

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Carlsberg

Strategic financial analysis and valuation of Carlsberg



Copenhagen Business School 2012

Cand. Merc. Aud.

Kandidatafhandling

8. oktober 2012

Udarbejdet af: Ronni Jansen

Vejleder: Jens O. Elling

Antal sider: 80

Antal anslag: 145.440

1. Executive Summary

The purpose of this master is to make a strategic and financial analysis of Carlsberg to estimate the stock price and then conclude if the official stock price on the Danish stock exchange is over- or undervalued.

Carlsberg was founded back in 1847 and then the company has grown to be one of the biggest breweries in the world, with a current position as the fourth largest brewery. This position was mainly achieved with acquisition of Scottish & Newcastle together with Heineken in 2008. As a result of this Carlsberg has taken a position as market leader on the Russian market, which is one of the largest markets in the world. Carlsberg's activities are mainly located in three regions: Eastern- and Northern Europe, Western Europe and Asia.

The strategic analysis showed, that the mature markets that Carlsberg operate on, is expected to have limited growth the next couple of years. Consumers in Northern- and Western Europe are changing their view on alcohol and beer in general but people are also drinking more wine. The region Eastern Europe mainly lead by Russia have been struggling with tax increases and limitation in advertising on alcohol beverages which have a negative impact on the consumption of beer. Carlsberg are therefore focusing on process innovation to lower the input cost per product and launching new products with women as the target group. Asia is the new growth region and there is a lot of focus on this particular region, as this is going to carry the overall growth the coming years.

The analysis of Carlsberg's historical financial performance shows that they have been very exposed to currency changes, which is due to the takeover of S&N, where they became a key player in Russia and the Russian Ruble have fluctuated significantly the last couple of years. If this factor was taken out, Carlsberg have had a positive trend in their performance and focus on bringing down their cost per. product. They have managed to improve their gearing ratio after the takeover so they bring down their debt vs. equity.

The valuation is executed through the DCF-model, where the prepared budget has provided the background for it. The share price on 31th of July 2012 is estimated to kr. 607 and the official price on NASDAQ OMX was kr. 490 indicating that the share price of Carlsberg is undervalued.

Indholdsfortegnelse

1. Executive Summary.....	1
2. Indledning.....	4
2.1 Problemstilling	5
2.2 Problemformulering	6
2.3 Model- og metodevalg.....	7
2.3.1 Strategisk analyse.....	8
2.3.2 Regnskabsanalyse.....	9
2.3.3 Budgettering.....	10
2.3.4 Værdiansættelse	10
2.3.5 Kildekritik	11
2.4 Afgrænsning.....	12
3. Præsentation af Carlsberg.....	13
3.1 Historie	13
3.2 Koncernstruktur og ejerforhold	14
3.3 Strategi	15
3.4 Produktportefølje.....	16
3.5 Markeder	17
3.6 Præsentation af konkurrenter.....	19
4. Strategisk analyse	21
4.1 Analyse af omverdenen (PESTEL)	21
4.1.1 Politiske og lovmæssige forhold	22
4.1.2 Økonomiske forhold.....	25
4.1.3 Socio-kulturelle forhold	30
4.1.4 Teknologiske forhold	32
4.1.5 Miljømæssige forhold	33
4.1.6 Sammenfatning af PESTEL	33
4.2 Porters Five Forces.....	34
4.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke	34
4.2.2 Truslen fra nye konkurrenter	35
4.2.3 Kundens forhandlingskraft.....	36
4.2.4 Truslen fra substituerende produkter.....	37
4.2.5 Konkurrencen i branchen	38
4.2.6 Sammenfatning Porters Five Forces.....	40
4.3 Værdikædeanalyse.....	41
4.3.1 Produkt- og teknologiudvikling	41
4.3.2 Indkøb	42
4.3.3 Produktion	43
4.3.4 Marketing og salg.....	44
4.3.5 Sammenfatning af Værdikæden	44
4.4 Vækstudsigter på det globale ølmarked og vækststrategier	45

4.5 SWOT analyse.....	47
5. Regnskabsanalyse.....	49
5.1 Revisionspåtegninger	49
5.2 Anvendt regnskabspraksis	50
5.3 Reformuleringer	50
5.3.1 Reformulering af egenkapital.....	51
5.3.2 Reformulering af balancen	52
5.3.3 Reformulering af resultatopgørelsen	53
5.4 Rentabilitetsanalyse.....	55
5.4.1 Egenkapitalforrentningen	55
5.4.2 Niveau 1: Dekomponering af ROE	56
5.4.3 Niveau 2: Dekomponering af ROIC.....	58
5.4.4 Niveau 3: Dekomponering af OG og AOH.....	59
5.5 Common size analyse	60
5.6 Sammenfatning regnskabsanalyse.....	62
6 Budgettering	63
6.1 Budgetforudsætninger	63
6.1.1 Nettoomsætning	64
6.1.2 Produktionsomkostninger.....	67
6.1.3 Salgs- og distributionsomkostninger	68
6.1.4 Administrationsomkostninger	68
6.1.5 Netto finansielle omkostninger	68
6.1.6 Selskabsskat	69
6.1.7 Immaterielle- og materielle anlægsaktiver.....	69
6.1.8 Netto finansielle forpligtelser.....	69
7. Værdiansættelse.....	70
7.1 Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).....	70
7.1.1 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav (r_e)	71
7.1.2 Lånerente (r_g).....	73
7.1.3 Fastlæggelse af kapitalstruktur (EKA, GA)	73
7.1.4 Beregning af WACC	73
7.2 Vækstfaktor (g)	74
7.3 Estimering af Carlsberg aktiens værdi	74
7.3.1 Sammenligning med børskurs den 31. juli 2012.....	75
7.4 Følsomhedsanalyse.....	75
7.5 Sammenfatning af værdiansættelsen	76
8. Konklusion	77
9. Perspektivering	79
10. Bilag	81
11. Litteraturliste	94
12. Figuroversigt.....	97
13. Tabeloversigt.....	98

2. Indledning

Denne kandidatafhandling på Cand. Merc. Aud. studiet har til formål, at foretage en strategisk og en regnskabsmæssig analyse, for efterfølgende at kunne foretage en værdiansættelse. Det skal ende ud i en vurdering af, om aktien er en attraktiv investering, dvs. om aktien er prisfastsat korrekt.

Valget af case virksomhed er faldet på Carlsberg af flere grunde. Det er en virksomhed, som er repræsenteret i det danske C20-indeks, hvorfor der foregår en del handel med selskabets aktie. Det stiller krav til informationerne som virksomheden stiller til rådighed for offentligheden og der er således et stort informationsniveau og det er let, at finde brugbare data til brug for udarbejdelsen af den strategiske analyse.

Virksomheden opererer også i et dynamisk FMGC¹ marked, hvor der hele tiden sker forandringer, hvilket gør en strategisk analyse mere interessant. Der har ligeledes de seneste par år, været større fokus på indtagelse af alkohol både fra politisk side og fra forbrugernes side. Det giver en større dynamik og der er begyndt at ske ændringer i verdens demografi, hvilket samlet set påvirker den måde Carlsberg opererer og styrer deres virksomhed ud fra.

Der er de senere år, sket en større konsolidering i mellem selskaberne i bryggeribranchen, som agerer på dette marked. Det har betydet, at de store er blevet større via opkøb af de mindre. Dette har Carlsberg også været en del af, hvilket har haft den effekt, at de er gået hen og blevet det fjerde største bryggeri på det globale marked. Dette er sket efter, at de opkøbte Scottish & Newcastle i 2008. Der er derfor herefter, kommet større fokus på Carlsberg og dennes værdiansættelse i marked.

I praksis er værdiansættelse en større udfordring, da det aldrig vil være muligt at finde frem til den endegyldige værdi af selskabets aktie. Resultatet af værdiansættelsen vil være en teoretisk vurdering af værdiansættelsen af prisen for selskabets aktiver, i forhold til om de er værdiansat korrekt. Der vil ikke være en sand værdi af aktierne i selskabet, da værdiansættelsen beror på subjektive holdninger og fortolkninger.

¹ Hurtigt omsættelige forbrugsvarer

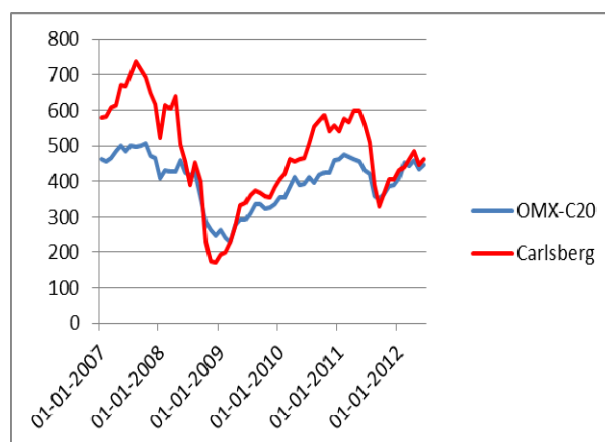
2.1 Problemstilling

Carlsberg har efter sit opkøb af Scottish & Newcastle fået en mere udsat profil, da de er gået fra at være en lokal spiller, til nu at have fået en profil, som en af de store aktører i bryggeribranchen. Det har dels betydet, at de er blevet mere eksponeret overfor omverdenen i form af valutarisici og har behov for øget kendskab til flere markeder.

Carlsberg operer primært på tre regioner: Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Disse markeder er meget forskellige fra hinanden, dels er de i forskellige vækst- og udviklingsstadier, de har også forskellige traditioner, indkøbsvaner, vejrforhold og politiske indgreb mv. Dette er alt sammen forhold, der udfordrer Carlsberg i forhold til, hvilke indsatsområder de skal have i regionerne, hvilken strategi de skal føre samt målsætningen for fremtiden.

De senere år har flere af deres hovedmarkeder i Europa været præget meget af den finansielle krise og der har ligeledes været flere politiske indgreb på deres største enkeltstående marked Rusland, i form af væsentlige afgiftsforhøjelser. Det har betydet, at der ikke har været den store vækst på flere markeder og der har ligeledes været store kursudsving i flere af de valutaer Carlsberg handler i. Der er også ved og ske en ændring i demografien i verdenen, folk bliver ældre, men årgangene mindre, hvilket kan give ændringer til den strategiske positionering i forhold til deres primære målgrupper.

Carlsberg står overfor nogle udfordringer i forbindelse med omsætningsvækst, omkostningsstyring og de samfundsmæssige forhold, som de ikke selv kan påvirke. Det er afgørende for den positive udvikling i Carlsberg, at de formår at udnytte deres synergier, deres goodwill, have fokus på effektivisering samt produktinnovation.



Figur 1: Kursudvikling de seneste 5 år, kilde: Nasdaq OMX

Carlsbergs aktie har de seneste par år bevæget sig betydeligt mere end resten af det danske C20-indeks. Der hersker en intens konkurrence i branchen, i forhold til kapring af markedsandele, der er skiftende makroforhold i Carlsbergs omverden og der er økonomiske usikkerheder på flere af deres markeder. Det kan alt sammen gøre det svært for en privat investor, at vurdere Carlsbergs fremtid og dermed vurdere den korrekte markedsværdi af Carlsberg.

Det er formålet med denne værdiansættelse i opgaven og vurdere om Carlsberg er en attraktiv virksomhed at investere i. Dette gøres ved at sammenholde den beregnede værdi, med den offentlige markedsværdi som aktien handles for.

2.2 Problemformulering

Den overordnede problemstilling som ønskes besvaret er:

”Ud fra en strategisk og regnskabsmæssig analyse, udarbejdes en værdiansættelse af Carlsberg. Værdiansættelsen skal konkludere, om det for en investor vil være attraktivt, at investere i Carlsbergs B aktie, set i forhold til markedsværdien den. 31. juli 2012”

For at kunne besvare dette spørgsmål, er det nødvendigt, at foretage en dybdegående analyse af bryggerivirksomheden Carlsberg, dens omverden, konkurrenter og de markeder, hvor den opererer på.

Det er nødvendigt både for den metodiske og den analytiske del af behandlingen, at opdele hovedspørgsmålet i en række underspørgsmål. Besvarelsen af disse underspørgsmål vil danne grundlaget for afhandlingens konklusion og derved besvarelse af problemformuleringen.

Følgende underspørgsmål ønskes uddybet:

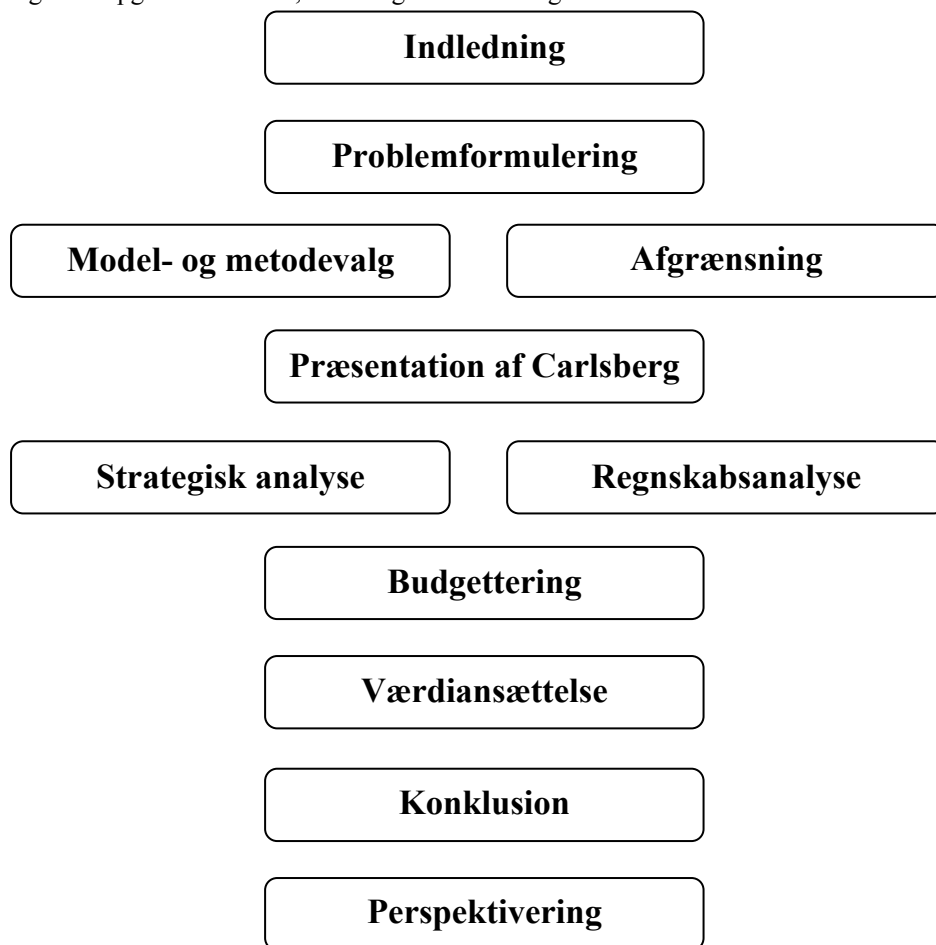
- Hvilke samfundsmæssige forhold påvirker Carlsberg og hvilken indflydelse vil disse have på den fremtidige vækst- og indtjeningsmulighed?
- Hvilke branchemæssige faktorer påvirker Carlsberg og hvilken indflydelse vil disse have på den fremtidige vækst- og indtjeningsmulighed?
- Hvilke styrker og svagheder besidder Carlsberg og hvilken indflydelse vil disse have på den fremtidige vækst- og indtjeningsmulighed?
- Hvordan har Carlsbergs regnskabsmæssige udvikling været de seneste fem år?

- Hvad er den teoretiske pris for en Carlsberg aktie pr. 31. juli 2012?

2.3 Model- og metodevalg

I det følgende afsnit vil opgavens struktur blive gennemgået. Det har til formål at beskrive den metodiske tilgang, for at give læseren et overblik over hvilken tilgang, der er anvendt for at behandle afhandlingens problemformulering.

Figur 2: Opgavens struktur, kilde: Egen indvirkning



Ovenstående opgavestruktur er valgt ud fra, at de enkelte afsnit er bindeledet til det efterfølgende, således at præsentationen af Carlsberg, giver den nødvendige information til at fortage fundamentalanalysen², der så ligger til grund for budgetteringen. Den budgetteret periode vil

² Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen s. 18

herefter bliver anvendt til, at estimere værdien af Carlsbergs egenkapital og dermed værdien af den enkelte aktie.

2.3.1 Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at afdække Carlsbergs strategiske position og ligeledes få en forståelse af de fremtidige muligheder inden for vækst og indtjening i de tre regioner. Den vil blive delt op i tre niveau: Samfundsniveau (omverden), brancheniveau og på intern niveau.

Analyse på samfundsniveau

Carlsberg er en stor global spiller og har sine forretningsaktiviteter spredt ud over 150 lande i tre forskellige regioner, hvor i mellem der er stor forskel. Carlsbergs værdiskabelse er derfor meget afhængige af påvirkning fra omverdenen, og til brug for denne analyse benyttes PESTEL modellen³. Modellen redegør for, hvilke samfundsrelaterede faktorer, der særligt påvirker bryggeribranchen og dermed Carlsberg.

Det er en vigtig ting at tilføje, at PESTEL-analysen ikke er udtømmende og skal i praksis hele tiden opdateres for at den kan bruges til at agere ud fra. Man skal også være varsom med at bruge denne til prognose-behov, da modellen er bagudrettet og ikke tager hensyn til fremtiden. På trods af disse svagheder ved modellen, er PESTEL modellen god til at give et overblik over Carlsbergs nuværende omgivelser og når de væsentligste samfundsrelaterede faktorer er identificeret, kan man tegne et billede af, hvordan disse forventes at se ud i fremtiden og derved påvirke bryggeribranchen.

Brancheanalyse

Til brug for udarbejdelse af en brancheanalyse, vil Porter Five Forces⁴ blive anvendt. Dette er en model til at analysere en virksomheds konkurrencekraft samt vurdere, hvilke faktorer, der kan påvirke virksomhedens konkurrenceevne mest i negativ grad.

Porters Five Forces kritiseres ofte for, at give et meget statisk billede af en dynamisk og uforudsigelig verden. Porters Five Forces kritiseres endvidere for ikke at tage hensyn til modtræk hos konkurrenterne, altså konsekvenserne af strategiske handlinger foretaget af Carlsberg. Modellen giver på trods af disse kritikpunkter et struktureret overblik over branchen, forhandlingsmagter og

³ Exploring Strategy, Ninth edition (2011) af Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes, side 49

⁴ Exploring Strategy, Ninth edition (2011) af Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes, side 54

konkurrencen fra substitutter, hvilket vurderes værende vigtige faktorer i forhold til Carlsberg og dermed finder modellen sin berettigelse i afhandlingen.

Intern analyse

Denne analyse har til formål at identificere Carlsbergs kernekompetencer samt mest centrale ressourcer. Dette gøres med en analyse af deres værdikæde, i form af Porters værdikæde model⁵, som vil afdække på, hvilke områder Carlsberg råder over kompetencer, og derved skaber en konkurrencemæssig fordel, i forhold til de øvrige konkurrenter i branchen.

Vækstudsigter på det globale ølmarked og vækststrategi

Vækstudsigter i marked, tager udgangspunkt i brancheanalysen og udtalelser fra Carlsbergs årsrapport. Med udgangspunkt i Anshoffs vækststrategier⁶ foretages en analyse af, hvordan vækststrategien vil være, i forhold til vækstudsigterne i regionerne.

SWOT

Resultatet af omverdenanalysen, brancheanalysen, den interne analyse, vækstudsigter på det globale ølmarked og vækststrategien, vil blive sammenfattet i en SWOT analyse⁷, hvilket giver et overblik over Carlsbergs strategiske situation i bryggerimarkedet. Analysen tegner et øjebliksbillede af Carlsberg, og af hvordan Carlsberg klarer sig i konkurrencen med andre bryggerier. De analyserede value-drivere fra SWOT analysen vil danne udgangspunkt for budgetteringen.

2.3.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen udarbejdes for at vise, hvordan Carlsbergs økonomi, dvs. værdiskabende evne, har udviklet sig gennem de seneste fem år. Analysen af Carlsbergs regnskaber og fremtidig budgettering, vil ikke blive baseret på nogle teorier, eller nogen former for modeller. Her vil analysen udelukkende blive baseret på Carlsbergs årsrapporter fem år tilbage, samt den strategiske analyse i relation til fremtidig budgettering. Rentabilitetsanalysen vil dog tage sit udgangspunkt i DuPont-pyramiden⁸, hvor relevante nøgletal vil blive beregnet til brug for analysen.

⁵ Exploring Strategy, Ninth edition (2011) af Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes, side 97

⁶ Exploring Strategy, Ninth edition (2011) af Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes side 231

⁷ Exploring Strategy, Ninth edition (2011) af Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes, side 106

⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 254

Der vil blive foretaget en Common Size analyse⁹ af Carlsbergs største konkurrent, for at analysere, hvordan Carlsberg klarer sig i forhold til denne.

2.3.3 Budgettering

Forudsætningerne for budgettet vil blive udarbejdet med baggrund i de konstaterede value drivere i den strategiske analyse, samt udviklingen i regnskabsanalysen. Budgettet vil danne grundlag for den egentlige værdiansættelse.

2.3.4 Værdiansættelse

Der findes flere forskellige modeller, man kan værdiansætte en virksomhed¹⁰ med. På forskellige måder, kommer de frem til den estimerede værdi af virksomheden. Fælles for dem alle er, at de benytter sig af en række ubekendte, hvilket bevirker at der vil være en vis usikkerhed i beregningerne. De primære modeller er DCF-modellen, som beregner værdien af virksomheden på baggrund af de frie cash-flows og RIDO-modellen, der benytter residualindkomsten, som er målinger fra årsrapporterne. Fælles for begge modeller er, at de benytter WACC'en som diskonteringsfaktor.

DCF-modellen estimerer markedsværdien af kapitalen på basis af de frie cash flows, som virksomheden forventes at generere i fremtiden. Modellen udmærker sig blandt andet ved, at investors afkastkrav indgår, hvilket gør modellen mere dynamisk. Den er uafhængig af regnskabsresultater og på den måde også manipulation af regnskabet. Omvendt har modellen den svaghed, at pålideligheden afhænger af nøjagtigheden i det budgetterede cash-flow. For at opgøre cash-flowet pålideligt, kræver det et indgående kendskab til virksomheden, hvilket stiller krav til en vis professionalisme hos analytikeren. Terminalværdien udgøre en stor del af værdiansættelsen, hvilket der knytter sig en stor usikkerhed til.

RIDO-modellen tager udgangspunkt i de værdier som er målt i aktiver og passiver i årsrapporten. Dette gør, at der stilles store krav til den kvalitet som disse er udarbejdet med, da målingerne har en direkte indvirkning på estimeringen af virksomhedens teoretiske værdi. Denne model antager derfor at størstedelen af værdiansættelsen sker igennem anvendt regnskabspraksis. Dette bevirker, at der kan være en forskel i den information som er tilgængelig, hvor den eksterne i dette tilfælde, er

⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 207

¹⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 37

dårligere stillet samt at evt. regnskabsmanipulation vil have en indvirkning på estimatet. Denne model er derfor meget påvirket af, hvilken metode virksomheden har valgt at indregne de enkelte poster på, samt hvilken kvalitet dette er foretaget med.

Til brug for værdiansættelsen i denne afhandling, er DCF-modellen (discounted cash flow) anvendt. Modellen er anvendt, da den søger at benytte alle offentlige tilgængelige oplysninger, hvor der ikke er forskel fra de interne. Den er heller ikke påvirket af evt. regnskabsmanipulation fra ledelsens side. Dette er ligeledes den mest anvendte model i praksis, og den søger at afdække de frie cash-flow, hvilket netop er det som en investor er interesseret i.

I forbindelse med værdiansættelsen vil der være en introduktion til de enkelte elementer, der indgår i modellen.

Den estimerede værdi vil blive afprøvet i en følsomhedsanalyse, hvor der vil blive foretaget korrektioner af de væsentligste parametre i modellen og analyseret, hvordan de påvirker estimatet.

2.3.5 Kildekritik

Til besvarelse af problemformuleringen i afhandlingen, har det ikke været nødvendigt at fremstille primær data, dels fordi det ikke er muligt at få adgang til selskabernes interne data, samt at Carlsbergs markedspris beror på offentlig tilgængelig information. Alt relevant materiale skal være offentligt tilgængeligt, da selskabet er børsnoteret.

For at udarbejde den strategiske- og regnskabsmæssige analyse består dataindsamlingen¹¹ af sekundært data, dvs. offentligt tilgængeligt materiale hvilket kan være markedsstatistikker/analyser, artikler, årsrapporter og pressemeddelelser mv.

I forbindelse med sekundære data som årsrapporter og andre meddelelser fra virksomheden, er det naturligt at forholde sig kritisk, til den eventuelle manglende objektivitet. Dog anses kilderne for at være troværdige og valide, da er rapporternes kvantitative data er bekræftet af revisors blanke påtegninger i hele analyseperioden.

¹¹ Den skinbarlige virkelighed, 4. udgave (2010) af Ib Andersen, side 41

I forbindelse med benyttelsen af diverse artikler fra aviser og fagblade, er det nødvendigt at forholde sig kritisk til forfatterens synspunkter og troværdighed. Derudover er der anvendt data fra uafhængige analyseproducenter og foreninger, herunder Euromonitor International, Danmarks statistik samt bryggeriforeningen, hvilke formodes at være af en høj kvalitet. Dog skal brugen af analyser og rapporter fra brancheforeningen vurderes i forhold til deres objektivitet med henblik på varetagelse af medlemmernes interesse.

