011 i 10.000' hectoliter	11.870	
Omsætning pr. solgt ltr. øl i 2011	7,3	
Værdi af Carlsberg ved multipel	485.241	
Rentebærende gæld 2011	-43.197	
Værdi af Carlsberg	442.044	
Værdi pr. aktie	2.898	