2.4 Afgrænsning

Afhandlingen er praktisk orienteret, hvilket vil sige at teorier og modeller anvendes direkte i analytisk sammenhæng. Udgangspunktet er derfor, at modeller og teorier ikke vil blive diskuteret og kritiseret systematisk, men blot i det omfang det findes relevant i den pågældende sammenhæng.

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i den private investor og det forudsættes at Carlsberg er en Going Concern virksomhed, med fortsat drift for øje.

Der vil ikke, i den strategiske analyse blive inddraget andre markeder end Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Disse markeder er valgt fordi, de er Carlsbergs hovedregioner og derved de meste omtalte, hvor de øvrige ikke indgår med tilstrækkelig information for at kunne inddrages i analysen. Det vurderes det er tilstrækkeligt udelukkende, at analysere disse markeder til at vurdere Carlsbergs grundlæggende situation. Øvrige markeder vil kun blive begrænset inddraget i forhold til indtrængning og udvidelse på markederne.

Skæringsdatoen for regnskabsinformationer og anden selskabs- og markedsspecifik information, der kan have indvirkning på analyse og værdiansættelsen er sat til den 31. juli 2012, hvorfor der ikke er taget højde for materiale, i analysen og værdiansættelsen der er afstedkommet efter denne dato. Hvis der er sket væsentlige begivenheder efter datoen, vil disse blive fremhævet i perspektivering.

Carlsbergs teoretiske værdi beregnes ud fra en ”stand alone” værdiansættelse og der er derved ikke inddraget en porteføljemæssig betragtning i værdiansættelsen.

3. Præsentation af Carlsberg

Der begyndes med en beskrivelse af Carlsberg gruppen, for at sikre, at læseren har den fornødne forståelse og indsigt. Der ligger i afsnittet hovedvægt på de dele af Carlsberg, som vil blive inddraget i de efterfølgende analyser.

3.1 Historie¹²

Carlsberg blev grundlagt af J. C. Jacobsen i 1847. Bryggeriet fik sit navn efter J. C. Jacobsen søn (Carl) og bryggeriets beliggenhed på Valby Bakke (Berg). Grundet J. C. Jacobsen høje fokus på kvalitet, gik der ikke lang tid før Carlsberg fik stor succes og et godt omdømme, der også rakte udover Danmarks grænser. J. C. Jacobsen var også meget innovativ og han oprettede i 1875 Carlsbergs Laboratorium. Dette førte blandt andet til opdagelsen af (*Saccharomyces carlsbergensis*) undergæring, som stadig den dag i dag bruges til pilsnerbrygningen verden over, samt opfindelsen af måleenheden ph i 1909.

J. C. Jacobsen anlægger i 1871 et bryggeri til hans søn Carl, hvor han kan brygge sit eget øl. Dette foregår i en del år, men i 1881 opsiger faderen lejemålet, da de har haft uoverensstemmelser omkring, hvordan man skal brygge øl. J. C. Jacobsen synes at hans søn slækker på kravene i forhold til, hvor længe øllet skal lagres. De strider derefter om, hvem der har ret til, at bruge navnet Carlsberg, hvor Carl får lov til, at bruge navnet Ny Carlsberg og J. C. Jacobsen bruger navnet Gammel Carlsberg. J. C. Jacobsen dør i 1887 og Carlsberg fonden bliver den nye ejer af gl. Carlsberg og efterfølgende af Ny Carlsberg i 1902. De to bryggerier er opdelt indtil år 1906, hvor de bliver slået sammen og kaldes herefter Carlsberg.

I 1970 fusionerede Carlsberg med Tuborg og selskabets navn blev til De Forende Bryggerier A/S. Dette navn har de indtil 1987, hvor selskabet skifter til Carlsberg A/S. I 2005 indgår Carlsberg et joint venture med norske Orkla, hvor de kommer ind og er medejer af Carlsbergs bryggeriaktiviteter til 2004, denne del døbes Carlsberg Breweries. Selskabet var ejet 60 % af Carlsberg A/S og de restende 40 % ejede Orkla. Ejerstrukturen fungerede dog ikke optimalt og efter et overtagelsesforsøg fra Orkla, købte Carlsberg selskabet fri igen i 2004.

¹² <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/Tidslinier>

Carlsberg køber i 2008 Scottish & Newcastle sammen med Heineken og på dette tidspunkt var Scottish & Newcastle det sjette største bryggeri i verden. Opkøbet er det største i Carlsbergs historie og dette får Carlsberg etableret som en af de store globale spillere inden for bryggeri, da de voksede betragteligt efter opkøbet.

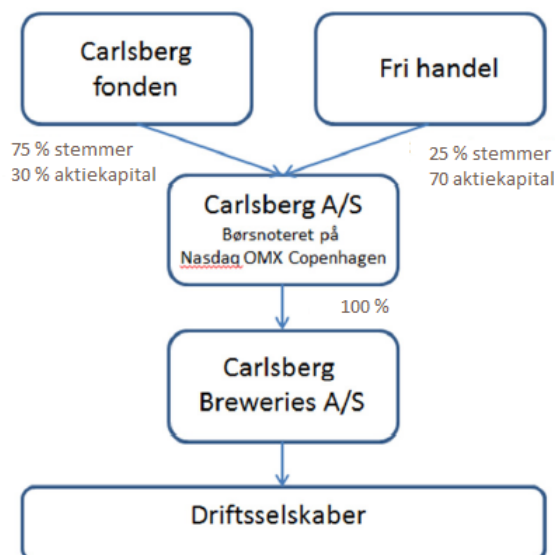
Carlsberg er i dag det fjerde største bryggeri i verdenen med bryggerier i omkring 50 lande¹³, med salg af virksomhedens produkter på mere end 150 markeder og med over 42.000 medarbejdere på verdensplan¹⁴

3.2 Koncernstruktur og ejerforhold

Carlsberg A/S fungerer som moderselskab for gruppen og ejer 100 % af aktiekapitalen i Carlsberg Breweries A/S, som står for ejerskabet af bryggeri aktiviteten i mere end 150 selskaber.

Hovedaktionæren i Carlsberg A/S er Carlsberg fonden, som ifølge fondets fundats skal eje 25 % af aktiekapitalen og skal besidde 51 % af stemmeandelen i selskabet. Dette lader sig gøre ved at aktiekapitalen er opdelt i A og B aktier.

Ved udgangen af regnskabsåret 2011 ejede Carlsberg Fonden 30 % af aktiekapitalen og 75 % af stemmerne¹⁵, resten er i fri handel.



Figur 3: Koncernstruktur, kilde: Carlsbergs årsrapport 2011, egen indvirkning

¹³ Euromonitor International – Carlsberg A/S in Beer (World) 2012

¹⁴ Carlsbergs årsrapport 2011, side 70

¹⁵ Carlsbergs årsrapport 2011, side 44

Carlsberg er noteret på NASDAQ OMX København og selskabets aktiekapital er opdelt i to klasser. Aktierne har samme pålydende værdi (kr. 20). En A aktie giver 20 stemmer og en B giver 2 stemmer og forlods ret til udbytte¹⁶. Aktiekapitalen i Carlsberg har en nominel værdi på ca. 3 mia. DKK fordelt mellem de 2 aktie klasser: 33.699.252 A aktier og 118.857.554 B aktier.

I forbindelse med overtagelsen af Scottish & Newcastle foretog Carlsberg en aktieemission, hvor selskabets aktiekapital blev fordoblet. Før dette kunne gennemføres, skulle der foretages en ændring af fondets fundats, hvor den tidligere skulle eje 51 % af aktiekapitalen, blev dette sat til 25 % af aktiekapitalen og 51 % af stemmerne.

3.3 Strategi

Carlsbergs overordnede strategi er den samme i både Nord-, Vest- og Østeuropa og i Asien.

Da der er store forskelle mellem markederne bliver tilgangen og forretningsmodellen tilpasset til de enkelte markeder.

Gruppens langsigtede ambition er defineret som:

”At være den hurtigst voksende globale bryggerivirksomhed målt på gennemsnitlig organisk vækst i nettoomsætningen og resultat af primær drift”¹⁷

For at kunne indfri dette, har de lavet et strategihjul, der består af fem områder, som er tæt sammenkoblet og som giver organisationen en angivelse af, hvordan dette skal realiseres.

De fem strategiske områder:

- *Forbrugere og kunder* – At have en international portefølje af premium-mærker og stærke lokale varemarkeder, hvor de løbende tilpasser sig kunderne og forbrugerne. I 2011 har de skabt en ny positionering for gruppens flagskib Carlsberg og har tilpasset sig de enkelte markeder i forhold til forpakningsstørrelser.
- *Produkter og innovation* – De fokuserer på deres kernekompetencer, defineret som værende inden for korn, gær, gæring og brygning, hvor de hele tiden tilstræber sig og få en mere effektiv produktion og nye produkter baseret på dette. De har i 2011 haft øget fokus på nye typer drikkevarer med fokus på kvinder.

¹⁶ Carlsbergs årsrapport 2011, side 44

¹⁷ Carlsbergs årsrapport 2011, side 18

- *Effektivitet* – De har stort fokus på, hvordan de kan effektivisere hele deres værdikæde og gøre den mere strømlinet. I 2011 er der sket yderligere integration mellem nogle afdelinger, hvor de bliver samlet i en global enhed, der varetager hele gruppens interesser inden for et område.
- *Medarbejdere* – Fortsat udvikling af medarbejderne og deres kompetencer i form af lederudvikling, talentudvikling, interne akademier og personlige udviklingsprogrammer.
- *Struktur og samfund* – Målsætningen er, at være en betydelig spiller på de markeder hvor de konkurrerer.

3.4 Produktportefølje

Carlsbergs hovedaktivitet er brygning og salg af øl. De har en produktportefølje på over 500 mærkevarer¹⁸, hvor største delen af disse er lokale mærker, hvor salget begrænser sig til et enkelt marked. Deres produkter varierer i forhold til pris, volumen, målgruppe og de prissættes i 4 forskellige segmenter: Economy, Mainstream, Premium og Superpremium. Carlsberg ønsker at have stærke markedspositioner og dække forbrugernes behov indenfor Premium segmentet¹⁹.

Carlsbergs største internationale mærker i deres produktportefølje er Baltika, Carlsberg, Tuborg og Kronenbourg 1664. Disse mærker er stærkt repræsenteret i det globale øl marked, hvor de 4 mærker er blandt de 6 største i Europa og med Baltika som nummer 1²⁰.

Nedenstående er en kort beskrivelse af de fire produktet, som sælges over det meste af verdenen.

Carlsberg: Dette er flagskibet i deres produktportefølje og tilhører premium-segmentet. Den blev lanceret i 1904 og er på nuværende tidspunkt tilgængelig i over 140 lande. Carlsberg er især kendt inden for fodbold både på klubbasis og i landsholdmæssige sammenhænge.

Tuborg: Tuborg er Danmarks første pilsner øl, der stammer helt tilbage fra 1880. Den bliver i dag solgt i mere end 70 lande og indgår i premium-segmentet. Dette er den mere ungdommelige øl i Carlsbergs produktportefølje og ses oftest markedsført i forbindelse med musikarrangementer i Europa.

¹⁸ Carlsberg sløjfer over 100 mærker, Ritzau Finans d. 11. juni 2011

¹⁹ <http://www.carlsberggroup.com/Company/Strategy>

²⁰ <http://www.carlsberggroup.com/Company/Strategy>

Baltika: Dette mærke blev sikret i gennem deres opkøb af Scottish & Newcastle i 2008. Baltika er den mest solgte øl i Rusland og det største øl brand i Europa. Den blev lanceret i 1992 og er repræsenteret i mere end 50 lande. Baltika mærket har forskellige varianter som er opdelt i de forskellige segmenter, f.eks. er Baltika No. 7 et premium mærke og Baltika No. 3 et mainstream mærke.

Kronenbourg 1664: Dette mærke blev ligeledes en del af porteføljen i forbindelse med opkøbet i 2008. Øllen er opkaldt efter året, hvor den oprindelige grundlægger begyndte sin kommercielle brygning. Øllen sælges især i Frankrig, hvor den også er markedsleder i superpremium segmentet.

3.5 Markeder

Som tidligere omtalt er Carlsberg verdens fjerde største bryggeri målt på volumen, med en forretningsportefølje regionerne Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Carlsberg er i flere lande i disse regioner markedsleder eller nummer to på markedet. Der er store forskelle mellem de enkelte markeder, omkring ølforbruget, hvilke typer af øl der drikkes, hvor det drikkes henne samt kulturelle forskelle. Hovedfakta om de enkelte regioner vil blive gennemgået nedenstående.

Nord- og Vesteuropa



Dette er Carlsbergs største marked og de er den ubestridte største spiller på markedet. Regionen står for 42 % af den samlede salgsvolumen i Carlsberg og 49 % af deres resultat før skat²¹. De er markedsleder i Danmark, Sverige, Norge og Finland samt de tre baltiske land, mens de vesteuropæiske lande som England, Tyskland, Frankrig, Schweiz og Polen står også for en stor del af den årlige

omsætning.

Ølmarkedet i regionen karakteriseres som værende modent og have en veletableret detailstruktur med stærke traditioner for at drikke øl. Forbrugerne er modtagelige overfor produktinnovationer og lanceringer af nye produkter, hvorfor det også er i denne region, de fleste forsøg med nye produkter foregår. Det er Carlsbergs strategi i dette område, at have øget fokus på effektivisering af deres produktion, da der de seneste år har været tendens til faldende eller svag vækst i regionen.

²¹ <http://www.carlsberggroup.com/markets>

Østeuropa



Carlsberg har en førende position i denne region. Regionen står for 40 % af deres salgs volumen og 39 % af resultat før skat. Da de overtog Scottish & Newcastle fik de derved også fuld kontrol over Baltika, hvorefter denne region blev et vigtigt forretningsområde i Carlsbergs distribution. Salget i regionen er

domineret af Rusland, som står for 30 % af hele Carlsbergs ølvolumen og 40 % af resultat af primær drift, hvorfor dette også er deres største enkelte marked²². Rusland er verdens fjerde største ølmarked²³.

Regionen har de senere år, været præget af store udsving i priserne på råvarer, da de har haft nogle år med dårlig høst og kraftige stigninger i afgifterne på øl. Rusland har forsøgt at stramme gevaldigt op på deres alkohol politik, hvilket har haft en negativ indvirkning på salget af øl. I 2010 skete der en afgiftsforhøjelse på 200 %, hvilket også har påvirket året 2011, da marked ikke har stabiliseret sig endnu og der er stadig uro omkring muligheden for yderligere stramninger.

Asien



Carlsbergs engagement i Asien omfatter både de modne markeder, men også nye vækstmarkeder som Kina, Vietnam og Indien. De nye vækstmarkeder oplever i disse år en voksende økonomi, stigene indkomster og en kraftig udvikling i deres infrastruktur. Asien står for 18 % af salgsvolumen og 12 % af

resultat før skat²⁴.

Asien er en vigtig platform for vækst i fremtiden og det vil være her, der sker størst vækst de kommende år. Det forventes at forbruget pr. indbygger vil stige og dette kommer fra et lavt niveau, hvorfor det vil være en vigtig region især på vækstmarkederne. Regionen har ikke på samme måde som Europa været påvirket af den økonomiske krise og har på den måde ikke været negativ påvirket. Regionen udgøre stadig kun en lille del af den samlede volumen for Carlsberg, men de forventer at regionen vil have en betydelig rolle i dennes samlede aktiviteter.

²² & ²¹ <http://www.carlsberggroup.com/markets>

²³ Euromonitor International – Beer in Russia 2012

3.6 Præsentation af konkurrenter

Som tidligere omtalt, er Carlsberg det fjerde største bryggeri i verden, dog er de skrappt forfulgt af listens nummer fem²⁵. Der bliver givet en yderligere gennemgang af markedsandelene under den strategiske analyse ved gennemgangen af Porters Five Forces - Konkurrencen i branchen.

Der vil i dette afsnit blive givet en kort præsentation af Carlsbergs største konkurrenter, som vurderes at være dem der har en større markedsandel og konkurrenten der ligger lige efter. Der er nedenstående givet en kort præsentation af de fire bryggerier.

Anheuser-Busch Inbev

Dette er det største bryggeri i verdenen og sidder på 18,3 % af den samlede volumen. Bryggeriet er opstået ved fusionen mellem Anheuser-Busch og Inbev i 2008, hvilket skabte verdens største bryggeri, der næsten sidder på dobbelt så meget af det globale marked som nummer to.

De har en meget stærk produktportefølje, hvor de ejer 3 af mærkerne i top fem af verdens brands målt på volumen: Bud light, Skol og Budweiser. Udover disse fremstiller de også Leffe, Stella Artois og Hoegaarden mv., som også er internationale anerkendte mærker²⁶.

Deres største marked er det amerikanske, hvor de sidder på i omegnen af 50 % af markedet. De er ligeledes godt repræsenteret i de modne markeder i Europa samt på vækst markederne i Asien²⁷. Selskabet har omkring 116.000 mennesker ansat fordelt på 30 lande og ca. 45 % af omsætningen kommer fra det amerikanske marked²⁸.

SABMiller

Selskabet blev grundlagt i Sydafrika i 1895 under navnet South African Breweries (SAB). I 2008 købte de Miller Brewing Company, hvorefter selskabet skiftede navn og Miller indgik²⁹. De er i dag det andet største bryggeri i verden.

Selskabet råder over flere internationale premium brands. Eksempelvis kan nævnes ølmærker som: Miller, Peroni, Urquell, Grolsch og Nastro Azzuro mv.

²⁵ Euromonitor International, Global prospects for beer companies 2011

²⁶ http://www.ab-inbev.com/go/brands/brand_portfolio/global_brands.cfm

²⁷ Anheuser-Busch Inbev årsrapport 2011

²⁸ http://en.wikipedia.org/wiki/Anheuser-Busch_InBev

²⁹ <http://www.sabmiller.com/index.asp?pageid=48>

Selskabet opererer i hele verden, men har en dominerende position i Mellemøsten og Afrika. De har ligeledes et samarbejde med listens nummer fem China Resources Enterprises om brygning, distribution og salg af øllen SNOW³⁰, som er verdens førende øl brand målt i volumen³¹.

Heineken

Heineken er et Hollandsk bryggeri, der har rødder helt tilbage til 1864, hvor Heineken familien købte et bryggeri i Amsterdam. Bryggeriet har mere end 250 brands i deres portefølje og er repræsenteret i 178 lande, hvor de har produktion i 71 og indtager pladsen som det tredje største bryggeri³².

Heinekens produktportefølje råder også over flere internationale brands, hvor de største kan nævnes: Heineken, Amstel, Newcastle Brown Ale, Tiger, Sol og Fosters mv.

Heineken købte i 2008 Scottish & Newcastle sammen med Carlsberg, hvor den omfattende aktivitet blev delt i mellem dem.

China Resources Enterprise

Dette er den nærmeste konkurrent til, at true Carlsbergs position som det fjerde største bryggeri. Det er kun 0,2 %, der skiller dem. Selskabet er kinesisk, hvilket også er det eneste marked, hvor det stort set opererer. Det har ikke nogen nævne værdiaktivitet uden for dens hovedmarked. Selskabet er ejet af China Resources som er et statsejet selskab, der ejer selskaber inden for flere brancher, hvor de skal importere kinesiske produkter til Hong Kong.

China Resources Enterprise ejer 51 % af selskabet China Resources Snow Breweries, som står for produktionen af verdens førende øl SNOW målt i volumen. De sidste 49 procent er ejet af SAPMiller og selskabet blev stiftet tilbage i 1993. Selskabet er kun repræsenteret på dens hjemmemarked i Kina og sidder på 21 % af det kinesiske marked³³.

³⁰ <http://www.sabmiller.com/index.asp?pageid=149&newsid=1202>

³¹ Euromonitor International, Global prospects for beer companies 2011

³² <http://www.heinekeninternational.com/companystrategyprofile.aspx>

³³ http://en.wikipedia.org/wiki/CR_Snow

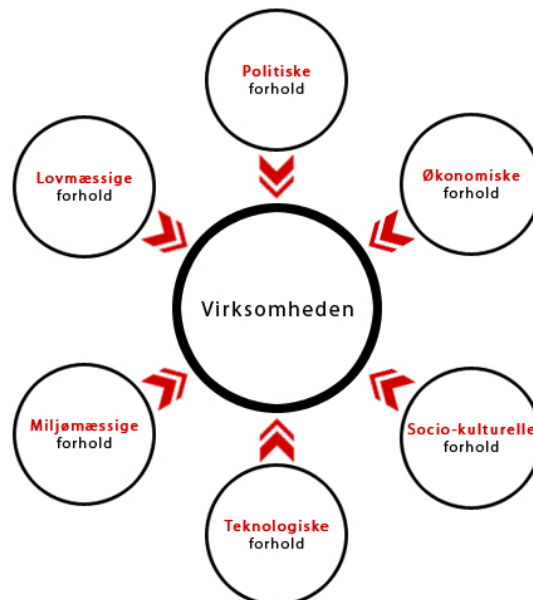
4. Strategisk analyse

For at kunne estimere en realistisk prognose af forventninger til fremtiden, er det nødvendigt at analysere de baggrundsfaktorer, der har størst indflydelse på de finansielle værdidrivere. De bagvedliggende faktorer kaldes de ikke-finansielle værdidrivere og kan inddeles i: Omverdens faktorer på samfundsniveau, på brancheniveau, interne faktorer, der er knyttet til ressourcer og kompetencer samt konkurrence- og vækststrategier.

Den strategiske analyse har til formål at indsamle viden omkring Carlsberg og den omverden de befinder sig i:

4.1 Analyse af omverdenen (PESTEL)

Figur 4: PESTEL model ³⁴



PESTEL har til formål at klarlægge de makroøkonomiske forhold og trends, der måtte forventes at have indvirkning på bryggeribranchen. Analysen vil så vidt muligt blive opdelt efter områder, geografi eller produkter, da der kan være stor forskel her imellem. Eksempelvis er de forhøjede afgifter på øl i Rusland højst sandsynligt en begrænsning i forhold til Carlsbergs indtjening i Østeuropa, men dette har næppe indflydelse på deres vækstmuligheder i Asien. De faktorer, som er gældende for alle virksomheder, vil ikke blive behandlet så dybdegående som de faktorer, der især omhandler Carlsberg og bryggeribranchen.

³⁴ <http://www.betabox.dk/PESTELanalyse.html>

For overskuelighedens skyld bliver de politiske og lovmæssige forhold behandlet i samme afsnit, da disse to er nært beslægtet.

4.1.1 Politiske og lovmæssige forhold

Alkoholpolitik

Der er fra politisk hold i flere dele af verden stort fokus på folks alkoholforbrug og hvordan dette kan mindskes.

I EU betragtes alkohol som værende sundsskadeligt og anses for at have en negativ indvirkning på folkesundheden. Alkoholforbruget i EU er generelt højt målt i forhold til resten af verdenen. Dette mener de har haft nogle negative effekter, som de ved hjælp af stramninger og øget vejledning på området vil kunne afhjælpe. I 2006 har EU lanceret en officiel alkoholstrategi³⁵, der skulle supplere og vejlede de nationale tiltag, for at forsøge og afhjælpe sundhedsproblemer forbundet med alkoholindtag. Dette har medført at promillegrænser for, hvornår man måtte køre bil er blevet sænket, aldersgrænserne for, hvornår man må købe alkohol er blevet hævet, samt udarbejdelse af generelle informationskampagner om de skadelige virkninger, der er forbundet med alkoholindtag.

Rusland har de senere år strammet voldsomt op på alkoholområdet, da de har haft en eksplosiv vækst i alkoholindtaget. Det har været så voldsomt med deres alkohol forbrug, at det er gået udover deres befolkningstal³⁶, da flere dør på grund af deres store alkohol indtag. Den russiske regering har derfor besluttet, at det ikke skal være muligt at købe alkohol i butikker i tidsrummet fra 22.00 – 10.00³⁷. Der er ligeledes strammet op på, hvor gammel man skal være for at købe alkohol.

Afgifter

En vigtig lovmæssig faktor er de politisk bestemte afgifter på øl, som er indført på de forskellige markeder, hvor Carlsberg opererer. Det betyder, at prisen på øl er steget de senere år, da der er sket en stigning i afgifterne, i mange lande.

³⁵ COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES - An EU strategy to support Member States in reducing alcohol related harm 2006

³⁶ Alkohol sænker Ruslands befolkningstal drastisk, Ritzau d. 25. juni 2009

³⁷ Carlsberg risikerer russisk reklameforbud, Ritzau Finans d. 31. maj 2012

Bryggeriforeningen i Danmark har lavet en oversigt, der viser ølafgifter og momssatser i forskellige lande i Europa. Ved en gennemgang af listen ses det, at mange af de delmarkeder som Carlsberg kategoriserer under Nord- og Vesteuropa, er at finde højt på listen. Eks. er listen toppet af Norge, der næsten har en afgift, der er to gange så stor som listens nummer to Finland. Størstedelen af listens top 10 er at finde i Carlsbergs nord- og vesteuropæiske region³⁸. Fælles for disse lande er, at salget enten er stagneret eller har været faldende³⁹. Dette er også det billede, der tegner sig for de næste par år, hvis der ikke sker ændringer til moms- og afgifter. Det der holder marginerne oppe, er effektiviseringen af produktionen.

Som tidligere fortalt valgte Rusland i 2009 at hæve deres ølafgifter med 200 % pr. 1. januar 2010. Det blev samtidig godkendt, at der skulle ske yderligere forhøjelse af giften fra 2011 med 11 % og 20 % i 2012⁴⁰. Dette blev gjort for at forsøge at bremse alkoholforbruget, som tidligere nævnt har haft dødelig udgang for flere russere. Prisen for dette valgte bryggerierne, at ligge over på forbrugerne, således blev Carlsberg ikke ramt af nedgangen i volumen af salget af øl⁴¹. Rusland er Carlsbergs største og vigtigste marked, hvorfor det skaber en del uro omkring Carlsberg, at der hele tiden er snak om forhøjelse af afgifter.

Det at afgifterne bliver hævet, har en stor indvirkning på væksten af salget af øl i Rusland og dette gør det samtidig til et svært marked at operere i for Carlsberg, som er meget afhængig af salget i Rusland. Det er ligeledes blevet vedtaget pr. 1. juli 2011, at det ikke længere er tilladt at sælge alkohol der har en promille på over 0,5 % fra ikke-stationære salgssteder.

Det vurderes ikke, at ølafgifter i de asiatiske lande er specielt høje i forhold til ovenstående områder. De har således ikke den store indvirkning på salget af øl i regionen. Dette kan have noget at gøre med, at ølforbruget pr. indbygger ikke er særlig højt og således ikke har fået myndighedernes bevågenhed endnu. Asien er et af de store vækstmarker og alkoholforbruget stiger i dette område, hvorfor der i fremtiden kan komme tiltag i regionen, til at dæmpe alkoholforbruget, hvilket vil have en negativ effekt på volumen af salget af øl.

³⁸ Bryggeriforeningen- Tal fra Bryggeriforeningen, Øl 2011, side 13

³⁹ Carlsbergs årsrapport 2011, side 11

⁴⁰ Højere afgifter i Rusland en realitet for Carlsberg, Børsen d. 13. november 2009

⁴¹ Rusland-chef Carlsberg klar til flere afgifter, Børsen d. 15. september 2010

Afgifter på alkohol har også en direkte effekt på grænsehandlen med nabolande. Dette har været tilfældet i Danmark, hvor man tidligere har sat afgifterne ned for at begrænse grænsehandel i Tyskland. Senere sker der så en stigning i afgiften for at dæmpe folks alkoholindtag og på denne måde får det den modsat rettede effekt⁴².

Rygepolitik

De fleste lande i Europa har alle en politik indenfor rygning som med alkohol, således at man får begrænset omfanget af rygere og dermed også den samfundsskadelige virkning. De fleste europæiske lande har i dag forbud mod rygning på alle offentlige indendørssteder, heriblandt restauranter, natklubber og barer. Dette har nu haft effekt i de fleste europæiske lande i nogen år, hvorfor markederne er tilpasset til den nye situation. Det havde dog stor indvirkning på salget af øl, da det blev indført og der var flere af markederne, hvor der var en stor tilbagegang.

Rusland har i øjeblikket ikke særlig meget lovgivningen på dette område og de er et af de lande, hvor det er billigst at ryge. Dette er noget de er opmærksomme på og de har i flere år været fremme og sige, at de vil følge EU's eksempel med at lave rygeforbud i det offentlige rum. Det skulle fra 2014 blive forbudt at ryge på skibe, i toge og lufthavne, hvor det i 2015 vil blive udvidet til restauranter, bar/cafeer og natklubber⁴³. Hvis eller når dette bliver indført, vil det kunne sætte salget af øl yderligere tilbage i Rusland.

Markedsføring af alkohol

I flere europæiske lande er der indført forbud mod reklamer for øl og spiritus på TV og radioen. Andre lande har forbud mod kampagner, der forbinder alkohol med sport og bilkørsel. De fleste lande i Europa har forbud mod reklamer for alkohol, hvor disse udsendelser er rettet mod børn og unge.

Der er ligeledes i Danmark ved og ske en skærpelse på området vedrørende reklamer for alkohol⁴⁴. Den ønskede skærpelse i Danmark kommer overraskende fra alkoholproducenternes eget navn "Alkoholreklamenævnet". Dette er et ønske om, at skabe bevågenhed omkring emnet og vise at de selv er forgangsfolk.

⁴² Hvor går grænsen?, Bryggerforeningen d. 12. juli 2012

⁴³ Rusland indfører hårde rygeregler, Ritzau d. 13. august 2011

⁴⁴ Reklameregler for alkohol strammes, Berlingske d. 8. november 2010

Rusland har også på dette område skærpet lovgivningen de seneste par år. I juli 2012 godkendte underhuset i Rusland en lov om, at forbyde reklamer for alkohol i trykte medier fra årsskriftet. Det forventes at denne lov bliver godkendt af regeringen og træder i kraft med effekt fra 2013. Rusland har tidligere vedtaget, at det ikke er tilladt at reklamere i tv, radio og på udendørs steder før efter kl. 22.00⁴⁵.

4.1.2 Økonomiske forhold

De økonomiske forhold har stor indvirkning på efterspørgslen og på hvilken type øl der indtages. Det er derfor relevant og kigge på forskellige økonomiske faktorer og fremskrivningen af disse, for at vurdere, hvordan vækstmulighederne er på de enkelte markeder. Hvis der sker en forøgelse af velstanden i vækstmarkederne, vil dette alt andet lige betyde, en vækst for bryggerierne både hvad angår volumen og værdien.

Vesteuropa

Carlsberg har nogle rigtig gode markedspositioner i Vesteuropa, hvor de igennem 2011 har formået at bibeholde eller forbedre dem. Der er stadig en del usikkerhed i Europa omkring gældskrisen, som stadig trækker store overskrifter og det forventes, den vil vare en rum tid endnu. Den økonomiske krise har sat sine spor i mange Europæiske lande, hvor det særligt er de sydeuropæiske, der har været hårdest ramt. Det er i særdeleshed de såkaldte PIIGS-lande⁴⁶, der har været særlig hårdt ramt af gældskrisen. Grækenland hænger stadig i fare for at gå statsbankerot og på denne måde trække de øvrige EU lande med ned i en længerevarende recession.

Øl volumen er som sådan ikke afhængig af den økonomiske situation i Vesteuropa, eftersom at forbruget udgør en lille andel af folks disponible indkomst. Carlsberg har formået at holde volumen igennem 2011 og markedet har stort set ikke været påvirket af de makroøkonomiske forhold⁴⁷. Den økonomiske situation betyder til gengæld noget i forhold til, hvor øllet bliver indtaget og hvilken slags øl, der bliver efterspurgt. Når økonomien går godt, vil folk have en tendens til at gå ud noget mere for at spise og drikke. Dette vil betyde at markedet rykker fra at være mest off-trade til at være on-trade altså på restaurant og barer. I krisetider vil der være en tendens til, at folk køber billigere øl og undgår premium segmentet samt køber øl i detailhandlen, for derefter at indtage dem

⁴⁵ Ny russisk restriktion understreger svært miljø, Ritzau Finans d. 5. juni 2012

⁴⁶ Betegnelse for: Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien

⁴⁷ Carlsbergs årsrapport 2011, side 11

derhjemme. Dette vil føre til en øget omsætning i off-trade, der er mindre rentabelt end on-trade markedet.

Som beskrevet under politiske forhold, sker der løbende regulering på afgiftområdet, som har indvirkning på prisfastsættelsen af Carlsbergs produkter. Det gælder, at hvis priserne holdes vil volumen være intakt, men marginerne vil falde, og det samme gælder omvendt, hvis priserne hæves vil volumen falde. Det er derfor vigtigt, at bryggerierne hele tiden har det rette produkt og pris mix, for at imødekomme denne ændring i markedet.

Tabel 1: Udvalgte Vesteuropæiske lande

Vesteuropa BNP-vækst %	2011	2012	2013	2016
Danmark	0,8	0,2	1,2	1,8
England	0,8	0,1	1,8	2,7
Finland	2,9	1,3	1,8	2,0
Frankrig	1,7	0,2	1,0	1,9
Grækenland	-6,9	-5,3	-1,2	3,0
Holland	1,0	-0,5	0,8	1,9
Irland	1,5	0,5	2,0	2,9
Italien	0,4	-1,7	0,1	1,2
Norge	1,4	2,8	2,0	2,1
Portugal	-1,6	-2,9	-1,2	1,9
Schweiz	2,1	1,2	1,7	1,9
Spanien	0,7	-1,2	-0,6	1,8
Sverige	3,9	0,6	2,1	2,4
Tyskland	3,0	0,1	1,5	1,3
Gennemsnit	0,84	-0,33	0,93	2,06

Kilde: Euromonitor International

Det ses af ovenstående figur, at der ikke forventes en betydelig vækst i folks økonomi den næste årrække og der forventes ligeledes et fald i 2012. Da folks økonomi hænger sammen med, hvor de indtager deres øl og hvilken en de køber, vil væksten i BNP kunne resultere i, at der kun kan forventes beskeden vækst i on-trade markedet samt afsætningen af premium øl.

Østeuropa

Dette er Carlsbergs vigtigste område, hvorfor udviklingen i Rusland har stor betydning for Carlsbergs indtjening. Markedet i Østeuropa har de seneste par år, været præget af store prisstigninger grundet forhøjelse af afgifter på alkohol, samt har flere lande haft en særlig høj inflation. Den økonomiske krise har ramt hårdt i Østeuropa og flere af landene havde i forvejen en noget lavere velstand end

Vesteuropa. Dette betyder også, at en nedgang i økonomien i Østeuropa vil ramme hårdere end i Vesteuropa.

Tabel 2: Udvalgte Østeuropæiske lande

Vesteuropa BNP-vækst %	2011	2012	2013	2016
Bulgarien	1,7	0,8	1,5	4,5
Kroatien	0,0	-1,2	1,0	2,5
Polen	4,3	3,2	3,2	3,8
Rumænien	2,5	1,2	2,6	4,0
Rusland	4,3	4,0	3,8	3,8
Tjekkiet	1,7	-1,0	1,3	3,6
Turkiet	8,5	2,4	4,6	4,5
Ukraine	5,2	1,8	2,0	3,5
Ungarn	1,6	-0,4	1,5	2,2
Gennemsnit	3,31	1,20	2,39	3,60

Kilde: Euromonitor International

2012 har været et svært år for flere lande i Østeuropa, hvor der har været negativ vækst. Det forventes dog, at der er lysere udsigter allerede fra næste år, hvor der forventes positiv vækst i alle ovenstående lande. Dette kunne tjene til, at tingene begynder at se lysere ud økonomisk på det Østeuropæiske marked. Der skal dog stadig ses på, hvordan udviklingen i afgifter er, da dette vil have en negativ effekt, selvom deres økonomi stiger. Selvom Rusland har den højeste vækstrate i markedet, er det ikke sikkert, at dette vil kunne betyde højere øl volumen, hvis der skulle ske yderligere forhøjelser af afgiften for at dæmpe forbruget.

Asien

Asien har været relativt upåvirket af de kriser der har været i de vestlige lande de seneste år. De har i denne periode oplevet vækst og øget velstand. Dette kan til dels skyldes, at de ikke har haft samme gældsniveau som USA og Europa, og derfor ikke har mærket uroen på de finansielle markeder. De er ligeledes blevet holdt oppe af et stigende privatforbrug, og flere steder er der blevet foretaget store anlægsinvesteringer, primært ført an af Kina.

Asien står for en relativ lille del af Carlsbergs totale øl volumen, men de er de senere par år begyndt at foretage investeringer i flere asiatiske lande, for at øge tilstedeværelsen i marked. Carlsberg er ligeledes kommet tilbage på det thailandske marked, hvor de har været ude siden 2003, da de ragede sig uklar med deres samarbejdspartner⁴⁸. Thailand er et af de største ølmarkeder i regionen.

⁴⁸ Carlsberg satser på Thailand, Ritzau d. 11. oktober 2011

Tabel 3: Udvalgte Asiatiske lande

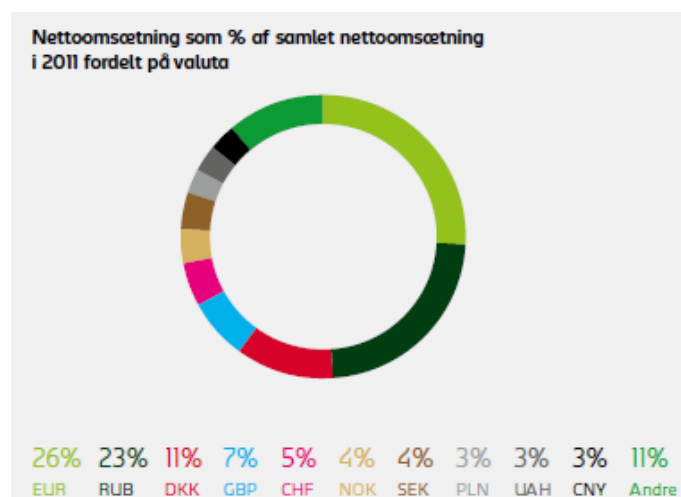
Vesteuropa BNP-vækst %	2011	2012	2013	2016
Cambodia	6,1	6,2	6,4	7,7
Hong Kong, Kin	5,0	2,0	4,2	4,4
Indien	7,0	6,7	7,3	7,8
Indonesien	6,5	6,3	6,6	7,0
Kina	9,2	8,2	8,8	8,6
Laos	8,3	8,4	7,1	7,4
Malaysia	5,1	4,4	4,7	5,0
Singapore	4,9	2,7	3,9	4,0
Thailand	0,1	3,0	3,0	4,8
Vietnam	5,9	5,6	6,3	7,5
Gennemsnit	5,81	5,35	5,83	6,42

Kilde: Euromonitor International

Væksten i Asiens økonomi forventes at vare ved mange år fremover og de har samtidig haft en fremgang i deres indtagning af øl, hvor forbruget pr. indbygger har været positiv stigende. Det forventes derfor, at Asien vil være et marked i vækst de næste mange år, i forhold til deres forbrug af øl, og det er et marked, hvor de store bryggerier vil kæmpe om markedsandele.

Valutarisiko

Carlsbergs overvejende del af omsætningen kommer fra udenlandsk valuta, og da Carlsbergs funktionelle valuta er DKK vil selskabets indregning af værdier blive påvirket når der sker valutakursudsving. I nedenstående cirkeldiagram er Carlsbergs nettoomsætning opgjort efter valuta.



Figur 5: Nettoomsætning fordelt på valuta, kilde: Carlsberg årsrapport 2011

På Carlsbergs hovedmarkeder i Vest- og Østeuropa anvendes primært euro eller anden valuta der i mere eller mindre grad følger Euroen. Den danske krone har ligeledes fastkurs politik overfor euroen, hvorfor denne ikke har den store betydning i forhold til valutaeksponering. Carlsberg er

mest eksponeret overfor udsving i britiske pund, russiske rubel og ukrainske hryvnia. Den største risiko ligger i udsving i RUB, det er deres største enkeltstående marked og 23 % af omsætningen består af russiske rubel. Der har de seneste par år været store udsving i netop denne valuta, hvilket har medført en stor eksponering overfor valutakursudsving. Carlsberg valutakurssikre ikke i Østeuropa som på de øvrige markeder, selvom der er en stor usikkerhed, da der er store afdækningsomkostninger forbundet med sikring af valutaen.

De har valgt ikke at sikre deres omsætning eller indtjening i fremmed valuta, men sikre i visse tilfælde pengestrømme såsom udbytte, der modtages i fremmed valuta.

Råvarepriser

Carlsberg har i 2011 været ramt af stigende råvare priser. Råvarerne består af aluminium til emballage, maltbyg og energi til fremstillingsprocessen. Der er en væsentlig risiko knyttet til prisudsving på disse råvarer, og denne er ikke blevet mindre efter den finansielle krise, hvor både industrielle råvare og landbrugsvarer er steget kraftigt i pris.

Pct. af omsætningen	2007	2008	2009	2010	2011
Produktionsomkostninger	50	52	51	48	50

Tabel 4: Produktionsomkostningers andel af omsætningen

Det ses af ovenstående tabel, at produktionsomkostningernes andel af omsætningen steg i 2011, således at de udgør 50 % af omsætningen. Carlsberg har de senere år foretaget store effektiviseringer af deres produktion, hvilket også kan ses fra 2008 – 2010, hvor produktionsomkostningerne har haft en mindre andel. Derfor viser det også, hvor meget det påvirker at der sker udsving i råvarepriserne og hvor vigtigt det er, at få optimeret sin produktion i forhold til udsving.

Carlsberg afdækker råvarerisikoen ved indgåelse af finansielle instrumenter baseret på markedsprisen eksempelvis aluminium, der handles på London Metal Exchange. Carlsberg har som mål at sikre leverance af malt og humle for det følgende budgetår. Således at eksponeringen vedrørende efterfølgende regnskabsår indgås i indeværende regnskabsår. På markeder hvor finansielle instrumenter ikke er muligt, forsøger Carlsberg at indgå samarbejde med lokale landmænd, for på denne måde at sikre sig volumen og pris⁴⁹.

⁴⁹ Carlsbergs Årsrapport 2011, side 31

4.1.3 Socio-kulturelle forhold

De vigtigste socio-kulturelle forhold for bryggerierne er de demografiske- og kulturelle faktorer. Det er vigtigt at de holder øje med den måde som samfundet udvikler sig på, hvor bor folk og hvordan er befolkningssammensætningen i forhold til alder. De kulturelle forhold spiller også ind, hvor der kan være stor forskel, landene imellem. Der kan være lande grundet religion, som ikke drikker alkohol og der kan være forskellige nationaldrikke i de enkelte lande, eksempelvis drikker de mere vin i Frankrig og Polen drikker de mere vodka.

Kulturelle forhold

De senere år har der været en tendens til at folk særligt i Nord- og Vesteuropa fokusere mere og mere på deres sundhed og livsstil. De seneste år har salget af øl i Danmark, været faldet og der har været en tendens til, at øl er blevet substitueret vin. Det er blevet anset for sundere at drikke vin og der er ligeledes mere social status i at drikke vin fremfor øl. Bryggerierne er begyndt at lave Lite øl, hvor denne type øl har færre kalorier og derved forsøger de at imødekomme den ændrede livsstil. Forbrugerne efterspørger også i større grad økologiske varer, hvilket har fået Carlsberg til at lancere øl som er økologiske⁵⁰.

I visse muslimske lande er det forbudt at sælge alkohol, da dette er i strid med deres religion. Dette bevirker, at det vil være udelukket at prøve og komme ind på markedet selvom det måske ikke er hele befolkningen i landet der har samme tro.

Befolkningen i Asien er dog begyndt at drikke mere øl og har de senere år haft en væsentlig vækst i salget af øl. Dette forventes ligeledes at fortsætte i samme grad i fremtiden, hvorfor der ligger store muligheder i denne ændring i forbrugeradfærden.

Demografi

Det stiller krav til virksomhederne, når der sker ændringer i demografien, i forhold til at være innovative og kreative i forbindelse med udvikling af nye produkter til nye store segmenter. Forbrugernes adfærd og forbrug afhænger i høj grad af deres alder, stil og trend. Det må forventes at den ældre befolkning er mere konservativ og bryder sig ikke altid om forandringer og forventer

⁵⁰ Carlsberg vil producere økologisk øl, Ritzau d. 6 marts 2008

derfor det samme. Den yngre forbruger er derimod mere nysgerrig og forandringsvillig, hvorfor nye produkter som specialøl og alkoholsodavand ofte henvender sig til det yngre segment.

Tabel 5: Befolkningsantal og vækst

	Befolkningsantal i mio.			Forventet vækst (%) ift. 2011	
	2011	2015	2020	2015	2020
Asien	3.925	4.040	4.215	2,9	4,3
Australien & NZ	27	28	31	4,8	8,0
Mellemøsten & Afrika	1.287	1.372	1.520	6,6	10,8
Nordamerika	349	358	373	2,5	4,2
Sydamerika	594	612	639	3,0	4,5
Vesteuropa	488	494	504	1,3	1,8
Østeuropa	331	329	327	-0,4	-0,8
Verden	7.001	7.234	7.609	3,0	4,7

Kilde: Euromonitor International

Vi bliver stadig flere og flere mennesker i verden og dette vil ikke ændre sig. Det fremgår ligeledes, at der forventes en fremgang på 5 % i verdensbefolkning allerede i år 2020. Der har ligeledes været prognoser, der viser at vi vil være over ni milliarder mennesker i år 2050⁵¹. Det bryggerierne skal have fokus på er skiftet i, hvor væksten i befolkningen ligger. Det ses, at der forventes en dæmpet vækst i Vesteuropa og ligefrem en negativ vækst i Østeuropa. Disse to områder er nogle af Carlsbergs hovedområder, hvorfor muligheden for vækst i fremtiden vil være beskeden på disse markeder, da befolkningen ikke stiger i nogen særlig grad. Market i Asien som også er udnævnt til det store vækstmarked for bryggerierne, forventes derimod og have højere vækst i befolkningen, hvorfor det også kan forventes, at der er store vækstmuligheder på dette marked i fremtiden.

Tabel 6: Aldersgruppens andel

	Aldersgruppens andel af befolkningen (%) 2011			
	0-14 år	15-39 år	40-59 år	60+ år
Asien	24,1	40,0	28,3	7,6
Australien & NZ	18,6	36,1	31,8	13,5
Mellemøsten & Afrika	37,7	40,1	16,0	6,2
Nordamerika	19,2	36,8	32,2	11,8
Sydamerika	27,2	40,6	24,4	7,8
Vesteuropa	18,1	34,0	37,7	10,2
Østeuropa	15,5	34,4	36,4	13,7
Verden	22,9	37,4	29,6	10,1

Kilde: Euromonitor International

Der har især i de senere år været en tildens til, at folk blev ældre og ældre samt nye årgangene i eksempelvis Danmark blev mindre og mindre. Det ses også af ovenstående figur, at den yngre

⁵¹ Ni milliarder verdensborgere i 2050, Ritzau d. 12. marts 2009

befolkning i Europa står for en mindre del, end den ældre. Hvorimod det er omvendt i Asien, hvor den yngre befolkning er stærkere repræsenteret og da væksten i befolkningen stadig er stærkt stigende må det forventes at fordelingen fortsætter fremover.

Der har altid været stor kønsopdeling i det at drikke øl, hvor det altid primært har været mænd, som drikker øl. Bryggerierne har derfor primært henvendt sig til det mandlige segment i alderen 20 – 40 år. Men dette segment bliver mindre i Europa, da årgangene bliver mindre og der kommer flere ældre mennesker i befolkningen. Dette stiller krav til produktudviklingen, innovationen samt markedsføringen af produkter.

Der skal søges nye muligheder i forhold til disse ændringer, hvis volumener på det europæiske marked skal bibeholdes. Dette er dels sket i forhold til lanceringen af produkter, der primært retter sig imod kvinder. Det er eksempelvis øllen Copenhagen og cideren Somersby. Somersby er den helt store satsning for Carlsberg, den er primært introduceret i Skandinavien, men er på prøve flere steder i USA og i England⁵². Markedsføringen skal også differencieres mere i fremtiden, i forhold til den ændrede demografi, hvor befolkningen i Europa bliver ældre med færre yngre, mens befolkningen i Asien vil være primært repræsenteret af den yngre.

4.1.4 Teknologiske forhold

Det er en vigtig ting, at bryggerierne følger den teknologiske udvikling og på denne måde optimere og effektivisere deres produktion. Der har især under den finansielle krise været stort fokus på, hvordan man kunne minimere sine omkostninger, da deres marginer har været under konstant pres. Det har været nødvendigt, at effektivisere produktionen for at holde enhedsomkostningerne nede. Carlsberg har i de seneste år foretaget store effektiviseringer i deres produktion. Dette gælder både bryggeprocessen og arbejdsgange. Selvom bryggeprocessen må anses for at være af lavteknologisk karakter, kræver dette alligevel løbende investeringer og forbedringer for at holde den teknologisk ajour, eksempelvis for at mindske spild og genanvendelse af restprodukter. Der er sket nedskæringer i medarbejderstaben for at forsøge og skabe en mere effektiv arbejdsproces⁵³.

⁵² Carlsberg går all-in med Somersby i USA, Jyllands posten d. 12. juli 2012

⁵³ Carlsberg skal fyre 150 ansatte, Ritzau, 15. januar 2009

4.1.5 Miljømæssige forhold

Bryggerierne har en meget ressourcetung produktion, der har relativt store miljømæssige indvirkninger. De har et stort forbrug af råvareindkøb til emballage og aftag af landbrugsprodukter samt kræver deres produktion store mængder af vand og el. Distributionen af deres varer kræver ydermere et stort netværk af lastbiler til transport, hvilket giver en høj CO² påvirkning af miljøet. Restproduktet som ikke indgår i øllen, afføder også en større mængde skrald efter produktion.

Carlsberg-gruppen har derfor fastlagt en fælles CSR-strategi for deres miljøbelastning, for at sikre en ensartet og effektiv miljøpolitik overalt i gruppen. De har fastsatte mål for CO²-udledning, vandforbrug samt effektiviseringsprogrammer i driften, som skal sikre en fortsat bæredygtig udvikling⁵⁴.

4.1.6 Sammenfatning af PESTEL

Bryggerierne er meget påvirkede af omverdenen. Landets regeringer har de senere år foretaget flere politiske stramninger. Det er blevet dyrere og producere øl, da der er sket en stigning i afgifter i flere lande, og de har været ramt af stigende afgifter på øl. Folk er ligeledes begyndt og tænke mere på deres sundhed og hvilken livsstil de har, hvilket har haft en negativ effekt på salget af øl, hvor der er flere, som har substitueret det til andre ting eller helt har skåret det fra.

Den finansielle situation i omverden har i mange år været ustabil, hvilket har haft en indvirkning på måden som bryggerierne kan agere på. De har skulle tilpasse sig en situation, hvor der i nogle lande har været negativ vækst og udsigt til en meget svag vækst på flere af de store markeder de kommende år.

Der er ligeledes ved og ske en ændring i demografien, hvor folk bliver ældre og ældre, men årgangene i Europa bliver mindre og mindre. Dette giver en ændring i, hvilken målgruppe man skal markedsføre sig imod, den markedsgruppe man sigter mod i dag, bliver mindre de kommende år i de vestlige lande, mens der fortsat vil være en høj procentandel i Asien samt vækst de kommende år for netop denne gruppe.

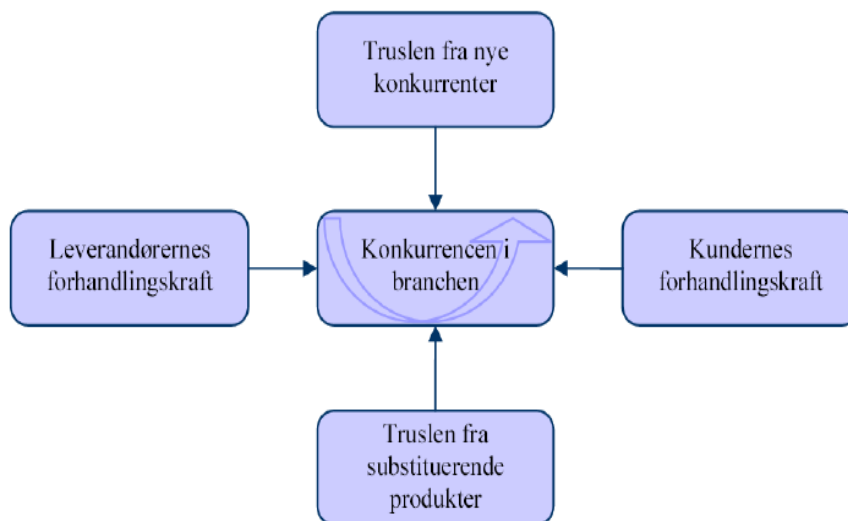
⁵⁴ Carlsbergs årsrapport 2011, side 24

4.2 Porters Five Forces

Porter's Five Forces er en brancheanalysemodel, som er medtaget i den strategiske analyse, da den giver et godt billede af strukturen og konkurrencesituation i bryggeribranchen. Porter sammenfatter en branches indflydelse på en virksomheds evne til at skabe værdi i fem kræfter. Disse fem kræfter vil tilsammen kunne afdække konkurrencesituationen i markedet samt den interne rivalisering.

Der vil blive belyst, hvor stærk branche indflydelse der er på Carlsbergs' mulighed for værdiskabende aktivitet. Jo svagere påvirkning der er fra de fem kræfter, desto bedre værdiskabende muligheder er der i den pågældende branche og således større potentiale for at skabe profit for den enkelte virksomhed.

Figur 6: Porters Five Forces - Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra John Thompson with Frank Martin, Strategic Management – side 172.



4.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandører af råvarer, maskiner, arbejdskraft og andre services til virksomheden, kan alt afhængig af deres forhandlingsstyrke presse virksomheden. De forhold der afgør leverandørernes forhandlingsstyrke, er ting som omkostninger, der er forbundet med at skifte leverandør, hvor mange leverandører der er at vælge imellem, konkurrencen leverandørerne imellem mv.

Bryggerivirksomheder er store aftagere af delråvarer til brygningen og emballagemateriale til deres færdigvarer.

Hovedingredienserne i øl er primært råvarer som malt, hvede og gær, der sælges på internationale markeder til markedspris. Da dette marked er relativt homogent har leverandørerne begrænset forhandlingsstyrke over for bryggerierne. Styrkeforholdet bliver også svækket af, at Carlsberg har foretaget vertikal integration i deres værdikæde ved opkøb af malt producenter, så de er selvforsynende med nogle af råvarerne i de givne områder. Bryggerierne kan gennem finansielle instrumenter afdække deres risiko og derved deres eksponering overfor prisudsving. Dette gør sig mest gældende i Vesteuropa, hvor de afdækker denne risiko, men de er stadig eksponerede på øvrige markeder, hvor der ikke er de samme forhold.

Der har igennem 2011 været stigende priser på råvarer i Rusland⁵⁵, som står for den største andel af Carlsbergs omsætning. Det har betydet et fald i indtjeningen, da de ikke har kunne hæve priserne i samme grad. Denne stigning i råvarer priser kan tilskrives en kraftig stigning i den Russiske inflation⁵⁶.

Bryggerierne er også aftagere af enorme mængder emballagemateriale i form af glas, aluminium og plastik til brug for deres færdigvarer. Denne store indkøbsvolumen bevirker, at de derved opnår en stor forhandlingsstyrke i forhold til deres leverandører. Det er også Carlsbergs målsætning at have mere end en leverandør og derved undgå og blive for afhængig af en enkelt leverandør.

4.2.2 Truslen fra nye konkurrenter

Brancher der har en høj lønsomhed vil tiltrække nye aktører, der dermed vil drive den samlede lønsomhed ned imod nul, medmindre der eksisterer adgangs- og exitbarrierer på markedet, der begrænser til- og frastrømning af aktører.

For at komme i gang med bryggeriproduktion kræver det store investeringer i at opbygge produktion, distribution samt et markedsføringsapparat, der kan tage markedsandele fra de etablerede spillere. De fire største aktører har været tilstede i adskillelige år og har på denne måde oparbejdet en hel del know-how omkring deres markeder, som vil tage lang tid og koste mange penge at opnå for nye indtrængere.

⁵⁵ Carlsberg Rusland hårdt ramt af stigen priser, Euroinvestor d. 17. august 2011

⁵⁶ Inflationen stiger markant i Rusland, Børsen d. 5. januar 2011

For at kunne tjene penge på globalt plan, er det afgørende, at man kan opnå stordriftsfordele og på den måde kunne holde sine omkostninger nede for at øge sin indtjening. De store aktører har i længere tid effektiviseret og konsolideret sig til en stor del af deres vækst og markedsandel. De har igennem tiden brugt store ressourcer på, at opbygge og tilkøbe brands til deres portefølje og etableringen af lignende brands vil kræve tilsvarende store investeringer. Det er ligeledes blevet svære for de store aktører, at finde nye konsolideringsmuligheder på deres markeder for at styrke deres position⁵⁷, hvilket også gør det svære for nye aktører.

Der kræves også et omfattende distributionsnetværk, der kan aftage den fornødne volumen, til at gøre ens forretning lønsom. Dette vil være enormt ressourcekrævende at få etableret.

Hvis man skal overveje et område, hvor det kunne være attraktivt for potentielle aktører og etablere sig i bryggeribranchen, ville dette være inden for specialøl. Der er de senere år kommet en del microbryggerier til, eftersom dette kræver væsentligt lavere etableringsomkostninger at komme i gang. De har højere marginer og en lønsom drift vil kunne opnås med en relativ lille volumen og et distributions netværk, der kun bestod af et fåtal af butikker og barer. De store bryggerier i verden har dog allerede lanceret forskellige specialøl, og derfor vurderes konkurrencen fra denne side ikke at være en alvorlig trussel for de etablerede på verdensmarkedet.

Det anses for svært for nye konkurrenter, at komme ind på verdensmarkedet og tage væsentlige markedsandele fra de store aktører. Det skyldes den store know-know de allerede har, kravet om stordriftsfordele for en lønsom produktion, hvilket vil kræve høje etableringsomkostninger at opnå. Det kræver også store ressourcer at få etableret et tilstrækkeligt distributionsnet, der kan aftage en vis volumen for at opnå lønsomhed.

4.2.3 Kundernes forhandlingskraft

Dette er et udtryk for, hvilken styrke kunderne har for at presse virksomhederne. Nogle ting der kunne have indflydelse på dette forhold er indkøbsvolumener, omkostninger ved at skifte leverandør, kundens prisfølsomhed mv.

⁵⁷ Carlsbergs felt af opkøbssemner tørrer ud, Ritzau Finans d. 27. juni 2012

Bryggerierne sælger ikke direkte til slutbrugerne, men til detailhandel eller hotel-, restaurants- og bar branchen. Disse to kanaler bliver omtalt som off-trade og on-trade handel, hvor den mest lønsomme er ved on-trade salg, hvilket til dels skyldes kundernes forhandlingskraft.

Off-trade består i handel til detailbranchen. Denne består hovedsageligt af store selskaber, der opererer på større geografiske markeder og derved opnår adgang til størstedelen af forbrugerne. De har også fælles indkøbsorganisationer, der indkøber store volumener og derved opnår en større forhandlingskraft overfor bryggerierne. Større brands har dog den fordel, at deres forbrugere forventer, at de kan købe produktet i det respektive supermarked og hvis de ikke kan dette, finder de et andet sted at handle. Det er med til at presse kundernes forhandlingsstyrke inden for off-trade.

On-trade salget består af handel med hotel-, restaurations- og bar branchen. Denne type kunder aftager ikke lige så store volumener som de store selskaber i detailbranchen. Dette er med til at nedsætte deres forhandlingskraft overfor leverandørerne. Ofte er det enkelte steder, som køber ind til dem selv. Der findes dog i England enkelte større barkæder, som forhandler deres indkøb samlet og derved også indkøber en større volumen. Det er med til at bevirke de har en større forhandlingskraft og kan opnå nogle bedre vilkår end det enkelte hotel eller bar, som køber til sig selv. Det er relativt nemt for et on-trade sted at skifte til en anden leverandør, hvorfor bryggerierne gør meget ud af, at have et godt forhold til deres kunder. Dette kommer til udtryk ved længere kredittider, serveringsudstyr, indretningsgenstande og nogle gange markedsføringsbidrag. Det er alt sammen med til at bibeholde de gode kunderelationer.

On-trade kunder vil dog gennemgående ikke have samme forhandlingskraft som detailbranchen, da denne er langt mere koncentreret i sine indkøb.

4.2.4 Truslen fra substituerende produkter

Der findes i dag en del substituerende produkter i forhold til øl. Der er dog geografiske forskelligheder i, hvad der er mest udbredt som substitut for øl. Det er hovedsageligt vin i Europa, som er den største konkurrent. Det er anderledes i Rusland, hvor det for det meste er deres nationaldrik vodka, der er alternativet til øl.

Der har i de senere år været en tendens til at man i Europa har drukket mere vin end øl. Det kan hænge sammen med, at der tidligere har været undersøgelser der viser, at det er sundere at drikke vin end øl. Det kan have haft en negativ indvirkning på indtaget af øl, da befolkningen ligeledes de senere år er blevet mere sundhedsbeviste omkring hvad de indtager. Det bliver stadig diskuteret⁵⁸, men effekten kan have haft indhug alligevel. Vin er også blevet set som et mere eksklusivt produkt, hvilket også har haft en negativ effekt på salget af øl.

Salget af øl i Danmark har ligeledes været på tilbagegang de senere år⁵⁹, hvor Danmark altid har været kendt som et øldrikkende land, er det vendt til, at vi nu drikker mere vin end øl. Salget af øl i Danmark har været nedadgående de sidste fem år, hvor salget af vin har haft fremgang⁶⁰. Det er ligeledes blevet billigere at købe vin, end det er at købe øl⁶¹.

I Rusland er det omvendt øllen, der er opfattet som et luksusprodukt i forhold til vodka. Der er det et tegn på velstand at drikke øl i forhold til vodka, hvilket bevirker at salget af øl er mere konjunkturfølsomt end i den resterende del af Europa.

Øl industriens modtræk til substitutionen har været produktinnovation og som i Carlsbergs tilfælde har udmønteret sig i Somersby cider, diverse specialbryg og senest alkoholiske og ikke- alkoholiske drikke, hvor den primære målgruppe er kvinder⁶². Dette bevirker også, at de fire store bryggerier i gennem produktinnovation kan tage markedsandele fra substituerende produkter, såsom vin, hvor de ikke nødvendigvis kannibalisere deres egne produkter. De fanger her en ny målgruppe, som ikke nødvendigvis ville have drukket et af deres produkter og derved er de ikke i direkte konkurrence med deres egen portefølje.

4.2.5 Konkurrencen i branchen

Da Carlsberg operer på et globalt marked, er det i dette perspektiv analysen vil tage udgangspunkt i konkurrencesituationen. Branchen har gennemgået og gennemgår til stadighed en voldsom konsolidering, hvilket skyldes branchens oplagte stordriftsfordele samt en kombination af behovet

⁵⁸ Vin er alligevel ikke sundere end øl, Berlingske business d. 28. maj 2012

⁵⁹ Ølsalget i Danmark er under pres, Berlingske business d. 30. december 2011

⁶⁰ Danmarks Statistisk - Forbrug af alkohol og tobak 2011, side 2

⁶¹ Vin billigere end øl, Bryggeriforeningen d. 13. juli 2010

⁶² Carlsberg byder på nye kvinde-øl, Jyllands posten d. 5. maj 2011

for vækst på eksisterende og nye markeder, som i høj grad opnås igennem opkøb og effektiviseringer.

Tabel 7: Fordeling af markedsandele

Markedsandele	2010	2011
Anheuser-Busch InBev	18,4%	18,3%
SABMiller	9,4%	9,8%
Heineken	8,6%	8,8%
Carlsberg	5,7%	5,6%
China Resources Enterprise	5,0%	5,4%
Tsingtao Brewery	3,4%	3,6%
Grupo Modelo	2,9%	2,9%
Beijing Yanjing Brewery	2,7%	2,9%
Molson Coors	2,7%	2,7%
Kirin Holdings	1,7%	2,6%
Total	61%	63%

Kilde: Euromonitor International, Global prospects for beer companies 2011

Det ses af ovenstående tabel, at de 10 største selskaber sidder på 63 % af markedsandelene målt på volumen af det samlede marked. Den største konsolidering blandt de 10 største foregår blandt de fem største aktører, som stadig kæmper en indædt kamp for at kapre markedsandele. Det ses ligeledes at China Resources Enterprises det sidste år har taget markedsandel, hvor Carlsberg har mistet nogen. De er nu tættere på at kunne overtage 4-pladsen som det største bryggeri fra Carlsberg. China Resources Enterprises står stærkt i Asien, som er deres hovedmarked, hvor Rusland som er Carlsbergs største marked er stagneret.

Som følge af den kraftige konsolidering i det globale ølmarked, domineres dette af de fire største internationale bryggerier, enten gennem direkte tilstedeværelse eller gennem joint venture og associerede selskaber. På de mere modne ølmarkeder i Vesteuropa og Nordamerika er konkurrencesituationen tæt på at være oligopolistisk, mens der på vækstmarkederne stadig er en mere spredt deling af markederne.

Der vil ske en øget konkurrence på de modne ølmarkeder i takt med, at den samlede volumen stagnerer eller falder på disse markeder. Der vil til stadighed ske en konsolidering på vækst markederne i kampen om at øge deres markedsandel.

Samlet set anses konkurrencen for at være intens i bryggeribranchen. De største aktører sidder på en stor del af markedsandelene, og det er utroligt svært at komme ind på et nyt marked og erobre

betydelige markedsandele her, eftersom der formentlig findes en markedsleder på markedet, der sidder tungt på markedsandelene og derfor er svær at udfordre.

4.2.6 Sammenfatning Porters Five Forces

Det er konstateret at der er en hård konkurrence mellem aktørerne, hvor største delen af markedsandelene er fordelt mellem de største aktører. Branchen har gennemgået og gennemgår til stadighed en voldsom konsolidering, for at få de bedste fordele i forhold til stordrift.

Det er ikke en branche, der er nem at etablere sig i for potentielle nye konkurrenter. De vil have svært ved at opnå de samme stordriftsfordele som de allerede etablerede aktører har og der skal samtidig etableres et stort distributionsnetværk, der vil kræve store ressourcer at få op og stå. Der skal samtidig foretages store investeringer for at komme i gang med produktionen.

De store aktører vurderes til at have en stor forhandlingskraft i forhold til deres leverandører. Dette skyldes, at de produkter de bruger, eks. råvarer og emballage aftager de også betydelige mængder af.

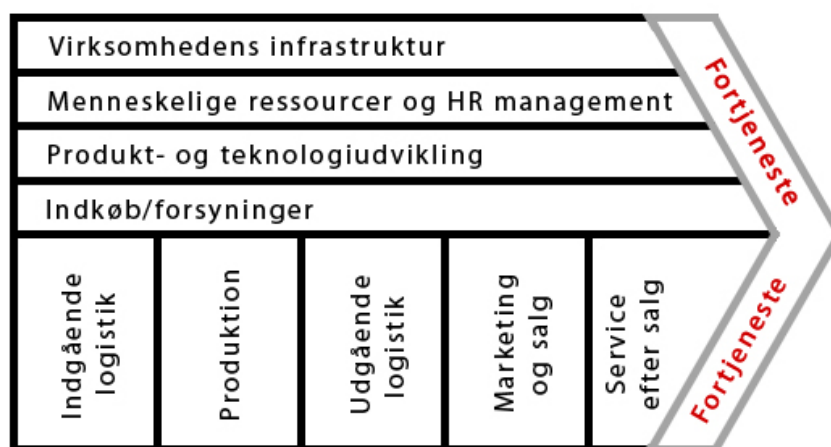
Kundernes forhandlingsstyrke er opdelt i to: on-trade og off-trade salg. Det ses, at kunderne har opnået en større forhandlingsstyrke, da de er begyndt og gå sammen omkring indkøb, hvilket bevirker at de afgiver færre men større ordre. Det er dog stadig kunderne i off-trade segmentet, der har den største forhandlingskraft, da de stadig har den største koncentration af indkøb i større mængder.

I de senere år, har der været en tendens til, at bryggerierne har været udsat for konkurrence fra substituerende produkter, fordi folk er begyndt at drikke mere vin. Dette har været tilfældet i Europa, hvor faldet i øl primært er blevet substitueret med vin i stedet. Dette er bryggerierne begyndt at imødekomme ved produktinnovation i form af nye produkter der henvender sig til kvinder, hvilket er en målgruppe de ikke tidligere har satset på.

4.3 Værdikædeanalyse

Værdikæden kortlægger Carlsbergs værdiskabende aktiviteter i form af primære- og støtteprocesser. Det er et vigtigt element at have styr på for Carlsberg, da de skal kunne tilpasse deres værdikæde i forhold til omverden. Der skal kunne ske effektivisering og procesoptimering af værdikæden, således at Carlsberg kan styrke sin forretning og skabe varig vækst og indtjening.

Værdikædeanalysen vil tage udgangspunkt i Porters værdikæde⁶³. Analysen vil omhandle de mest relevante elementer i forhold til opgaven, da det ikke vil være muligt i forhold til opgavens omfang, at beskrive alle faktorerne i værdikæden.



Figur 7: Porters værdikæde⁶⁴

4.3.1 Produkt- og teknologiudvikling

Der er i hele Carlsbergs levetid blevet fokuseret på innovation, produktforbedringer og effektiviseringer. Dette er siden 2009 blevet centraliseret i en afdeling, som varetager udviklingen i Carlsberg både for produkt- og teknologiudvikling. De har til formålet oprettet Research and Development-organisation, der skal sikre fokus, effektivitet, hurtighed og rækkevide af Carlsbergs innovationsindsats⁶⁵. Forskningsdelen varetages primært af deres egne laboratorier – Carlsberg Research Center⁶⁶, hvor der forskes i byg, gær, ingredienser, brygningsteknologi, kvalitet mv.

Carlsberg har i de senere år lanceret en del nye produkter, der direkte stammer fra deres Research Center, af disse lanceringer kan nævnes:

- Somersby cider, som er blevet utrolig succesfuld på de skandinaviske markeder.

⁶³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s 94

⁶⁴ <http://www.betabox.dk/vaerdikaede.html>

⁶⁵ Carlsbergs årsrapport 2011, side 20

⁶⁶ <http://www.carlsberglab.dk/>

- Beo, der primært henvender sig til kvinder. Beo nævnes som det sunde ikke-alkoholiske alternativ til sodavand.
- EVE, som er en alkoholisk drik, der henvender sig til kvinder, der ønsker noget andet en øl, cider og vin. Den er udelukket introduceret på on-trade marked.
- Copenhagen, som er en øl variant som er målrettet kvinder og forbrugere der normalt fravælger øl.

Det ses tydeligt på deres produktlanceringer, at de søger nye markeder og forbrugere. De nye produkter henvender sig primært til kvinder, folk der normalt ikke drikker øl og fremstår som et sundere produkt. Folk er de senere år blevet mere sundhedsbevidste og søger efter at have en sundere livstil, hvilket de nye produkter forsøger at imødekomme.

Carlsberg forsøger sig også hele tiden med, at forbedre deres produktionsprocesser. De er i 2011 begyndt og anvende en egen udviklet malt type Null-LOX, som er blevet til i deres Research Center med assistance fra Heineken⁶⁷. Den nye type malt holder øllet friskere i længere tid og kræver mindre energi til køling af produkterne under opbevaring⁶⁸. Carlsberg anses for at være på forkant med udviklingen og lægger store ressourcer i at være på forkant med udviklingen.

4.3.2 Indkøb

Carlsberg har de seneste år haft øget fokus på effektivisering for at opnå omkostningsbesparelse i forhold til deres enhedspriser. De har i den forbindelse foretaget en centralisering af deres indkøbsfunktion således, at dette nu foregår fra deres kontor i Schweiz. Carlsberg har de seneste par år haft som mål, at reducere antallet af leverandører med henblik på at udvikle et tættere strategisk samarbejde og derved sikre bedre kvalitetskontrol, mere konkurrencedygtige priser og bedre service.

Det er Carlsbergs politik at have mere end en leverandør af råvarer og emballage, for ikke at stå svagt i leverandørforhandlingerne. De har i forbindelse med centraliseringen foretaget en revurdering af deres leverandører, hvor deres aftaler er blevet genforhandlet og flere er blevet sorteret fra, da man nu har fået et centralt overblik og på denne måde bedre kan rykke rundt⁶⁹.

⁶⁷ <http://www.null-lox.co.uk/about/null-lox>

⁶⁸ Carlsbergs årsrapport 2011, side 27

⁶⁹ Carlsberg: Vi skal have en god pris, Berlingske business d. 12. maj 2012

De vigtigste råvarer som Carlsberg anvender, kan for de flestes vedkommende købes på råvarebørser. De bestemmes af verdensmarkedsprisen, hvilket giver dem mulighed for at afdække den finansielle risiko for ustabile priser, ved at indgå finansielle instrumenter. Carlsberg står stærkere med den centraliserede indkøbsfunktion, i forhold til leverandørforhandlingerne når det kommer til råvarer og materialer eksempelvis til emballage, som ikke handles til verdensmarkeds priser, da de tidligere i højere grad lå hos de enkelte bryggerier.

Carlsberg har også stort fokus på CSR herunder, miljøpåvirkning vedrørende deres indkøb. De arbejder på at reducere vægten eller tykkelsen af emballage i samarbejde med deres leverandører for at reducere CO² påvirkningen. De undersøger også muligheden for, yderligere at kunne overvåge deres leverandørers indsats på området, således at de lever op til Carlsbergs standard på dette område.

4.3.3 Produktion

Carlsberg har som led i deres optimering af bryggeristrukturen foretaget lukninger af en række bryggerier rundt om i verdenen⁷⁰. Grundet de ensartet produktionsmetoder ved brygning af de forskellige øl, er der en del fleksibilitet i forhold til at allokere produktionen imellem de forskellige bryggerier. Stigene råvarepriser i omverdenen har også gjort, at man forsøger at opretholde samme produktionsvolumen med færre antal bryggerier, for på den måde at have en mere effektiv produktion og større stordriftsfordele. Dette var blandt andet en af grundene til, at Carlsberg valgte og lukke deres produktion i København og flytte den til Fredericia, hvor de havde et mere moderne og effektivt bryggeri.

Der bliver hele tiden undersøgt nye produktionsmetoder og hvordan deres miljøpåvirkning kan sænkes. Carlsberg lancerede i 2010 et porteføljeforenklingsprojekt, som omhandler at standardisere de flaske-, dåse og emballageformater som bruges i Nord- og Vesteuropa. Den samme øl kommes på flere slags emballager, hvilket gælder både dåser og flasker i forskellige lande. Der er øget omkostninger forbundet med at skulle skifte mellem de enkelte emballageformater og de vil på den måde kunne producere flere øl samme sted og derefter transportere dem på tværs af landegrænser.

⁷⁰ Effektivitet øger Carlsbergs overskud, Jyllands posten d. 29. juni 2012

4.3.4 Marketing og salg

Marketing er en vigtig del, af det at være en global bryggerivirksomhed, hvor det gælder om at have en stor kommerciel tilstedeværelse og et stærkt brand. Carlsberg har været meget aggressiv på denne front, hvilket har styrket Carlsbergs brandværdi betydelige gennem årene. Det er især i sportens verden, Carlsberg markedsført sig. Det er ofte i forbindelse med fodbold Carlsberg har samlet deres sponsorater og markedsføring⁷¹.

Carlsberg har været tilbagevendende sponsor ved Europamesterskabet i fodbold, som afholdes hvert fjerde år, hvor det senest blev afholdt på hovedmarkederne i Ukraine og Polen. Det kunne også godt mærkes på deres omsætning og salget af øl satte rekord for en EM slutrunde⁷². Carlsberg er også storsponsor for det danske fodboldhold F.C. København og har tidligere haft den længste sponsoraftale i engelsk fodbold i 19 år, hvor de sponsorerede Liverpool FC., men denne aftale ophørte i 2009⁷³.

Carlsberg lancerede i april en ny positionering⁷⁴ i forhold til Carlsberg-mærket, der skulle lufte Carlsberg til nye højder. Det betød også, at der blev lanceret et nyt slogan i forhold til det tidligere ”Carlsberg, Probably the best beer in the world”, som de har brugt siden 1973. Det gamle slogan har fungeret fint i de vestlige lande, man slår ikke lige så godt igennem i de asiatiske lande, hvilket er vigtigt, da væksten i fremtiden ligger her. De asiatiske lande forstod ikke, hvorfor de skulle købe en øl, der ”kun” muligvis var den bedste i verdenen, hvorfor ikke købe den bedste i stedet for så. Carlsberg har derfor lanceret det nye slogan ”That calls for a Carlsberg”, dog skal det køre sideløbende med deres gamle slogan i de lande, hvor det er veletableret og virker godt.

4.3.5 Sammenfatning af Værdikæden

Carlsberg har i de senere år fokuseret meget på at gøre virksomheden mere effektiv. Det har betydet, at de har lukket flere bryggerier, for at samle produktion og har derved opnåede øgede stordriftsfordele. De har også slået afdelinger sammen, for at skabe en mere fokuseret struktur, hvor det ikke længere er de enkelte bryggerier, der varetager de enkelte områder, men nu er det samlet på gruppeniveau.

⁷¹ <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Sponsorater/Hvemvisponsorerer>

⁷² Carlsbergs salg af EM-øl slår rekord, Berlingske business d. 18. juni 2012

⁷³ Carlsberg bekræfter stop for Liverpool-sponsorat, Ritzau Finans d. 14. september 2009

⁷⁴ Carlsbergs årsrapport 2011, side 10

Carlsberg er førende indenfor bryggeri, hvad angår innovation, hvor de har en stor fordel i deres research center, som igennem årene har stået for en masse nye produkter og forbedringer til produktionen. De er begyndt og markedsføre nye produkter, der henvender sig til en ny gruppe af personer, som tidligere har været overset.

Der er blevet lanceret et nyt slogan, som forventes at skabe større forståelse og udbredelse på de asiatiske markeder, hvor de tidligere har haft udfordringer med deres gamle slogan. Dette er vigtigt, da de asiatiske markeder er i stor vækst og dette forventes at fortsætte i fremtiden.

4.4 Vækstudsigter på det globale ølmarked og vækststrategier⁷⁵

Det globale marked for øl forventes at stige med 3 % årligt frem til 2016. Denne stigning dækker dog over store regionale forskelle, hvor forventningen på de modne markeder i Nord- og Vesteuropa er tæt på nul eller sågar negativ vækst i perioden. Det der skal holde væksten oppe på disse markeder, er effektiviseringer og produktinnovationer.

Effektiviseringerne vedrører hovedsageligt ølproduktionen grundet de lave vækstrater, hvorfor strategien jf. Anshoffs vækstmatrice⁷⁶ vil være intensivering i form af markedspenetrering. De vil samtidig forsøge sig med strategien produktudvikling, hvilket også indgår i ølproduktionen, da flere af deres nye produkter er i dette segment. Samtidig har de den helt store satsning i form af cideren Somersby. Væksten i disse regioner vil komme fra organisk vækst, da der er sket en voldsom konsolidering i de senere år og nye opkøb er ved og være udtømt⁷⁷.

Asien vil også de kommende år, klare sig bedre end de øvrige markeder og vil stadig være markedet, hvor der er den største vækst. Det forventes at væksten vil ligge på 4 – 6 %. Det der kan bremse væksten for de globale mærker er, af en stor del af denne vækst, er drevet af de lokale mærker. Dette kan ses på det store kinesiske marked, hvor det femte og sjette største bryggeri er kinesiske, der kun afsætter på hjemmemarkedet.

Vækststrategien i denne region ligger imellem markedspenetrering og markedsudvikling, da de stadig ikke er så stærkt repræsenteret i regionen. De er ved og gå ind på flere markeder, hvor de

⁷⁵ Inspiration fra - Euromonitor International, Global prospects for beer companies 2011

⁷⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 112

⁷⁷ Carlsbergs felt af opkøbsemner tørrer ud, Ritzau Finans d. 27. juni 2012

senest er kommet tilbage på det thailandske marked, men samtidig skal de øge deres tilstedeværelse på det kinesiske marked, hvor største delen af volumen og væksten ligger i regionen. En stor del af væksten i denne region vil ske igennem opkøb, hvor Carlsberg senest i august 2011 udvidede deres tilstedeværelse, ved indgåelse af en joint venture aftale med et kinesisk bryggeri⁷⁸.

Det forventes at markedet i Østeuropa og i særdeleshed Rusland stabiliserer sig de næste par år, hvorfor der forventes moderat vækst mellem 1 – 2 %. Det vil dog fortsætte med at være et usikkert marked, da der stadig er uro omkring den politiske indblanding.

Det er især vigtigt at have fokus på effektiviseringer på dette marked, grundet stigende inputpriser, hvorfor de vil føre en intensivering i form af markedspenetrering, for at bibeholde deres førende position på markedet. Her vil væksten som i resten af Europa komme organisk, da der kun er begrænset muligheder for vækst gennem opkøb.

Den største stigning inden for selve øllet, vil være at finde i premium-segmentet der forventes at stige med 3 %. Dette er det segment, hvor Carlsberg vil være bedst repræsenteret og have fokus på. Niche området for lav / alkoholfri øl forventes derimod at stige med 7 % de kommende år. Dette er området som Carlsberg er begyndt at fokusere på, især med deres nye produkt Copenhagen.

⁷⁸ Carlsberg udvider i Kina, Børsen d. 2. august 2011

4.5 SWOT analyse

SWOT-analysen benyttes til at sammenfatte de vigtigste punkter fra den strategiske analyse. Analysen er opdelt i selskabets interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler.

Styrker:

- Stærk position i Østeuropa
- Innovativ i forhold til produktudvikling
- Vækst gennem effektiviseringer
- Stigende tilstedeværelse i Asien

Svagheder:

- Faldende markedsudsigter for hovedmarkeder
- Carlsberg er den mindste af de store bryggerier
- Stor valutakurs eksponering
- Lille tilstedeværelse i vækstmarkeder

Muligheder:

- Vækstmuligheder i Asien
- Global lancering af produkter målrettet kvinder
- Vækst i cidermarkedet
- Strategiske opkøb af virksomheder

Trusler:

- Stigende råvarepriser
- Fortsat finansiell uro i Europa
- Yderligere afgiftsforhøjelse i Rusland
- Politiske tiltag der begrænser volumen

Carlsberg har i de seneste år været præget af usikkerheder i den omverden de opererer på. Der har været stigende råvarepriser, den finansielle krise har stadigvæk ikke sluppet sit tag i Europa, samt væsentlige afgiftsforhøjelser på deres største enkelte marked nemlig Rusland. Det har gjort, at de hele tiden har skulle tilpasse deres forretning til nye situationer og udfordringer. Der er ligeledes ved at ske en ændring i folks syn på alkohol. Folk er blevet mere sundhedsbeviste, går mere op i sig selv og hvad de drikker, samt har der været fokus på at nedbringe folks alkoholforbrug fra politisk side.

De fleste af disse udfordringer, vil de stadig skulle kæmpe med de næste par år samtidig med, at der forventes negativ eller lav vækst på deres hovedmarkeder i Europa. De har også efter deres opkøb af Scottish & Newcastle blevet mere eksponeret overfor valutakursudsving, da der nu bliver handlet

mere i fremmed valuta. Dette har påvirket dem kraftigt i de senere år, hvor det dog sidste år ikke har haft så kraftig en indvirkning som tidligere.

Carlsberg er den mindste af de store bryggerier og har derfor ikke de samme stordriftsfordele når det kommer til det globale marked. De øvrige har et større ressourceapparat at trække på. De bliver ligeledes åndet i nakken af nummer fem og denne har udelukkende sit marked i Kina, hvor der forventes vækst de næste mange år samtidig med, at det er et af de største markeder. De har på nuværende tidspunkt ikke den store tilstedeværelse i vækstmarkederne og har på denne måde ikke den store del af opdriften.

For at imødekomme flere af disse trusler og svagheder, har Carlsberg gang i flere innovative projekter. De har lanceret nye produkter, hvor de prøver og ramme nogle nye målgrupper, dels kvinder samt personer, der normalt ikke drikker øl. De har ligeledes en stor forskningsafdeling, hvor de hele tiden forsøger at forbedre deres produktion, samt foretage effektiviseringer for at mindske de variable omkostninger, samt få mere ud af deres råvarer og forbedre disse. Det mindsker påvirkningen af stigende råvarepriser og afgifter, da man kan holde marginerne.

Der forventes gode muligheder for flere af deres nye produkter, da der forventes vækst inden for cider området. De har lanceret Somersby i flere skandinaviske lande og er ved at køre pilot lanceringer i flere andre lande. Dette skaber også et bedre produkt/pris mix, da der er højere marginer på disse produkter i forhold til øl. De imødekommer også de mere sundhedsbeviste forbrugere med deres nye ikke-alkoholisk drik Beo, samt er kvinder også i fokus med den nye øl Copenhagen, hvor de kommer ind på et stort latent marked i forhold til kvinderne.

Der forventes de næste mange år vækst på de Asiatiske markeder, hvorfor det er vigtigt at være repræsenteret på disse. Carlsberg er ved at øge deres tilstedeværelse i øjeblikket og har fokus på det voksende forbrug og øget befolkning, som præger store dele af asien. Der vil være gode muligheder for vækst på de fleste af markederne i regionen både, hvad angår organisk vækst samt strategiske opkøb. Det er vigtigt at finde nogle gode samarbejdspartnere i lokalområderne, således det samme ikke sker som i Thailand år tilbage, hvor forholdet med en partner gik meget skævt.

5. Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er, at vurdere den historiske rentabilitet ved hjælp af de finansielle værdidrivere og nøgletal.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i de seneste 5 offentliggjorte årsrapporter fra Carlsberg og dækker således perioden fra 2007 – 2011. Den seneste offentliggjorte årsrapport fra Carlsberg er fra d. 20. februar 2012. Grundet børsnoteringen på NASDAQ OMX Copenhagen skal Carlsberg aflægge regnskab efter IFRS. De officielle regnskaber fremgår af bilag 1 & 2.

Analysen starter med en vurdering af revisionspåtegningerne samt den anvendte regnskabspraksis. Dette har til formål at identificere, om der er forhold i årsrapporterne, hvor revisorerne har givet forbehold eller supplerende oplysninger og om der har været ændringer til regnskaberne, hvilket bevirker, at der ikke kan ske direkte sammenligning af årsrapporterne. Der skal derfor undersøges, om der har været foretaget ændringer i den årrække analysen strækker sig over og hvis dette er tilfældet, hvilken indvirkning den har. Ændringerne vil have indflydelse på sammenligningsgrundlaget mellem årrækkerne og dermed de beregnede nøgletal. Hvis der er sket ændringer, som kan have en signifikant effekt på de beregnede nøgletal og derved analysen, vil der ske korrektion af disse, således at årrækken er sammenlignelig.

5.1 Revisionspåtegninger

Revisor skal påregne regnskabet og konkludere på det udførte arbejde og sikre sig, at årsrapporten giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. balance dagen. På baggrund af dette bliver revisionspåtegningen betragtet som et kvalitetsstempel.

Revisionspåtegningerne af regnskaberne for årrækken der indgår i analysen, er gennemgået for at kunne identificere evt. forhold, som er identificeret i forbindelse med revisionen. Det kan konkluderes, at der ikke har været afgivet modificeret påtegninger i hele årrækken. Baseret på dette vurderes det, at årsrapporterne giver et retvisende billede af Carlsbergs økonomiske stilling og der er ikke i denne forbindelse identificeret forhold, der kunne have indvirkning på analysen.

5.2 Anvendt regnskabspraksis

Carlsberg overgik i 2005⁷⁹ til at aflægge regnskab efter IFRS, hvorfor alle årende i analysen er blevet aflagt efter denne standard og er derfor sammenlignelige. Den anvendte regnskabspraksis er gennemgået for at identificere, om der er sket ændringer i nogle af årende, som kunne have indflydelse på beregningen af nøgletallene.

I forbindelse med gennemgangen er det konstateret, at der er forskelle mellem sammenligningstallene for 2008 i årsrapporten for 2009 og de aktuelle tal i årsrapporten for 2009. Det er beskrevet i årsrapporten for 2009, at det skyldes Carlsberg har valgt at implementere nye IFRS-standarder og fortolkningsbidrag i forbindelse med regnskabsaflæggelsen.

Det er beskrevet i årsrapporten⁸⁰, at dette ikke har væsentlig indflydelse på koncernregnskabet, hvilket ligeledes kan konstateres ved sammenligning af tallene, hvorfor det ikke er vurderet nødvendigt, at foretage nogle korrektioner og det er tallene fra årsrapporten 2009, der danner grundlag for tallene i år 2008.

Der er ikke identificeret yderligere forhold, som kunne have indvirkning på analysen, hvorfor det vurderes, at der er sammenlignelighed imellem årrækkerne og der ikke er konstateret forhold, hvorved der skal ske regulering.

5.3 Reformuleringer

Formålet med den historiske regnskabsanalyse er, at afdække de finansielle værdidrivere.

Der er overordnet to værdiskabende aktiviteter i en virksomhed:

1. Driftsaktivitet
2. Finansieringsaktivitet

Finansielle værdidrivere er nøgletal, som kan fortælle noget om, hvor værdien i virksomheden skabes eller tabes. En analyse af finansielle værdidrivere kan afdække mulige indsatsområder for forbedring af virksomhedens evne til, at skabe værdi i forhold til virksomhedens ejere.

⁷⁹ Carlsberg årsrapport 2005

⁸⁰ Carlsbergs årsrapport 2009, s 116

Reformulering af resultatopgørelse, balance og egenkapital er således nødvendigt, da disse aktiviteter ikke direkte fremgår af de officielle årsrapporter. Man er således nød til at foretage reklassifikationer af en række poster, for ikke at få en fejlagtig opfattelse af Carlsbergs værdiskabende evne⁸¹. Samtidig er en regnskabsanalyse nødvendig for, at kunne identificere de value drives, der vil danne grundlag for den efterfølgende budgettering.

Driftsaktivitet omfatter virksomhedens primære værdiskabende aktivitet, og finansieringsaktiviteten er afledt af driftsaktiviteten, som en sekundær værdiskabende aktivitet. Den sidstnævnte aktivitet består i at fremskaffe gæld og /eller egenkapital til finansiering af driftsaktiviteten.

5.3.1 Reformulering af egenkapital

Reformuleringen af egenkapitalen til analysebrug foretages, da der kan være værdireguleringen i regnskabet som ikke føres i resultatopgørelsen, men bliver ført direkte over egenkapitalen. Egenkapitalopgørelsen opsummerer alle transaktioner og posteringer, der berører ejernes egenkapital i virksomheden. Når der bliver foretaget reformuleringen af denne, bliver posterne delt op i transaktioner med ejerne samt totalindkomst. Dette sker for at adskille kapitaludvidelser, køb/salg af egne aktier, udbytte mv. fra den egentlige indkomst som virksomheden har i de pågældende år. På denne måde undgår man forstyrrelser, som ikke har noget med virksomhedens indtjening at gøre.

Poster der ikke bliver indregnet over resultatopgørelsen, men bliver ført direkte over egenkapitalen kaldes ”Dirty-surplus accounting”⁸². Disse poster skal indregnes i totalindkomsten. Egenkapitalbevægelserne der allokeres som totalindkomst bliver reklassificeret til den reformulerede resultatopgørelse, så det kan give et mere retvisende billede af Carlsbergs værdiskabelse og således sikres det også, at ingen overskudskomponenter udelades.

Ifølge IFRS 2 skal aktiebaseret vederlag omkostningsføres i resultatopgørelsen og modposteres på egenkapital. Dette skaber dog problemer, da denne post hverken kan medtages under transaktioner med ejerne, hvilket det ikke er eller under totalindkomst, da dette ville neutralisere omkostningen i den samlede totalindkomstopgørelse. Denne post er taget ud af opgørelsen og posteret under anden gæld, kortfristet i den reformulerede balance⁸³. Det er ligeledes gældende for posten ”udnyttelse af

⁸¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 18

⁸² Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 158

⁸³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 157 & 190

aktieoptioner”, som sædvanligvis består af tab vedr. ledende medarbejders udnyttelse af aktieoptioner i forhold til markedskursen.

Minoritetsinteresser er ekskluderet af opgørelsen, sådan at det kun er tallene der vedrører aktionærene i Carlsberg, der indgår. Beløbende for Minoritetsinteresser er ekskluderet i såvel primo som ultimo, samt i de enkelte poster i opgørelsen.

Alle øvrige poster fremgår som i de offentliggjorte årsrapporter fra Carlsberg.

I bilag 3 er alle egenkapitalopgørelserne reformuleret for de fem regnskabsår. Analysen vil blive foretaget på baggrund af disse.

5.3.2 Reformulering af balancen

Formålet med reformulering af balancen er, at opdele Carlsbergs aktiver i driftsrelaterede aktiver og finansielle aktiver, samt passiverne i driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser. Det er muligt på denne baggrund, at analysere Carlsbergs evne til at skabe værdi fra driftsaktiviteten med udgangspunkt i den kapital, der er investeret i driften.

Reformuleringen er delt op i driftsaktiver og driftsforpligtelser samt finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Der er taget udgangspunkt i den beskrivelse, der fremgår i de officielle årsrapporter fra Carlsberg omkring anvendt regnskabspraksis og oplysninger i noterne. Der er ved gennemgang af disse identificeret forhold, som har givet anledning til bemærkninger.

Andre tilgodehavender/Anden gæld

Det fremgår af noten for ”Andre tilgodehavender”, at denne hovedsageligt udgøres af udlån til restaurationsbranchen og øvrige tilgodehavender. Det er vurderet, at udlån er en del af den daglige drift og det er ikke muligt at opdele de øvrige elementer, hvorfor det vurderes dette vedrører driften og derfor indgår som et driftaktiv.

Noten for anden gæld indeholder både drift relaterede poster og finansielle poster. Gæld vedrørende køb af virksomhed samt skyldige renter, er klassificeret under finansielle forpligtelser og øvrige elementer under driftsforpligtelser.

Kapitalandele i associerede virksomheder

Denne post er vurderet værende et driftsaktiv. Det er ikke vurderet at denne bruges til midlertidig placering af overskydende likviditet, hvorfor det ikke kan klassificeres som værende et finansielt aktiv.

Likvide beholdninger

Disse anses for at være et finansielt aktiv. Det er ikke vurderet at have en væsentlig indvirkning på analysen at beregne driftslikviditet⁸⁴, hvorfor hele posten er placeret som finansielt.

I bilag 5 er alle balancerne reformuleret for de fem regnskabsår. Analysen vil blive foretaget på baggrund af disse.

5.3.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Ved reformulering af resultatopgørelsen bliver denne delt op i drift og finansiering. opdelingen skal bruges til at identificere, hvad Carlsberg tjener sine penge på. Der skal tillægges de ikke-resultatførte poster ”Dirty-surplus accounting” fra egenkapitalopgørelsen med det formål, at skabe en opgørelse af totalindkomsten af både drift og finansiering.

Reformuleringen er delt op i drifts- og finansieringsposter. Der er taget udgangspunkt i den beskrivelse, der fremgår i de officielle årsrapporter fra Carlsberg omkring anvendt regnskabspraksis og oplysninger i noterne. Der er ved gennemgang af disse identificeret forhold, som har givet anledning til bemærkninger.

Ydelsesbaseret pensionsordninger under finansielle indtægter / omkostninger

Kalkuleret rente på forpligtelser i ydelsesbaserede pensionsordninger er reklassificeret til omkostninger under driftsoverskud⁸⁵. Regnskaberne er aflagt som funktionsopdelte, hvorfor det ikke er muligt direkte at henhøre omkostningen til personaleomkostninger, da disse er delt op på funktioner. Der er foretaget fordeling af omkostningen imellem: Produktion, salg og distribution samt administration, da disse står for størstedelen af personaleomkostninger og det giver ikke mere værdi, at foretage yderligere opdeling.

Fordelingen er angivet i nedenstående tabeller:

⁸⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 183

⁸⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 203

Personale omkostninger	2007	2008	2009	2010	2011
Produktionsomkostninger	2.019	2.535	2.579	2.638	2.652
Salgs- og distributionsomkostninger	4.028	4.449	4.517	4.724	5.872
Administrationsomkostninger	1.174	1.517	1.644	1.964	2.053
Ialt	7.221	8.501	8.740	9.326	10.577
%fordeling					
Produktionsomkostninger	28	30	30	28	25
Salgs- og distributionsomkostninger	56	52	52	51	56
Administrationsomkostninger	16	18	19	21	19

Tabel 8: Pct. Fordeling mellem funktioner

Pensionsrente	2007	2008	2009	2010	2011
Kalkuleret rentekomkostning pensionsordninger	323	340	342	390	376
Fordeling af omkostning					
Produktionsomkostninger	90	101	101	110	94
Salgs- og distributionsomkostninger	180	178	177	198	209
Administrationsomkostninger	53	61	64	82	73

Tabel 9: Fordeling af omkostning

Kalkuleret forventet afkast på aktiver i ydelsesbaseret pensionsordninger er reklassificeret til andre driftsindtægter⁸⁶.

Allokering af skat

Skatten af driftsoverskuddet er beregnet som den totale skat fratrukket skattefordelen af finansielle omkostninger samt skat af andet driftsoverskud. Skatten er allokeret ud fra selskabsskatteprocenten i de pågældende år, hvilket i alle årene har været 25 %.

Dirty-surplus Accounting

Det er ved gennemgang af Carlsbergs' egenkapitalopgørelse konstateret, at der er ikke-resultatførte posteringer på egenkapitalen. De ikke-resultatførte posteringer er allokeret under "anden total indkomst fra drift" i den reformuleret resultatopgørelse, da det er vurderet at disse vil påvirke driftsoverskuddet⁸⁷. Det er ikke vurderet væsentligt at reklassificere reguleringer vedrørende værdipapirer til finansielle indtægter, hvorfor disse også indgår under driften.

I bilag 4 er alle resultatopgørelserne reformuleret for de fem regnskabsår. Analysen vil blive foretaget på baggrund af disse.

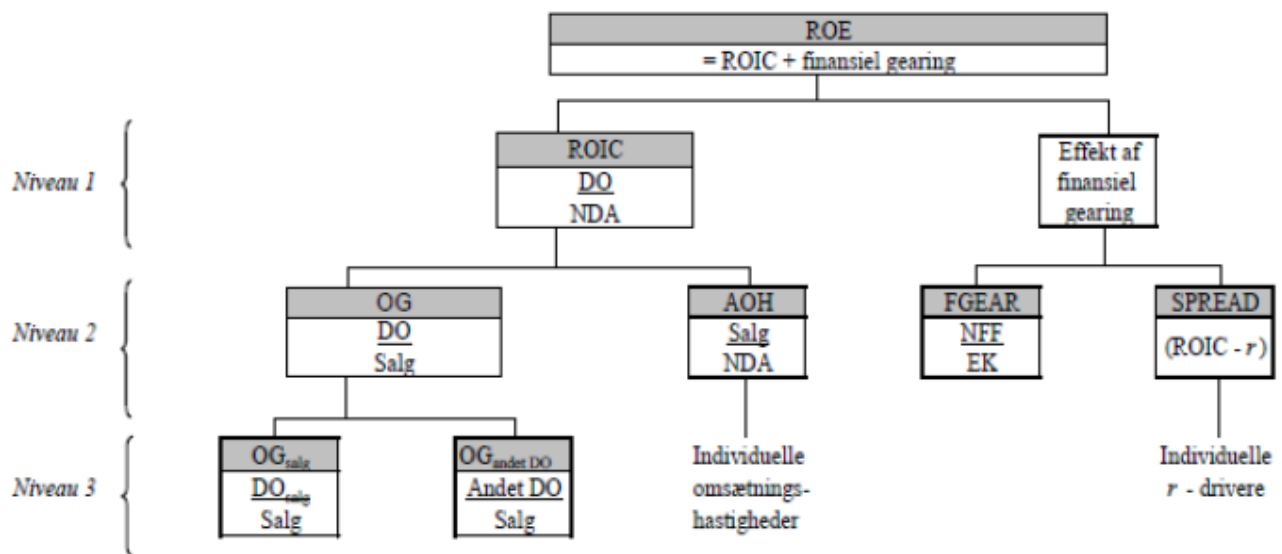
⁸⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 203

⁸⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 160

5.4 Rentabilitetsanalyse

Formålet med rentabilitetsanalysen er, at belyse de faktorer som skaber forrentningen på ejernes investerede kapital.

Rentabilitetsanalysen er foretaget på baggrund af den udvidet DuPont-model jf. nedenstående figur. Der findes forskellige versioner af den udvidede Dupont-model, som anvender forskellige terminologier/forkortelser. Opbygning og forkortelser fra ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse” er benyttet til regnskabsanalysen med tilretning i forhold til Carlsbergs’ årsrapport



Figur 8: Den udvidede DuPont model⁸⁸

5.4.1 Egenkapitalforrentningen

Udgangspunktet for rentabilitetsanalysen er egenkapitalens forrentning ROE, der er lig med totalindkomst (TO) i forhold til den gennemsnitlige egenkapital (EK). ROE er således et relativt mål for den værdiskabende aktivitet for ejerne for hver årrække.

Tabel 10: Udvikling i ROE

Nøgletal i %	2007	2008	2009	2010	2011
ROE	8,32	18,05	1,04	16,80	3,96

Beregning af ROE på baggrund af de reformulerede regnskaber jf. bilag 4 & 5

Udviklingen i ROE fremgår af ovenstående figur. Det ses at ROE har været svingende i gennem analyse perioden. Den har været højst i år 2008 og 2010. I 2010 have Carlsberg en ROE på 3,96%, hvilket betyder, at aktionærerne får 3,96 kr. i forrentning pr. 100 kr. investeret.

⁸⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 254

Udviklingen giver således et indtryk af en ustabil og svingende økonomisk rentabilitet, hvor årsagen til udviklingen skal findes i de underliggende finansielle værdidrivere – herunder afkastet på netto driftsaktiver (ROIC) og/eller selskabets finansielle gearing (FGEAR). De underliggende værdidrivere og deres påvirkninger på ROE vil i det efterfølgende blive analyseret.

5.4.2 Niveau 1: Dekomponering af ROE

ROE afhænger som nævnt ovenfor af ROIC og FGEAR. Udviklingen i ROE i de sidste 5 år fremgår af nedenstående tabel:

Tabel 11: Dekomponering af ROE

Nøgletal i %	2007	2008	2009	2010	2011
ROE	8,32	18,05	1,04	16,80	3,96
ROIC	6,53	14,87	2,87	12,44	4,43
FGEAR * SPRED	2,58	6,72	-1,78	5,06	0,14
FGEAR	1,16	0,92	0,77	0,62	0,54
SPREAD	2,23	7,28	-2,31	8,18	0,25
r	4,30	7,59	5,18	4,26	4,18

Beregning af nøgletal på baggrund af de reformulerede regnskaber jf. bilag 4 & 5

ROIC udtrykker afkastet af den investerede kapital (netto driftsaktiver). Derved viser ROIC det gennemsnitlige afkast pr. investeret driftskrone. Som det fremgår af ROE-ligningen ovenfor vil en FGEAR på nul resultere i, at ROIC er lig ROE.

ROIC

Som det fremgår af ovenstående tabel, har Carlsberg haft store udsving igennem analyse perioden. Dette giver ikke nødvendigvis et retvisende billede af, at deres driftsoverskud er utilregneligt. For bedre at kunne anskue dette, er ROIC opdelt i ROIC fra salg og andet i nedenstående tabel.

Tabel 12: Udvikling i ROIC

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
ROIC _{salg}	7,70	8,32	6,48	7,06	6,38
ROIC _{andet}	-1,17	6,55	-3,60	5,38	-1,95
ROIC _{samlet}	6,53	14,87	2,87	12,44	4,43

Beregning af nøgletal på baggrund af de reformulerede regnskaber jf. bilag 4 & 5

Det ses, at der ikke er de store udsving i ROIC fra salg, men udsvinget skal findes i ROIC fra andet. Dette består af anden indkomst og total indkomst fra driften. Det ses at der er den største effekt fra ROIC_{andet} i perioden 2008 – 2010. Carlsberg opkøbte i 2008 Scottish & Newcastle sammen med Heineken, hvilket påvirker beregningen af nøgletallet kraftigt, da balanceposter indgår som gennemsnit og der sker en kraftig stigning i NDA i 2008, som først indgår fuldt ud i 2009.

Carlsberg får igennem opkøbet af S&N de sidste 50 % af Baltic Beverage Holding, hvorfor de bliver yderligere eksponeret overfor den russiske rubel (RNB). Der er fra 2008 – 2010 sket store kursudsving i den RNB jf. nedenstående tabel:

Figur 9: RUB/DKK⁸⁹



Kursen falder drastisk i 2008 på grund af finanskrisen og begynder først at stige i starten af 2010. Kursen var stigende igennem 2011, for derefter at stige igen ultimo 2011. Dette stemmer meget godt overens med posten ”Valutakursregulering vedrørende udenlandske enheder” under total indkomst, hvor denne varierer med udviklingen i RNB og har den største effekt på udviklingen i nøgletallet.

FGEAR

FGEAR udtrykker, hvor stor en del selskabets netto finansielle forpligtelser udgør i forhold til egenkapitalen ”Gearingen”. Det kan ses, at det er FGEAR er faldende i gennem hele perioden, hvilket er i tråd med Carlsbergs ambition angående gældsnedbrindelse⁹⁰, hvor de selv efter opkøbet af S&N i 2008, har formået at nedbringe gældsandelen.

Det finansielle gearingsniveau kan ikke tolkes alene til at være dårligt eller skidt, hvorfor der skal analyseres på, om det er muligt, at tjene penge på sine finansielle forpligtelser. Dette kommer til udtryk i form af SPREAD.

⁸⁹ <http://www.oanda.com/currency/historical-rates/>

⁹⁰ Carlsbergs årsrapport 2010, side 8

SPREAD

SPREAD udtrykker de netto finansielle omkostninger i % sammenholdt med virksomhedens ROIC. SPREAD er forskellen mellem ROIC og r . Mens ROIC udtrykker, hvad der tjenes på den investerede kapital, fortæller r , hvad der betales for fremmedkapitalen, der er brugt til at finansiere (NDA). SPREAD udtrykker derfor, om det er gunstigt at arbejde med fremmedkapital eller ej.

Et positivt SPREAD er udtryk for, at ROIC er større end r , hvilket gør det rentabelt at finansiere nettodriftsaktiver med finansielle forpligtelser. Omvendt er et negativt SPREAD udtryk for, at det ikke er rentabelt at finansiere nettodriftsaktiver med finansielle forpligtelser.

Det fremgår af beregningen at det eneste år, hvor Carlsberg tabte penge på deres fremmedkapital var i 2009, mens de i de øvrige år har tjent penge på deres fremmedkapital.

5.4.3 Niveau 2: Dekomponering af ROIC

ROIC's bidrag til ROE stammer fra OG og AOH. Udviklingen i ROIC i de sidste 5 år fremgår af tabellen nedenfor:

Tabel 13: Dekomponering af ROIC

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
ROIC	6,53	14,87	2,87	12,44	4,43
OG	5,89	18,29	4,93	20,98	7,38
AOH	1,11	0,81	0,58	0,59	0,60

Beregning af nøgletal på baggrund af de reformulerede regnskaber jf. bilag 4 & 5

Overskudsgrad (OG)

OG udtrykker virksomhedens evne til at skabe overskud i forhold til omsætningen. Der er igennem perioden sket flere spring i OG. Der vil under niveau 3 ske en opdeling af OG for at identificere, hvad overskudsgraden er i forhold til salgsaktiviteten og for bedre at kunne et billede af, hvor fluktuationen skal findes.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

AOH er netto driftsaktiver målt i forhold til omsætningen og viser, hvor meget salg der genereres i Carlsberg pr. investeret kapitalkrone. Det ses, at der fra 2008 sker et fald i AOH, hvilket skyldes købet af S&N i 2008. Carlsbergs aktivmasse blev kraftig forøget ved købet af S&N, hvilket har påvirket nøgletallet i en negativ retning.

5.4.4 Niveau 3: Dekomponering af OG og AOH

Udviklingen i OG i de sidste fem år fremgår af nedenstående tabel:

Tabel 14: Udvikling i OG

Overskudsdrivere (%)	2007	2008	2009	2010	2011
OG _{salg}	6,95	10,23	11,11	11,91	10,63
OG _{andet}	-1,06	8,05	-6,18	9,07	-3,25
OG _{samlet}	5,89	18,29	4,93	20,98	7,38

Beregning af nøgletal på baggrund af de reformulerede regnskaber jf. bilag 4

Det ses af ovenstående tabel, at grunden til de store udsving i OG ikke skal findes i salget, men i de øvrige poster. OG_{salg} har været stigende igennem perioden frem til år 2011. den største stigning ligger i år 2008, hvilket skyldes opkøbet af S&N. Stigningen indikere, at Carlsberg har formået at optimere sin produktion og mindske omkostningerne pr. produceret øl. Dette er med stor sandsynlighed et resultat af, at Carlsberg har haft stor fokus på omkostnings minimering og effektivisering af deres drift. Faldet i OG_{salg} i 2011 skyldes, at det er blevet dyrere at producere øl, da der er sket en stigning i priserne i 2011⁹¹.

OG_{andet} har den største påvirkning på den samlede OG i årene 2008 – 2010. Påvirkninger i disse år skal findes i valutakursreguleringer vedrørende udenlandske enheder, som påvirker positivt i 2008 og 2010. 2008 skyldes købet af S&N og kursudsving på RNB hvilket påvirker 2009 negativt, mens der sker en stigning på RNB i 2010.

Udviklingen i 1/AOH i de sidste 5 år fremgår af nedenstående tabel:

Tabel 15: Udvikling i 1/AOH

AOH - -drivere (1/AOH)	2007	2008	2009	2010	2011
1/AOH	0,90	1,23	1,72	1,69	1,67
Immaterielle anlægsaktiver	0,47	0,88	1,40	1,41	1,39
Materielle anlægsaktiver	0,47	0,47	0,55	0,54	0,51
Varebeholdninger	0,08	0,08	0,07	0,06	0,07
Tilgodehavende fra kunder	0,14	0,11	0,10	0,10	0,11
Andre driftsaktiver	0,11	0,13	0,16	0,17	0,18
Driftsaktiver	1,28	1,66	2,28	2,27	2,25
Anden gæld, kortfristet	0,11	0,12	0,15	0,16	0,14
Leverandørgæld	0,12	0,12	0,13	0,14	0,16
Tilbagebetalingsforpligtelse vedr. emballage	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Andre driftsforpligtelser	0,12	0,17	0,26	0,26	0,26
Driftsforpligtelser	0,38	0,43	0,57	0,59	0,58

Beregning af nøgletal på baggrund af de reformulerede regnskaber jf. bilag 4 & 5

⁹¹ Carlsbergs Årsrapport 2011, side 7

Det ses af ovenstående tabel, at der igennem hele analyse perioden er sket en større kapitalbinding, da 1/AOH er stigende i gennem hele perioden. Købet af S&N slår først rigtig igennem i beregningen af nøgletallene i 2009, da balanceposter indgår som gennemsnit af primo/ultimo. S&N indgår i 2008, men NDA i 2007 er på et meget mindre niveau, hvorfor der stadig sker en kraftig stigning i 2009. Det kan se ud til, at opkøbet af S&N ikke har haft en positiv indvirkning på S&N, da denne var højere før opkøbet.

Ved købet af S&N sker der en kraftig forøgelse af de immaterielle anlægsaktiver, hvilket giver den største påvirkning af AOH. Der er ikke sket en tilsvarende stigning i omsætningen, hvorfor AOH er faldet. Der er ligeledes sket en stigning i andre driftsforpligtelser, hvilket også kan tilskrives de immaterielle anlægsaktiver, da det er udskudt skat vedr. dette, der har givet stigningen i bindingen på andre driftsforpligtelser.

5.5 Common size analyse

Denne analyse har til formål, at sammenligne Carlsberg med den største af konkurrenterne i bryggeribranchen Anheuser-Busch Inbev. AB Inbev er over tre gange så stor som Carlsberg og næsten dobbelt så stort som det andet største bryggeri målt på markedsandele, i forhold til volumen jf. den strategiske analyse.

Analysen vil tage udgangspunkt i resultatopgørelsen for at måle, hvad omkostningsgrupperne til og med administrationsomkostninger udgør af nettoomsætningen. Det er for at få en indikation af, hvordan de generere deres overskud og hvor meget de enkelte grupper udgør. Der er i analysen ikke taget højde for skatteskjoldet⁹², i forhold til finansieringsomkostningerne og dennes indvirkning på fradraget i selskabsskatten. Der måles på niveauet før skat, for at se på effektivitet og virksomhedernes tilpasning af omkostningerne i forhold til nettoomsætningen.

Trods den store forskel i markedsandelen de to selskaber i mellem, har de to virksomheder det tilfælles, at de begge i 2008 foretog enten et stort opkøb eller en fusion. Carlsberg blev verdens fjerde største bryggeri og på den måde en af de store globale spiller og InBev og Anheuser-Busch fik deres fusion godkendt og på denne måde blev det største bryggeri i branchen.

⁹² Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 199

Analysen vil tage udgangspunkt i de sidste fem år, hvorfor det også fremgår, hvordan deres omkostningsstruktur var før og efter hver deres sammenlægninger og ændringer i marked.

Carlsberg

Pct. af omsætningen	2007	2008	2009	2010	2011
Produktionsomkostninger	50	52	51	48	50
Bruttofortjeneste	50	48	49	52	50
Salgs- og distributionsomkostninger	33	30	27	29	30
Administrationsomkostninger	7	6	7	7	6
Driftsoverskud fra salg før skat	10	12	15	16	14

Tabel 16: Carlsberg - Andel forhold til omsætningen

Anheuser-Busch Inbev

Pct. af omsætningen	2007	2008	2009	2010	2011
Produktionsomkostninger	41	44	47	44	43
Bruttofortjeneste	59	56	53	56	57
Salgs- og distributionsomkostninger	27	27	21	21	22
Administrationsomkostninger	7	6	6	5	5
Driftsoverskud fra salg før skat	25	23	26	30	30

Tabel 17: Anheuser-Busch Inbev - Andel forhold til omsætningen

Det ses af ovenstående figurer, at Anheuser-Busch Inbev er bedre til deres omkostningsstyring. De formår at bruge en mindre del af deres omsætning på omkostninger. Det kan nok mest tilskrives, at de har bedre styr på deres stordriftsfordele, da de er markedsleder på de amerikanske marked og ligeledes er stærkt repræsenteret på det kinesiske marked. Før deres fusion var Inbev det tredje største bryggeri på det kinesiske marked, kun overgået af de to store lokale kinesiske spillere China Resources og Tsingtao.

At Anheuser-Busch Inbev er stærkt repræsenteret på to store enkelte markeder betyder, at de kan drive en stærk stordrift og mindske deres omkostninger dels til emballage, men særdeles på marketingomkostninger. Hvis man ser på Carlsberg, er de markedsleder i flere af de europæiske lande, men for at opretholde denne position, kræver det investeringer i forhold til deres markedsføringsindsats og disse skal mange gange tilpasses til de enkelte markeder, da der er regionale forskelle. Det betyder øget omkostninger i forhold til f.eks. Anheuser-Busch Inbev, der har den fordel, at de ikke skal lave de store tilpasninger, da de kan køre de samme lanceringer på henholdsvis det amerikanske og kinesiske marked.

Det ses ligeledes af tabellerne, at Anheuser-Busch Inbev har en bedre konsolideret produktion i forhold til deres omsætning, hvilket kunne tyde på en bedre strømlinet værdikæde. Det er noget

Carlsberg har haft fokus på dette de seneste år, hvor de har optimeret deres værdikæde og lavet effektiviseringer i deres produktion. Der er sket sammenlægninger af afdelinger således, at flere af dem nu varetager interesserne på globalt plan og ikke er oprettet på de enkelte markeder. Carlsberg har også været ramt af, at deres største enkelte marked Rusland, har forhøjet deres ølafgifter med 200 %, hvilket ikke har været tilfælde på Anheuser-Busch Inbev store markeder. Derfor er der også sket en forværring for Carlsberg i forhold til dem, hvilket ses i sammenligningen af 2011, hvor procenten i de to selskaber går hver sin vej, i forhold til produktionsomkostninger.

Begge selskaber har i de seneste par år formået, at nedbringe deres administrationsomkostningernes andel af omsætningen, hvor der kun er en enkelt procent i mellem dem.

5.6 Sammenfatning regnskabsanalyse

Carlsbergs økonomiske udvikling er analyseret ved brug af nøgletal, der er beregnet ud fra reformulerede resultatopgørelser og balancer. Ud fra disse er det muligt at analysere udviklingen i den del af totalindkomsten, der er genereret fra driften og den del, der er genereret fra gælds-sætningen.

Det ses ud fra analysen at, hvis nøgletallene bliver opdelt mellem salg og andet, har de forbedret nøgletallene vedr. salg. Carlsberg har haft fokus på effektivisering og minimering af omkostninger, hvilket har haft en positiv indvirkning, dog er de i 2011 blevet en smule ramt af stigene priser. De har i hele perioden haft faldende FGEAR selvom de i 2008 opkøbte S&N. Købet af S&N medførte dog et fald i AOH, da der skete større bindinger i immaterielle anlægsaktiver uden en tilsvarende stigning i omsætningen.

Det ses af nøgletallene, at Carlsberg er meget eksponeret overfor valutakursudsving, hvilket kommer til udtryk i svingende nøgletal. Jf. ovenstående, er deres indtjening stabil, men posten ”Valutakursregulering vedrørende udenlandske enheder” under total indkomst, har svinget meget i analyseperioden.

Det ses i Common Size analysen, at Anheuser-Busch Inbev har en bedre trimmet virksomhed, i forhold til omkostningernes andel af omsætningen. Dette kunne tyde på en bedre udnyttelse af deres værdikæde og større stordriftsfordele i produktionen.

6 Budgettering

I dette afsnit vil der blive foretaget en budgettering af Carlsbergs fremtidige regnskaber. Det er nødvendigt for at kunne foretage den egentlige værdiansættelse af Carlsberg. Budgettet opstilles som et 5-årigt budget på baggrund af de reformulerede resultatopgørelser og balancer. Budgettet tager udgangspunkt i de forudgående analyser i form af den strategiske og regnskabsmæssige, hvor udviklingen, hvilke faktorer der påvirker Carlsberg og det marked det opererer på er analyseret.

Value driver som omsætningsvækst, omkostningsudvikling og driftsoverskud er vigtige, da de har indvirkning på de frie cash-flows, som er essentielle i forhold til værdiansættelsen. Det følgende afsnit beskriver de antagelser og forudsætninger, som er lagt til grund for budgettet.

6.1 Budgetforudsætninger

I forhold til det teoretiske grundlag for budgettering, skal det udgøres af en uendelig pengestrøm, hvilket gør at budgettet skal opstilles i al evighed. Det er ikke muligt i praksis, hvorfor der opstilles et proforma budget for den nærmeste fremtid og tilføjet en terminalperiode, der dækker perioden efter de 5 år. Budgetperioden strækker sig fra 2012-2016 og er valgt ud fra, at det forventes Carlsbergs vækst efter denne periode vil være i steady state.

Som beskrevet ovenstående, består budgetfremskrivningen af de observationer, der er gjort under de forudgående analyser. Terminalperioden er forbundet med store usikkerheder samt udgør den en stor del af den samlede budgettering, hvorfor denne ikke burde fremskrives med mere end den generelle samfundsvækst.

Budgetforudsætningerne for poster i resultatopgørelsen vil baseres på deres værdidrivere, eksempelvis omsætningen, hvor balanceposterne vil blive budgetteret ud fra deres respektive inverse omsætningshastigheder.

I bilag 6 er forudsætninger opstillet og af bilag 7 & 8 fremgår proforma regnskaberne. Argumentationen for de væsentligste poster, der ligger til grund for budgettet vil blive gennemgået efterfølgende.

6.1.1 Nettoomsætning

Det er nødvendigt i forbindelse med budgettering af nettoomsætningen, at opdele den i forhold til de regioner Carlsberg opererer på. Der er stor forskel i forhold til, hvad de udgør i procent af omsætningen, samt den forventede vækst i de enkelte regioner.

Pct. af omsætningen	2007	2008	2009	2010	2011
Nord- og Vesteuropa	71,70	61,94	61,41	60,21	58,02
Østeuropa	21,58	31,92	31,23	30,28	31,02
Asien	6,45	5,93	7,11	9,35	10,76
Ikke fordelt	0,27	0,21	0,25	0,16	0,20

Tabel 18: Fordeling af omsætning, egen tilvirkning

Ovenstående figur viser, hvordan de enkelte regioner er opgjort, i forhold til den totale omsætning. Det ses, at der er sket et skift i forbindelse med overtagelsen af Scottish & Newcastle i 2008 i forhold til, hvor størstedelen af omsætningen generes henne, samt at Asien er på vej til at udgøre en større andel.

Til at underbrygge vækstraten i nettoomsætningen for de enkelte regioner, vil de væsentligste forhold fra den strategiske analyse blive fremhævet:

Nord- og Vesteuropa

Nord- og Vesteuropa	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Omsætning	36.879	36.879	36.971	37.082	37.230	37.417
Pct. af omsætningen	58,02	57,09	55,90	54,56	53,19	51,81
Vækst i pct.	-0,86	0,00	0,25	0,30	0,40	0,50

Tabel 19: Budgetteret omsætning Nord- og Vesteuropa, egen tilvirkning

Der forventes neutral og meget svag vækst i regionen Nord- og Vesteuropa. De seneste år har der været en tilbagegang i salget af øl, hvor folk er begyndt at drikke andre former for alkohol, eksempelvis vin på flere af markederne. Der forventes ligeledes en neutral eller sågar negativ vækst for øl branchen i regionen.

Det der holder væksten oppe, således at den ikke bliver negativ, er Carlsbergs fokus på nye produkter, hvor der forventes vækst i budgetperioden. Det er medvirkende til en svag positiv vækst i stedet for en negativ. Carlsberg har foretaget flere produktlanceringer i denne region, som er målrettet mod kvinder, da dette ikke har været en målgruppe de tidligere har haft særlig stor fokus

eller tiltrækning til. Det er særligt i deres nye cider segment, hvor der forventes vækst de kommende år. Deres store cider satsning Somersby, er ved og blive lanceret i flere lande og er samtidig ved at finde større indpas hos kvinderne.

Den demografiske udvikling i regionen, har også en negativ effekt på væksten, da der bliver færre af deres primære målgruppe, årgangene bliver mindre, samt folk er blevet mere sundhedsbeviste og fravælger i højere grad øl.

Østeuropa

Østeuropa	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Omsætning	19.719	19.719	19.818	20.115	20.417	20.723
Pct. af omsætningen	31,02	30,43	29,83	29,38	28,88	28,34
Vækst i pct.	7,77	0,00	0,50	1,50	1,50	1,50

Tabel 20: Budgetteret omsætning Østeuropa, egen tilvirkning

Denne region har især været præget af det Russiske marked, de seneste par år. Hvor der har været flere politiske indgreb for at bremse folks alkohol indtag. Der er endnu ingen klarhed omkring, hvordan de politiske indgreb vil være i fremtiden og om der vil komme yderligere stramning til, for at mindske forbruget.

Det forventes stadig, at marked de næste par år, vil være præget af en del ustabilitet, hvorefter der vil ske en svag stigning i væksten. Men det vil være et marked, præget af en moderat vækst i hele budgetperioden. Det er ligeledes en region, hvor der er stor konkurrence om markedsandelene, hvilket holder væksten nede. De har dog stadig en stærk position i regionen og den opretholder en væsentlig procentandel af deres omsætning. Denne region vil stadig være en vigtig del af det fremtidige øl marked og Carlsberg vil stå stærkt med deres nuværende og fremtidige position i denne regionen.

Asien

Asien	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Omsætning	6.838	8.069	9.521	11.140	12.922	14.861
Pct. af omsætningen	10,76	12,49	14,40	16,39	18,46	20,58
Vækst i pct.	17,91	18,00	18,00	17,00	16,00	15,00

Tabel 21: Budgetteret omsætning Asien, egen tilvirkning

Asien vil være regionen med den største omsætningsvækst for Carlsberg i budgetperioden. Det er en region, hvor de på nuværende tidspunkt ikke har den store tilstedeværelse, men det er regionen,

hvor der er budgetteret med den største volumenstigning i totalmarked for øl. Det forventes at Carlsberg de næste par år øger deres tilstedeværelse markant, for at få en del af væksten. De er påbegyndt opkøb i det store marked Kina og er kommet tilbage på markedet i Thailand. Demografien er særdeles positiv på flere af markederne i regionen, hvor der kommer flere til i forhold til Carlsbergs primære målgruppe. Der forventes ikke at komme nogen særlige indgreb fra politisk side, for at dæmpe folks forbrug, derfor har begge dele en positiv indvirkning på væksten.

Det forventes, at de næste par år vil være præget af opkøb og nybyggeri i regionen, der skal være med til at bære væksten. Dette vil fortsætte i et par år for derefter at falde, da det vil være svært på sigt at opretholde den høje vækstrate, blandt andet grundet højere konkurrenceintensitet i regionen.

Ikke fordelt

Ikke fordelt	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Omsætning	125	125	125	125	125	125
Pct. af omsætningen	0,20	0,19	0,19	0,18	0,18	0,17
Vækst i pct.	21,60	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tabel 22: Budgetteret omsætning ikke fordelt, egen tilvirkning

Den ikke fordelte omsætningen har historisk udgjort en meget lille del og der har ikke været nogen indikationer i den strategiske analyse, at dette skulle ændres i fremtiden.

Samlet budgetteret omsætning

Omsætningen	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Nord- og Vesteuropa	36.879	36.879	36.971	37.082	37.230	37.417
Østeuropa	19.719	19.719	19.818	20.115	20.417	20.723
Asien	6.838	8.069	9.521	11.140	12.922	14.861
Ikke fordelt	125	125	125	125	125	125
Total	63.561	64.792	66.435	68.462	70.694	73.125
Vækst i pct.	5,52	1,90	2,47	2,96	3,16	3,32

Tabel 23: Budgetteret omsætning total, egen tilvirkning

Ovenstående tal er en sammenlægning af de budgetterede tal på de enkelte markeder samt den ikke fordelte andel. Det ses, at der forventes en stigning i væksten hele budgetperioden, hvor den ligger på lidt over 3 % de sidste par år.

Det der er med til at skabe usikkerhed i den budgetterede omsætningen er, hvor længe den finansielle krise i Europa vare ved. Vil der ske et double dip, eller vil der ske en forbedring? Den budgetterede omsætning for Europa lægger op til, at der på sigt vil ske en forbedring, men fortsat

svag vækst de kommende år. Det vil også kunne påvirke negativt, hvis landes regeringer går ind med politiske tiltag, der begrænser volumen af øl. Der har ikke været indikationer på, at der foretages signifikante indgreb udover Rusland, hvor situationen stadig er usikker i forhold til yderligere indgreb.

6.1.2 Produktionsomkostninger

Pct. af omsætningen	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Produktionsomkostninger	50,16	51,00	51,00	50,50	50,00	49,50

Tabel 24: Budgetteret produktionsomkostninger, egen tilvirkning

Som nævnt i den strategiske analyse har Carlsberg de seneste år været ramt af stigende input priser, hvor de ellers i en årrække før dette har, kunne nedbringe deres andel af produktionsomkostninger. Der er de seneste år foretaget store tiltag i form af effektiviseringer af deres produktion, for at forbedre deres marginer.

Det fremgår af værdikædeanalysen, at det er noget de stadig har stor fokus på og det er samtidig en måde, at kompensere for den manglende og svage vækst på hovedmarkederne. De er også førende inden for innovation i forhold til produktionen, hvor de er med til at skabe bedre udnyttelse af produkterne, hvor disse bliver mere miljøresistente og energibesparende.

Carlsberg er den mindste af de største og da de er og vil være en global spiller, stiller det krav til tilstedeværelse på mange og forskellige markeder. Det blev konstateret i Common Size analysen, at deres største konkurrent har en bedre tilpasset produktion. De bruger ikke samme andel af deres omsætning i forhold til deres produktionsomkostninger, hvilket har noget at gøre med, at de har større udnyttelse af deres stordriftsfordel.

Det forventes grundet den finansielle uro i omverdenen, at der fortsat sker stigninger i inputpriserne samtidig med de foretager nye investeringer i anlæg og firmaer i Asien. Det vil tage noget tid før ny indkøbene vil være fuldt integreret i Carlsbergs måde at drive virksomhed på. De er også eksponeret i forhold til valuta, hvilket også spiller ind i stigningen af inputpriser, da de på deres store marked Rusland, ikke har samme mulighed for hedging som på de øvrige markeder. Da der tidligere har været store udsving i den Russiske valuta, vil dette også kunne påvirke dem i fremtiden.

Der forventes ikke fald i procent andelen af omsætningen de næste par år, men når de begynder at få lukket ikke effektive anlæg, foretaget yderligere effektiviseringer af deres produktion og får integreret deres opkøb i Asien, forventes det at produktionsomkostningernes andel igen vil falde.

6.1.3 Salgs- og distributionsomkostninger

Pct. af omsætningen	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Salgs- og distributionsomkostninger	29,41	29,50	29,60	29,70	29,75	29,80

Tabel 25: Budgetteret salgs- og distributionsomkostninger, egen tilvirkning

Som nævnt i værdikædeanalysen har Carlsberg foretaget en ny positionering af ølmærket Carlsberg, hvor de samtidig har lanceret et nyt slogan. Det vil kræve øget omkostninger til markedsføring, for at få dette bredt ud til forbrugerne samt vil Carlsberg de næste par år øge deres tilstedeværelse i Asien, hvilket også giver øget omkostninger. Det bliver dog holdt lidt nede, af deres effektivisering i forhold til stordriftsfordele i markedsføringen på global plan jf. værdikæden. Der vil ske en mindre forhøjelse af deres distributionsomkostninger, da der bliver lukket ineffektive bryggerier, hvilket gør at tingene skal fragtes længere.

Der forventes derfor en stigning i omkostningernes andel af omsætningen i hele budgetperioden, hvor den største stigning ligger de næste par år, for derefter at falde. Omkostningsandelen falder efter det forventes, at de har fået etableret den nye position og øget deres markedsandele på det asiatiske marked.

6.1.4 Administrationsomkostninger

Pct. af omsætningen	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Administrationsomkostninger	6,26	6,20	6,20	6,10	6,10	6,00

Tabel 26: Budgetteret administrationsomkostninger, egen tilvirkning

Den historiske andel af administrative omkostninger er løbende faldet i gennem årene, hvilket skyldes Carlsberg har haft fokus på effektiviseringer i hele værdikæden og på at få en mere strømlinet organisation. Dette forventes også at være tilfældet igennem budgetperioden.

6.1.5 Netto finansielle omkostninger

Til brug for fastlæggelse af de netto finansielle omkostninger er r benyttet til beregningen af dette. Jf. regnskabsanalysen er denne faldet fra perioden 2008, hvilket ligeledes understøttes af den strategiske analyse, da den finansielle uro i de europæiske markeder spiller ind på renteniveauet og

dette har været nedadgående. Det forventes at denne forbliver på 2011 niveau (4,2) de kommende år, hvorefter der vil begynde en svag stigning fra år 2014 (årlig stigning 0,25).

6.1.6 Selskabsskat

Skattesatsen er fastsat ved anvendelse af den nuværende skattesats i Danmark på 25 % og denne er anvendt i hele budgetperioden. Der er i budgettet taget højde for skatteskjoldet, i forhold til netto finansielle omkostninger.

6.1.7 Immaterielle- og materielle anlægsaktiver

Carlsberg vil de næste par år forsøge at øge deres markedsandele i Asien, da dette er et marked i kraftig vækst og andelen af omsætningen, udgør ikke særlig meget på nuværende tidspunkt. Det forventes ikke, at det vil ske udelukkende baseret på organisk vækst jf. den strategiske analyse; vækstudsigter og SWOT, hvorfor det vil ske via opkøb, samt etablering af nye produktionsanlæg, for at imødekomme den øgede volumen.

Det forventes begge anlægsklasser følger fremgangen i omsætningen, de næste par år, for derefter at falde i forhold til omsætningen. Det bevirker, at der sker et fald eller ingen stigning i posterne i 2014. Dette sker ligeledes for at kunne få de nye selskaber og anlæg fuldt integreret i driften, så der sker en tilfredsstillende integration.

6.1.8 Netto finansielle forpligtelser

De netto finansielle forpligtelser fastsættes på baggrund af den budgetterede FGEAR. Den historiske udvikling i den finansielle gearing fremgår af regnskabsanalysen afsnit omkring FGEAR. De seneste år har Carlsberg nedbragt deres gearing efter købet af S&N. De næste par år forventes det, at de ikke vil fortsætte denne nedbringelse, da de øger deres tilstedeværelse i Asien, hvilket til dels sker ved konsolidering jf. SWOT analysen. Det forventes, at niveauet fra 2011 (0,5) bibeholdes de næste par år, for at imødekomme den stigende konsolidering, hvorefter der sker et mindre fald i deres gearing.

7. Værdiansættelse

Det er på baggrund af de forudgående analyser muligt, at arbejde videre med selve værdiansættelsen af Carlsberg. Værdiansættelsen er relevant for eksisterende og kommende investorer, for at kunne vurdere om det er attraktivt at investere i Carlsberg.

Værdiansættelsen udarbejdes ved anvendelse af den tilbagediskonterede cash-flowmodel (DCF). Denne model bruger virksomhedens fremtidige pengestrømme til at fastsætte værdien af virksomheden. DCF-modellen udtrykkes ved følgende ligning⁹³.

$$V_0^E = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{Budgetperiode}} + \underbrace{\frac{FCFF_{T+1}}{(WACC-g)(1+WACC)^T}}_{\text{Terminalværdi}} - NFF_0$$

FCFF er det frie cash flow og defineres som det cash flow, der er til deling mellem långivere og ejere. Det frie cash flow skal tilbagediskonteres, så det afspejler såvel långivernes og ejernes afkastkrav.

For at bestemme det fremtidige cash-flow, skal der udarbejdes et budget, der viser den fremtidige udvikling, som gjort i foregående afsnit. Derudover skal de vægtede kapitalomkostninger (WACC) bestemmes, da WACC'en er bestemmende for diskonteringsfaktoren, samt skal g bestemmes som er udtryk for, den konstante vækst, i det frie cash flow i terminalperioden. Værdien af terminalperioden kan ofte udgøre en relativ stor andel, af den samlede markedsværdi ved kortere budget perioder. De enkelte elementer af WACC'en bliver forklaret af nedenstående afsnit.

7.1 Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

WACC kan udtrykkes ved følgende ligning⁹⁴.

$$WACC = EKA \cdot r_e + GA \cdot r_g$$

Hvor EKA er egenkapitalandelen, GA er gældsandelen, r_e er ejernes afkastkrav og r_g er finansielle omkostninger efter skat.

⁹³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 43

⁹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 54

7.1.1 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav (r_e)

Ejernes kapitalafkastkrav er det afkast, som ejerne forventer ved en alternativ investering med samme risiko. Det fastsættes med udgangspunkt i Capital Asset Pricing-modellen (CAPM)⁹⁵, som udtrykkes ved følgende ligning⁹⁶.

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Hvor r_f udtrykker den risikofri rente, β (beta) er den systematiske risiko og $E(r_m)$ er det forventede afkast ved investering i markedsporteføljen.

Risikofri rente (r_f)

Den risikofrie rente er det alternativ, som såvel långivere som ejere kan få, i afkast i en risikofri investering. Det er praksis, i forbindelse med værdiansættelser, at renten på en 10-årig statsobligation anvendes som indikator på en risikofri rente. Ultimo 2011 var renten 1,98⁹⁷. Det ses at renten ligger forholdsvis lavt, hvilket stemmer overens med de forudgående analyser, der beskriver et relativt lavt niveau.

Det kan derfor diskuteres, om denne rente skal forhøjes til de senere liggende cash-flows, da det ikke er sikkert den vil være repræsentativ for fremtiden. Der vælges i afhandlingen kun, at gøre brug af en rente, hvilket er renten, der var på balancetidspunktet for seneste offentliggjorte årsrapport 1,98 %.

Estimering af den systematiske risiko (β)

Den del af risikoen, som ikke kan elimineres ved investering i en bred portefølje, indgår ligeledes i fastsættelsen af afkastkravet. Den systematiske risiko (beta) måler, hvor stor risiko, der er på en aktie, i forhold til den generelle risiko på aktiemarkedet.

En betaværdi på 1 betyder, at aktien fuldstændig følger markedet. En betaværdi på 0 betyder, at der ikke er nogen følsomhed, en betaværdi over 1 reagerer kraftigere end markedet og en negativ betaværdi betyder, at aktien reagerer modsat det øvrige marked.

⁹⁵ Corporate Finance, European Edition (2010) af David Hillier, Stephen Ross, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe, Bradford Jordan, side 256

⁹⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen, s. 51

⁹⁷ Obligationskommentarer, Nordea d. 25. januar 2011

Der er for beregning af betaværdien valgt, at foretage en simpel lineær regressionanalyse, for at finde sammenhængen mellem afkastet på Carlsbergs aktie og markedsafkastet. Markedsafkastet er baseret på det danske C20-indeks i en periode på 5 og 3 år fra tidspunktet for skæringsdatoen for værdiansættelsen.

Datasættet for afkastene kan ses i bilag 10 og de enkelte regressions analyser fremgår af bilag 11 & 12.

Beta for 5 år er beregnet til (1,33) og for 3 år til (1,10). Der er beregnet to betaværdier grundet Carlsbergs opkøb af Scottish & Newcastle i 2008, hvilket har haft en kraftig påvirkning af kursen. Dette har først haft den fulde effekt fra år 2009, hvilket giver den todelte periode på 5 og 3 år. De 3 år giver en beta, hvor købet af S&N er indtruffet og de 5 år giver 60 observationer, hvilket er det mindste antal observationer, der anbefales til beregning af beta. Dette giver en gennemsnitlig beta værdi på 1,2. Denne værdi ligger på niveau med den senest anvendte af Jyske Markets, til analyse af Carlsberg d. 21. februar af Jens Thomsen. Denne værdi er vurderet valid og vil blive anvendt i afhandlingen.

Markedsporteføljen $E(r_m)$

$E(r_m)$ fratrukket den risikofrie rente udgør det risikotillæg, som investor kræver for at investere i aktien, i forhold til den risikofrie investering. De tre oftest benyttede metoder er, en historisk bagudskuende, en teoretisk fremadskuende samt en rundspørge. Alle tre metoder har hver især fordele og ulemper, men fælles for dem alle er, at de ikke entydigt kan bestemme den sande værdi for risikopræmien.

Der er i denne afhandling benyttet de historiske data, da de har for vane ikke at varierer betydeligt over tid. Data baseres på undersøgelser foretaget af PwC, som de seneste mange år har foretaget analyse af netop dette. De er i den seneste analyse kommet frem til, at der skal benyttes en risikopræmie på 5 %⁹⁸. PwC har foretaget denne undersøgelse i mange år, hvorfor data vurderes som valide og vil derfor blive benyttet i afhandlingen.

⁹⁸ <https://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/assets/tema-nedskrivning-aarl-dec-2010.pdf>

7.1.2 Lånerente (r_g)

Da pengestrømme fra virksomhedens driftsaktiver måles efter skat, skal fremmedkapital omkostningerne således også måles efter skat. Lånerenten (fremmedkapital omkostningerne) kan udtrykkes ved følgende ligning:

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

Selskabsspecifikke risikotillæg (r_s)

Det selskabsspecifikke risikotillæg er et udtryk for, at en långiver kræver et risikotillæg. Det kan ses som en slags kompensation for, at långiver påtager sig en risiko for, at Carlsberg ikke kan tilbagebetale lånet. Det selskabsspecifikke risikotillæg fastsættes, på baggrund af kredit ratings fra de store kreditvurderingsinstitutter (Moody's og Fitch).

I 2011 havde Carlsberg en rating på "BBB" fra begge kreditvurderingsinstitutter⁹⁹, hvilket giver et estimeret risikotillæg på 1,44 %¹⁰⁰, dette vil blive anvendt i afhandlingen, da der ikke vurderes at være ændringer til denne, samt at den vurderes valid.

Selskabsskattesatsen (t)

Den nuværende rentesats i Danmark på 25 % vil blive benyttet i beregning af WACC, som ligeledes var tilfældet for budgettet. Denne antages ikke at ændre sig i perioden.

7.1.3 Fastlæggelse af kapitalstruktur (EKA, GA)

Kapitalstrukturen i gæld og egenkapital bør reelt fastlægges på baggrund af markedsværdien. Da opgørelse af markedsværdien netop er formålet med værdiansættelsen, er denne fastlagt ud fra en konkret vurdering. Det vurderes, at strukturen vil ligge på niveau med budgetperioden, hvorfor den fastsættes til 55 % egenkapital og 45 % fremmedkapital.

7.1.4 Beregning af WACC

På baggrund af de estimerede værdier, er det nu muligt, at beregne WACC ved hjælp af den tidligere præsenterede ligning:

⁹⁹ <http://www.carlsberggroup.com/investor/debt/Pages/Rating.aspx>

¹⁰⁰ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, forlaget Thomson, 1. udgave s. 246

WACC :	
Selskabsspecifik risikotillæg på gæld (Rs)	0,0144
Skatteprocenten	0,2500
Risikofri rente (rf)	0,0198
FK's afkastkrav efter skat: $K_g = (R_f + R_s) * (1 - t)$	0,0257
Markedsrisikopræmie (Rm- Rf)	0,0500
Beta	1,2000
EK's afkastkrav: $K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$	0,0798
EK-andel	0,5500
WACC =	0,0554

Tabel 27: Beregning af WACC

$$\text{WACC} = 55 \% \times 7,98 + 45 \% \times 2,57 = 5,54 \%$$

7.2 Vækstfaktor (g)

I DCF-ligningen fremgår det, at terminalværdien afhænger af forventningerne til virksomhedens resterende levetid. Den fremtidige forventning udtrykkes gennem en vækstfaktor "g" og er kendetegnet ved at være den såkaldte "steady state". Budgetforudsætningerne er ikke længere variable i terminalperioden, men vokser konstant med "g". Det er tidligere beskrevet, at terminalperiode udgør en væsentlig del af selve værdiansættelsen, hvorfor "g" er en vigtig faktor i beregningen. Af samme årsag, vil denne variabel indgå i følsomhedsanalysen, for at se hvad variationer heri, har af indvirkning på værdiansættelsen af aktien.

Det ses, af den strategiske analyse, at totalmarkedet i budgetperioden forventes at vokse med 3 %. Carlsberg øger deres markedsandele i Asien, mens hovedmarkederne i Europa står i stampe. Der forventes en vækst i terminalperioden på 2 %, hvilket primært skyldes de asiatiske markeder. De falder dog i slutningen af budgetperioden, da konkurrencen øges og de ikke vil have det samme vækstpotentiale. Det forventes, at det store russiske marked vil have stigende vækst på dette tidspunkt. Der forventes en lavere vækst end totalmarkedet, grundet at der er flere vækstmarkeder, hvor Carlsberg ikke er repræsenteret.

7.3 Estimering af Carlsberg aktiens værdi

Værdien af Carlsberg kan nu beregnes, ud fra de ovenstående estimerede elementer i DCF-ligningen. Det er som nævnt de fremtidige frie pengestrømme der tilbagediskonteres, således at man finder nutidsværdien af den fremtidige indtjening.

I bilag 9 fremgår beregningen af de frie pengestrømme for hele budgetperioden til og med terminalperioden.

DCF - modellen :	Indeværende periode	Budgetperiode					Terminal- periode
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E+
FCFF		6.462	4.672	8.299	4.447	4.700	5.333
PV af FCFF		6.123	4.194	7.059	3.584	3.589	
Samlet PV af budgetperioden	24.548						
Terminalværdi	150.514						
PV af terminalværdi	108.892						
Virksomhedens værdi (værdi af NDA)	133.440						
Bogført værdi af NFF	-35.122						
Minoritetsinteresser	-5.763						
Værdi af egenkapital	92.555						
Antal aktie	152,6						
Værdi pr. aktie kr.	607						

Tabel 28: Estimeret aktiekurs ved brug af DCF-modellen, egen tilvirkning

Det ses af ovenstående tabel, at den teoretisk estimerede værdi pr. aktie er beregnet til kr. 607.

7.3.1 Sammenligning med børskurs den 31. juli 2012

Værdiansættelsen er foretaget pr. 31. juli 2012, hvor den officielle kurs på NASDAQ OMX var kr. 490 pr. aktie.

Den estimerede værdi ligger et stykke over den officielle kurs, hvor der er et spænd på kr. 117 imellem den officielle kurs og den estimerede kurs.

Dette kan der være flere årsager til, blandt andet følsomheden pr. input, der bruges i værdiansættelsen. Det er tidligere forklaret, at der er en usikkerhed i forhold til værdiansættelsen, da de enkelte elementer i beregningen kan have en stor indvirkning i forhold til udsving i den estimerede kurs. Der er derfor foretaget en følsomhedsanalyse, for at vurdere indvirkningen på værdiansættelsen ved ændringer i hovedelementerne i form af WACC og g. Dette er foretaget i det efterfølgende afsnit.

7.4 Følsomhedsanalyse

Formålet med følsomhedsanalysen er, at belyse hvad ændringer i hovedelementerne har af påvirkning på værdiansættelsen. Dette giver et overblik over, hvilken betydning det kan have for

den estimeret aktiekurs, ved at der sker justeringer til forudsætningerne, der ligger til grund for værdiansættelsen.

		Vækst "g"				
		1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
WACC	4,5	664	792	971	1.239	1.687
	5,0	547	640	765	938	1.199
	5,54	449	518	607	724	887
	6,0	384	439	507	595	712
	6,5	324	368	421	488	573

Tabel 29: Følsomhedsanalyse ved ændringer i WACC og g, egen tilvirkning

WACC er et produkt af de øvrige estimater og bliver derfor påvirket af flere ting. Ovenstående tabel giver et overblik over, hvordan den beregnede WACC vil påvirke beregningen ved ændringer i de underliggende parameter, der indgår i udregningen af WACC.

Det fremgår af ovenstående tabel, at der sker store ændringer til værdiansættelsen ved mindre ændringer i begge de to elementer. Værdiansættelsen er derfor meget følsom overfor ændringer eller andre antagelser, en dem der er foretaget i værdiansættelsen. Det ses, at ved blot en ændring på +/- 0,5 i WACC og g, vil dette give et interval i den estimerede værdi på kr. 439 – 938.

7.5 Sammenfatning af værdiansættelsen

Der er på baggrund af de forudgående analyser blevet opstillet en række budgetforudsætninger til brug for værdiansættelsen. Disse forudsætninger er anvendt til udarbejdelsen af proforma regnskaberne, bestående af 5 budgetperioder samt en terminalperiode. På baggrund af proforma regnskaberne, er det frie cash-flow beregnet. Det frie cash-flow er blevet anvendt til estimering af virksomhedens værdi, ved hjælp af DCF-modellen.

Den teoretisk estimerede værdi blev udregnet til 607, hvor den blev sammenholdt med den officielle kurs pr. skæringsdatoen d. 31. juli 2012. Det blev konstateret at den estimerede kurs lå over børskursen, hvilket indikerer der er et positivt investerings potentiale i Carlsberg.

Der blev efterfølgende foretaget en følsomhedsanalyse af de vigtigste elementer i DCF-modellen, hvor væksten i terminalperioden "g" og WACC blev udpeget. Det ses, at der sker en stor påvirkning af den beregnede værdi ved en mindre ændring i elementerne, hvorfor der kan være stor usikkerhed ved den beregnede værdi, da den beror på flere antagelser.

8. Konklusion

Denne kandidatafhandling har haft til formål, at arbejde med problemstillingen om, det for en investor, vil være attraktivt, at investere i Carlsbergs B aktie set i forhold til markedsværdien den 31. juli 2012.

For at afdække denne problemstilling, har der i afhandlingen været foretaget en strategisk analyse, af Carlsbergs aktiviteter. En rentabilitetsanalyse af selskabets årsrapporter, hvor Carlsbergs performance er blevet sammenholdt i en Common Size analyse, med deres største konkurrent, en budgetteringsfase samt den endelige værdiansættelse af Carlsberg aktien.

De seneste par år har deres største markeder, i hovedregionerne Vest-, Nord- og Østeuropa, været præget af faldende salgsvolumen. De vestlige lande har været ramt af den finansielle krise og der er sket et skifte i folks opfattelse af alkohol, hvor der har været tendenser til at folk er begyndt at drikke sundere alternativer og vin. Der har været stor uro omkring deres primære marked Rusland og der er til stadighed ikke skabt stabilitet endnu. Der er blandt andet sket en afgiftsstigning på 200 % og stramninger i forhold til reklame for alkohol, som har haft en negativ indvirkning på markedets alkohol forbrug, hvilket kan mærkes i Carlsbergs afsætning på markedet.

Branchen har de seneste par år været præget af stor konsolidering, hvilket har været med til at øge konkurrencen. Der hersker stor rivalisering imellem aktørerne og der bliver kæmpet om markedsandelene. Det gælder om bedst muligt, at kunne udnytte stordriftsfordele, for at holde inputomkostningerne nede.

Carlsberg forsøger at imødekommende disse ændringer og begrænsninger ved at være på forkant med udviklingen, hvor de har særligt fokus på produktudvikling i form af nye produkter, men også ved at forbedre processerne i deres nuværende. F.eks. har de udviklet malt typen Null-LOX, som er mere miljøresistent og forbruger mindre energi i produktionen. De lancere også flere produkter, der er målrettet til kvinder f.eks. Somersby og Copenhagen, hvor der er et stort latent marked, da disse ikke er kendetegnet ved at være store øldrikkere. De samler også flere afdelinger i en global afdeling fremfor at det bliver varetaget i de enkelte lande.

Det der skal bære væksten de næste par år vil være en øget eksponering på de asiatiske markeder og i særdeleshed på det kinesiske. Asien er vurderet til at være den helt store vækstregion de kommende år og Carlsberg er påbegyndt øgede aktiviteter i regionen, hvilket også er nødvendigt for ikke at komme bagud i forhold til kapreringen af markedsandele. De europæiske markeder vil stadig være præget af usikkerhed og svagvækst, hvorfor deres fokus vil være på at opretholde markedsandele.

På baggrund af de officielle årsrapporter blev der foretaget en reformulering af de seneste 5 år til udarbejdelse af regnskabsanalysen. Carlsberg har igennem analyseperioden haft en meget svingende rentabilitet, hvilket er analyseret til at skyldes deres valutaeksponering, hvilket har påvirket dem i begge retninger. Hvis der udelukkende analyseres på salg ses det, at dette har været mere stabilt og deres overskudsgrad på salg har været stigende, dog med et mindre fald i 2011 grundet en stigning i inputomkostninger. Købet af S&N fik deres AOH til at falde, da der er skete en større binding i immaterielle anlægsaktiver, men de har stadig formået at nedbringe deres FGEAR efter købet.

Carlsberg har stadig noget vej igen, for at kunne have samme trimmede virksomhed som deres største konkurrent, her udgør omkostningerne en mindre andel af omsætningen, hvorfor de tjener mere pr. produkt.

For at kunne foretage værdiansættelsen er der blevet opstillet et 5-årigt budget. Budgettet er opstillet på baggrund af forventninger afledt af de strategiske og regnskabsmæssige analyser der er udarbejdet i afhandlingen. ROIC er budgetteret til at være mellem 6,5 – 7,5 %, i budgetperioden.

Det opstillede budget har dannet grundlag for beregningen i DCF-modellen, som er anvendt til den endelige værdiansættelse. WACC er blevet udregnet til at være 5,54 %, hvilket er anvendt i hele budgetperioden samt er væksten i terminalperioden vurderet til at være 2 %. Den teoretiske værdi for en Carlsberg aktie blev her estimeret til at være kr. 607. Den officielle kurs på NASDAQ OMX var samme dag kr. 490 pr. aktie.

Carlsbergs aktie vil ved de opstillede faktorer, forventninger og forudsætninger der er anvendt i afhandlingen, være undervurderet og er derfor en attraktiv aktie for en investor at investere i.

9. Perspektivering

Der vil som følge af skæringstidspunktet for informationsindsamling i afhandlingen ske en forskydning mellem oplysninger, der er offentligt tilgængelig på skæringstidspunktet og datoen for afleveringen.

Denne forskydning bevirker, at der kan komme informationer, som kan have en indvirkning på analyserne. Det kunne påvirke, at det opstillede budget ville have set anderledes ud, hvis disse informationer var blevet bearbejdet i opgaven og derved ændre på konklusionen.

Der er i afhandlingen blevet anvendt en skæringsdato pr. 31. juli 2012, hvorefter der ikke er anvendt yderligere materiale til brug for analyserne og selve værdiansættelsen.

Carlsberg offentliggjorde den 15. august 2012 deres halvårsregnskab. Carlsberg oplevede fremgang i alle tre regioner for 2 kvartal. Det gælder dog både for Vest-, Nord og Østeuropa, at de i hele halvåret er bagud i forhold til sidste år. Asien er den store drivkraft med stor fremgang i første halvår.

Vest- og Nordeuropa har været præget af fald i de fleste lande, hvor det kun er Polen som bidrager positivt. Polens positive udvikling skyldes afholdelsen af EURO 2012, som gik bedre end forventet, hvor salget på stadions steg med 40 % i forhold til 2008. Vest- og Nordeuropa har været præget af meget regn, hvilket har haft en negativ påvirkning på salget. Dette har bevirket at omsætningen er på niveau med sidste år.

Østeuropa er faldet set over hele første halvår, hvor de dog har haft fremgang målt på 2 kvartal alene. Omsætningen er faldet med 2 % målt på året, men der tendens til optimisme i befolkningen i Rusland, hvor der er været en positiv forbrugeradfærd.

Asien er vokset kraftig i forhold til sidste år, hvilket skyldes at Carlsberg har øget deres tilstedeværelse kraftigt i regionen. Det er regionen, som giver vækst i omsætningen for første halvår.

Carlsberg forventer at deres driftsresultat er på niveau med 2011, dog med en svag stigning. I budgettet i afhandlingen, er der budgettet med nul vækst i omsætningen for Vest-, Nord- og Østeuropa, hvilket stemmer overens med indikationen der er i halvårsregnskabet. Vest- og Nordeuropa ligger på niveau med sidste år, men Østeuropa er faldet 2 %, men har oplevet stigning i 2 kvartal og dette forventes at fortsætte. Asien er steget mere end budgettet, men deres andel udgør en mindre andel af omsætningen, hvorfor dette ikke har en betydelig indvirkning.

Der har siden skæringsdatoen for værdiansættelsen været en positiv udvikling i Carlsbergs aktiekurs. Dette er også den indikation de største danske banker giver i forbindelse med deres kursmål for aktien, hvor både Jyske, Danske og Nordea Markets har sat det til over 600¹⁰¹.

Med udgangspunkt i de nye tilgængelige informationer der er til rådighed, antages det at den estimerede kurs pr. 31. juli 2012 på kr. 607 er valid og giver den rette indikation af Carlsbergs aktie. Det offentliggjorte regnskab giver samme retning og indikationer, som er opstillet i budgetforudsætningerne samt vurdere flere banker aktien som værende undervurderet i forbindelse med afgivelse af deres kursmål.

¹⁰¹ <http://www.mystocks.dk/kurstargets.php?ticker=CARL>, set den 18. september 2012

10. Bilag

Bilag 1 – Officielle resultatopgørelser (2007 – 2011)

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
Omsætning	60.111	76.557	75.676	81.295	86.555
Øl- og læskedrikafgifter m.m.	-15.361	-16.613	-16.294	-21.241	-22.994
Nettoomsætning	44.750	59.944	59.382	60.054	63.561
Produktionsomkostninger	-22.423	-31.249	-30.197	-28.982	-31.788
Bruttoresultat	22.327	28.695	29.185	31.072	31.773
Salgs- og distributionsomkostninger	-14.528	-17.592	-15.989	-17.158	-18.483
Administrationsomkostninger	-3.123	-3.934	-3.873	-4.040	-3.903
Andre driftsindtægter	933	1.178	554	815	671
Andre driftsomkostninger	-448	-450	-599	-588	-422
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder	101	81	112	148	180
Resultat af primær drift før særlige poster	5.262	7.978	9.390	10.249	9.816
Særlige poster, netto	-427	-1.641	-695	-249	-268
Finansielle indtægter	651	1.310	609	1.085	630
Finansielle omkostninger	-1.852	-4.766	-3.599	-3.240	-2.648
Resultat før skat	3.634	2.881	5.705	7.845	7.530
Selskabsskat	-1.038	312	-1.538	-1.885	-1.838
Årets resultat	2.596	3.193	4.167	5.960	5.692

Bilag 2 – Officielle balancer (2006 – 2011)

Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Immaterielle aktiver	21.279	21.205	84.091	81.611	87.771	89.041
Materielle aktiver	20.367	22.109	34.052	31.825	32.480	31.848
Kapitalandele i associerede virksomheder	579	622	2.224	2.667	4.877	5.051
Værdipapirer	170	123	118	94	124	134
Tilgodehavender	1.139	1.476	1.707	1.604	1.747	1.650
Udskudte skatteaktiver	822	733	1.254	1.483	1.301	1.199
Pensionsaktiver	14	11	2	2	8	5
Langfristede aktiver i alt	44.370	46.279	123.448	119.286	128.308	128.928
Varebeholdinger	3.220	3.818	5.228	3.601	4.191	4.350
Tilgodehavender fra kunder	6.108	6.341	6.369	5.898	5.687	7.855
Tilhodehavende skat	84	62	262	175	172	129
Andre tilgodehavender	1.145	1.453	3.095	1.750	1.766	1.846
Periodeafgrænsningsposter	917	950	1.211	666	938	867
Værdipapirer	8	34	7	17	34	24
Likvide beholdinger	2.490	2.249	2.857	2.734	2.735	3.145
Kortfristede aktiver i alt	13.972	14.907	19.029	14.841	15.523	18.216
Aktiver bestemt for salg	109	34	162	388	419	570
Aktiver i alt	58.451	61.220	142.639	134.515	144.250	147.714

Bilag 2 – Officielle balancer (2006 – 2011), fortsat

Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiekapital	1.526	1.526	3.051	3.051	3.051	3.051
Reserver	0	0	-9.063	-11.816	-7.056	-8.740
Overført resultat	16.071	17.095	60.762	63.594	68.253	71.555
Egenkapital, aktionærer i Carlsberg A/S	17.597	18.621	54.750	54.829	64.248	65.866
Minoritetsinteresser	1.390	1.323	5.151	4.660	5.381	5.763
Egenkapital i alt	18.987	19.944	59.901	59.489	69.629	71.629
Lån	16.241	19.385	43.230	36.075	32.587	34.364
Pensioner og lignende forpligtelser	2.006	2.220	1.793	2.153	2.434	3.263
Udskudt skat	2.425	2.191	9.885	9.688	9.947	9.652
Hensatte forpligtelser	366	249	1.498	1.353	1.506	1.001
Anden gæld	54	20	263	746	922	1.262
Langfristede forpligtelser i alt	21.092	24.065	56.669	50.015	47.396	49.542
Lån	6.556	3.869	5.291	3.322	3.959	1.875
Leverandørgæld	5.147	5.833	8.009	7.929	9.385	11.021
Tilbagebetalingsforpligtelse vedrørende emballage	1.159	1.207	1.455	1.361	1.279	1.291
Hensatte forpligtelser	466	494	677	1.092	512	511
Selskabsskat	187	197	279	411	534	527
Anden gæld mv.	4.856	5.611	9.905	10.845	11.378	10.490
Kortfristede forpligtelser i alt	18.371	17.211	25.616	24.960	27.047	25.715
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	1	0	453	51	178	828
Forpligtelser i alt	39.464	41.276	82.738	75.026	74.621	76.085
Passiver i alt	58.451	61.220	142.639	134.515	144.250	147.714

Bilag 3 – Reformulerede egenkapitalopgørelser (2007 -2011)

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
Egenkapital primo	17.597	18.600	54.698	54.725	64.148
Transaktion med ejere					
Kapitaludvidelse	-	29.938	-	-	-
Køb/salg af egne aktiver	(74)	2	(6)	(9)	(3)
Tilbagekøb af aktier	30	-	-	-	-
Betalt udbytte til aktionærer	(458)	(458)	(534)	(534)	(763)
Køb/salg af minoritetsinteresser	-	-	-	(22)	(176)
Effekten af hyperinflation	-	-	-	-	32
Nettodividende	(502)	29.482	(540)	(565)	(910)
Totalindkomst					
Årets resultat	2.297	3.193	3.602	5.351	5.149
Valutakursregulering vedrørende udenlandske enheder	(600)	(8.388)	(2.741)	5.516	(1.941)
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	199	(1.552)	23	(768)	(12)
Værdiregulering af værdipapirer	39	115	1	1	-
Pensionsforpligtelser	(532)	(46)	(382)	(170)	(1.079)
Værdiregulering ved trinvis overtagelse af dattervirksomheder	-	14.745	-	-	-
Andel af anden totalindkomst i associerede virksomheder	-	-	31	-	3
Andet	1	(9)	(6)	11	(25)
Effekten af hyperinflation	-	-	-	-	166
Skat af bevægelser i totalindkomst	101	335	39	47	314
Minoritetsinteresser for totalindkomst	-	(1.777)	-	-	-
Totalindkomst	1.505	6.616	567	9.988	2.575
Bogført værdi af egenkapitalen, ultimo	18.600	54.698	54.725	64.148	65.813
Udnyttelse af aktieoptioner	-	-	-	(38)	(46)
Aktiebaseret vederlæggelse	21	31	52	34	(1)

Bilag 4 – Reformulerede resultatopgørelser (2007 – 2011)

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
Omsætning	60.111	76.557	75.676	81.295	86.555
Øl- og læsedrikafgifter	-15.361	-16.613	-16.294	-21.241	-22.994
Produktionsomkostninger	-22.513	-31.350	-30.298	-29.092	-31.882
Bruttofortjeneste	22.237	28.594	29.084	30.962	31.679
Salgs- og distributionsomkostninger	-14.708	-17.770	-16.166	-17.356	-18.692
Administrationsomkostninger	-3.176	-3.995	-3.937	-4.122	-3.976
Driftsoverskud fra salg (før skat)	4.353	6.829	8.981	9.484	9.011
Skat heraf	-1.243	-695	-2.385	-2.332	-2.253
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	3.110	6.134	6.596	7.152	6.758
Andre driftsindtægter	1.254	1.486	824	1.140	998
Andre driftsomkostninger	-448	-450	-599	-588	-422
Særlige poster	-427	-1.641	-695	-249	-268
	379	-605	-470	303	308
Skat på andet driftsoverskud	-95	151	118	-76	-77
Andet driftsoverskud fra salg (efter skat)	284	-454	-353	227	231
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder	101	81	112	148	180
Anden totalindkomst fra drift efter skat	-858	5.200	-3.429	5.071	-2.478
Samlet driftsoverskud (efter skat)	2.637	10.961	2.927	12.599	4.691
Finansielle indtægter	330	1.002	339	760	303
Finansielle omkostninger	-1.529	-4.426	-3.257	-2.850	-2.272
Skatteeffekt	300	856	730	523	492
Netto finansielle omkostninger efter skat	-899	-2.568	-2.189	-1.568	-1.477
Koncernresultat	1.738	8.393	738	11.031	3.214
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	-233	-1.777	-171	-1.043	-639
Totalindkomst, aktionærer	1.505	6.616	567	9.988	2.575
Totalindkomst, aktionærer iflg. årsrapport	1.505	6.616	567	9.988	2.575

Bilag 5 – Reformulerede balancer (2006 – 2011)

Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsaktiver						
+ Immaterielle aktiver	21.279	21.205	84.091	81.611	87.771	89.041
+ Materielle aktiver	20.367	22.109	34.052	31.825	32.480	31.848
+ Kapitalandele i associerede virksomheder	579	622	2.224	2.667	4.877	5.051
+ Tilgodehavender	1.139	1.476	1.707	1.604	1.747	1.650
+ Udskudte skatteaktiver	822	733	1.254	1.483	1.301	1.199
+ Pensionsaktiver	14	11	2	2	8	5
+ Varebeholdinger	3.220	3.818	5.228	3.601	4.191	4.350
+ Tilgodehavender fra kunder	6.108	6.341	6.369	5.898	5.687	7.855
+ Tilgodehavende skat	84	62	262	175	172	129
+ Andre tilgodehavender	1.145	1.453	3.095	1.750	1.766	1.846
+ Periodeafgrænsningsposter	917	950	1.211	666	938	867
+ Aktiver bestemt for salg	109	34	162	388	419	570
Driftsaktiver i alt	55.783	58.814	139.657	131.670	141.357	144.411
Driftsforpligtigelser						
- Pensioner og lignende forpligtigelser	2.006	2.220	1.793	2.153	2.434	3.263
- Udskudt skat	2.425	2.191	9.885	9.688	9.947	9.652
- Hensatte forpligtigelser, langfristet	366	249	1.498	1.353	1.506	1.001
- Hensatte forpligtigelser, kortfristet	466	494	677	1.092	512	511
- Anden gæld, langfristet	54	41	315	850	1.022	1.315
- Anden gæld, kortfristet	4.407	5.200	9.009	9.362	9.505	8.304
- Leverandørgæld	5.147	5.833	8.009	7.929	9.385	11.021
- Tilbagebetalingsforpligtelse vedrørende emballage	1.159	1.207	1.455	1.361	1.279	1.291
- Selskabsskat	187	197	279	411	534	527
- Forpligtigelser vedrørende aktiver bestemt for salg	1	-	453	51	178	828
Driftsforpligtigelser i alt	16.218	17.632	33.373	34.250	36.302	37.713
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)	39.565	41.182	106.284	97.420	105.055	106.698
Finansielle forpligtigelser						
- Lån (langfristede)	16.241	19.385	43.230	36.075	32.587	34.364
- Lån (kortfristede)	6.556	3.869	5.291	3.322	3.959	1.875
- Skyldige renter	337	321	681	834	735	727
- Gæld vedrørende køb af virksomheder	112	90	215	649	1.138	1.459
Finansielle aktiver						
+ Værdipapirer, langfristet	170	123	118	94	124	134
+ Værdipapirer, kortfristet	8	34	7	17	34	24
+ Likvide beholdninger	2.490	2.249	2.857	2.734	2.735	3.145
Nettofinansielle forpligtigelser i alt	(20.578)	(21.259)	(46.435)	(38.035)	(35.526)	(35.122)
Egenkapital, koncern	18.987	19.923	59.849	59.385	69.529	71.576
Minoritetsinteresser	(1.390)	(1.323)	(5.151)	(4.660)	(5.381)	(5.763)
Egenkapital, aktionærer	17.597	18.600	54.698	54.725	64.148	65.813

Bilag 6 – Budgetforudsætninger (2012E – 2016E)

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	T+1
Resultatopgørelse							
Core omsætning		1,90%	2,47%	2,96%	3,16%	3,32%	3,00%
Core produktionsomkostninger pct. af oms.	50,16%	51,00%	51,00%	50,50%	50,00%	49,50%	49,50%
Core distributions- og salgsomkostninger pct. af oms.	29,41%	29,50%	29,60%	29,70%	29,75%	29,80%	29,80%
Core administrationsomkostninger pct. af oms.	6,26%	6,20%	6,20%	6,10%	6,10%	6,00%	6,00%
Andre driftsindtægter, netto pct. af oms.	0,91%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Resultat fra kapitalandele i ass. Selskaber pct. af oms.	0,28%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%	0,30%
Usædvanlige poster pct. af oms.	0,40%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Skattesats	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
r	4,18%	4,20%	4,20%	4,45%	4,70%	4,95%	4,95%
Minoritetsandele af resultat	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Driftsaktiver							
Immaterielle	1,39	1,39	1,39	1,34	1,34	1,34	1,34
Materielle aktiver	0,51	0,51	0,51	0,50	0,50	0,50	0,50
Kapitalandele i associerede virksomheder	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Varebeholdninger	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Tilgodehavende fra kunder	0,11	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Tilgodehavender/andre tilgodehavender	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Andre driftsaktiver	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Driftsaktiver i alt	2,25	2,24	2,24	2,18	2,18	2,18	2,18
Driftsforpligtelser							
Anden gæld	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16
Leverandørgæld	-0,16	-0,15	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16	-0,16
Tilbagebetalingsforpligtelse vedrørende emballage	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
Andre driftsforpligtelser	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Driftsforpligtelser i alt	-0,58	-0,58	-0,59	-0,59	-0,59	-0,59	-0,59
I/AOH	1,67	1,65	1,65	1,59	1,59	1,59	1,59
Egenkapital minoritetsinteresser, andel af EK	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Netto finansielle forpligtelser							
FGEAR	0,50	0,50	0,50	0,48	0,48	0,46	0,46

Bilag 7 – Proforma resultatopgørelser (2012E – 2016E)

Mio. kr.	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	T+1
Core driftoverskud							
Core omsætning	63.561	64.792	66.435	68.462	70.694	73.125	75.319
Core produktionsomkostninger	-31.882	-33.044	-33.882	-34.573	-35.347	-36.197	-37.283
Core distributions- og salgsomkostninger	-18.692	-19.114	-19.665	-20.333	-21.032	-21.791	-22.445
Core administrationsomkostninger	-3.976	-4.017	-4.119	-4.176	-4.312	-4.387	-4.519
Core driftoverskud før skat	9.011	8.617	8.769	9.379	10.003	10.749	11.072
Skat herpå	-2.253	-2.319	-2.360	-2.514	-2.698	-2.900	-2.987
Core driftoverskud efter skat	6.758	6.298	6.410	6.866	7.305	7.849	8.085
Core andet driftoverskud							
Andre driftsindtægter, netto	576	648	664	685	707	731	753
Resultat fra kapitalandele i ass. Selskaber	180	194	199	205	212	219	226
Særlige poster	-268	0	0	0	0	0	0
Core andet driftoverskud før skat	488	842	864	890	919	951	979
Skat herpå	-77	-211	-216	-223	-230	-238	-245
Core andet driftoverskud efter skat	411	632	648	668	689	713	734
Core driftoverskud i alt	7.169	6.930	7.057	7.533	7.995	8.562	8.819
Finansielle omkostninger, netto	-1.969	-1.500	-1.534	-1.565	-1.707	-1.802	-1.856
Skat af netto finansielle poster	492	375	383	391	427	451	464
Koncern resultat	5.692	5.805	5.907	6.359	6.714	7.210	7.427
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultat	-639	-580	-591	-636	-671	-721	-743
Årets resultat	5.053	5.224	5.316	5.723	6.043	6.489	6.684

Bilag 8 – Proforma balancer (2012E – 2016E)

Mio. kr.	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	T+1
Immaterielle anlægsaktiver	89.041	90.061	92.345	91.739	94.730	97.987	100.927
Materielle anlægsaktiver	31.848	32.720	33.882	34.231	35.347	36.562	37.659
Kapitalandele i associerede virksomheder	5.051	5.183	5.315	5.477	5.656	5.850	6.025
Anlægsaktiver	125.940	127.964	131.541	131.447	135.733	140.400	144.612
Varebeholdninger	4.350	4.535	4.650	4.792	4.949	5.119	5.272
Tilgodehavender fra kunder	7.855	5.831	5.979	6.162	6.362	6.581	6.779
Tilgodehavende/Andre tilgodehavender	3.496	3.888	3.986	4.108	4.242	4.387	4.519
Tilbagebetalingsforpligtelse vedrørende emballage	-1.291	-1.361	-1.395	-1.438	-1.485	-1.536	-1.582
Leverandørgæld	-11.021	-9.719	-10.630	-10.954	-11.311	-11.700	-12.051
Anden gæld	-9.619	-10.367	-10.630	-10.954	-11.311	-11.700	-12.051
Netto arbejdskapital	-6.230	-7.192	-8.039	-8.284	-8.554	-8.848	-9.114
Andre driftsaktiver	2.770	2.592	2.657	2.738	2.828	2.925	3.013
Andre driftsforpligtelser	-15.782	-16.198	-16.609	-17.115	-17.674	-18.281	-18.830
Netto andre driftsaktiver	-13.012	-13.606	-13.951	-14.377	-14.846	-15.356	-15.817
Netto driftsaktiver	106.698	107.166	109.551	108.786	112.333	116.196	119.681
Netto finansielle forpligtelser	-35.122	-35.722	-36.517	-35.174	-36.321	-36.408	-37.500
Netto finansielle aktiver (NFF)/NFA	-35.122	-35.722	-36.517	-35.174	-36.321	-36.408	-37.500
Egenkapital, koncern	71.576	71.444	73.034	73.612	76.012	79.788	82.181
Minoritetsinteresser	-5.763	-5.716	-5.843	-5.889	-6.081	-6.383	-6.575
Egenkapital aktionærer	65.813	65.728	67.192	67.723	69.931	73.405	75.607

Bilag 9 – Værdiansættelse

Mio. kr	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	Terminal- periode
DO	6.930	7.057	7.533	7.995	8.562	8.819
Ændring i NDA	-468	-2.386	766	-3.547	-3.862	-3.486
FCF	6.462	4.672	8.299	4.447	4.700	5.333
Vækst g, i terminal						2,0%
ROIC	6,5%	6,5%	6,9%	7,2%	7,5%	7,5%

DCF - modellen :	Indeværende periode	Budgetperiode					Terminal- periode
	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E+
		1	2	3	4	5	6
FCFF		6.462	4.672	8.299	4.447	4.700	5.333
PV af FCFF		6.123	4.194	7.059	3.584	3.589	
Samlet PV af budgetperioden	24.548						
Terminalværdi	150.514						
PV af terminalværdi	108.892						
Virksomhedens værdi (værdi af NDA)	133.440						
Bogført værdi af NFF	-35.122						
Minoritetsinteresser	-5.763						
Værdi af egenkapital	92.555						
Antal aktie	152,6						
Værdi pr. aktie kr.	607						

WACC :	
Selskabsspecifik risikotillæg på gæld (R)	0,0144
Skatteprocenten	0,2500
Risikofri rente (rf)	0,0198
FK's afkastkrav efter skat: $K_g = (R_f + R_s)^*$	0,0257
Markedsrisikopræmie (Rm- Rf)	0,0500
Beta	1,2000
EK's afkastkrav: $K_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$	0,0798
EK-andel	0,5500
WACC =	0,0554

Bilag 10 – Afkast, data til beta beregning

Dato	OMX-C20	Ændring i pct.	Carlsberg	Ændring i pct.
31-07-2007	499,66		704	
31-08-2007	496,3	-0,68%	736	4,35%
28-09-2007	499,93	0,73%	714	-3,08%
31-10-2007	507,92	1,57%	693	-3,03%
30-11-2007	471,76	-7,66%	649	-6,78%
28-12-2007	464,14	-1,64%	617	-5,19%
31-01-2008	407,83	-13,81%	523	-17,97%
29-02-2008	431,24	5,43%	614	14,82%
31-03-2008	428,1	-0,73%	604	-1,66%
30-04-2008	427	-0,26%	638	5,33%
30-05-2008	460,29	7,23%	503	-26,84%
30-06-2008	424,3	-8,48%	457,5	-9,95%
31-07-2008	417,43	-1,65%	390,5	-17,16%
29-08-2008	424,11	1,58%	451,5	13,51%
30-09-2008	351,15	-20,78%	398	-13,44%
31-10-2008	285,19	-23,13%	230	-73,04%
28-11-2008	263,05	-8,42%	176,25	-30,50%
30-12-2008	247,72	-6,19%	171,25	-2,92%
30-01-2009	261,79	5,37%	194	11,73%
27-02-2009	241,48	-8,41%	200	3,00%
31-03-2009	228,36	-5,75%	230	13,04%
30-04-2009	274,79	16,90%	274	16,06%
29-05-2009	290,83	5,52%	334	17,96%
30-06-2009	290,7	-0,04%	340,5	1,91%
31-07-2009	311,23	6,60%	362,5	6,07%
31-08-2009	335,03	7,10%	373	2,82%
30-09-2009	335,03	0,00%	368,5	-1,22%
30-10-2009	324,16	-3,35%	357	-3,22%
30-11-2009	327,2	0,93%	355,25	-0,49%
30-12-2009	336,69	2,82%	384	7,49%
29-01-2010	354,85	5,12%	404	4,95%
26-02-2010	354,77	-0,02%	422,1	4,29%
30-03-2010	383,23	7,43%	462,6	8,75%
29-04-2010	411,5	6,87%	455,5	-1,56%
31-05-2010	388,69	-5,87%	462	1,41%
30-06-2010	393,02	1,10%	466,9	1,05%
30-07-2010	410,83	4,34%	507	7,91%
31-08-2010	396,38	-3,65%	553,5	8,40%
30-09-2010	416,96	4,94%	570	2,89%
29-10-2010	424,2	1,71%	586	2,73%
30-11-2010	424,77	0,13%	542	-8,12%
30-12-2010	457,58	7,17%	558,5	2,95%
31-01-2011	462,11	0,98%	542,5	-2,95%
28-02-2011	473,64	2,43%	575	5,65%
31-03-2011	467,15	-1,39%	566,5	-1,50%
29-04-2011	462,81	-0,94%	598	5,27%
31-05-2011	456,25	-1,44%	599	0,17%
30-06-2011	431,06	-5,84%	559,5	-7,06%
29-07-2011	420,54	-2,50%	510	-9,71%
31-08-2011	359,41	-17,01%	389	-31,11%
30-09-2011	350,34	-2,59%	330,8	-17,59%
31-10-2011	362,77	3,43%	366	9,62%
30-11-2011	385,19	5,82%	406,3	9,92%
30-12-2011	389,95	1,22%	405	-0,32%
31-01-2012	408,53	4,55%	431,6	6,16%
29-02-2012	453,77	9,97%	439,3	1,75%
30-03-2012	444,71	-2,04%	461	4,71%
30-04-2012	458,75	3,06%	484,4	4,83%
31-05-2012	432,26	-6,13%	447,8	-8,17%
29-06-2012	446,04	-2,85%	461,2	-5,03%
31-07-2012	484,14	10,72%	490,3	8,67%

Bilag 11 – Beta 5 år

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,67981659
R Square	0,4621506
Adjusted R Square	0,45287734
Standard Error	0,10371925
Observations	60

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,53612928	0,53613	49,8369	2,32841E-09
Residual	58	0,62394555	0,01076		
Total	59	1,16007483			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,0103488	0,013405648	-0,772	0,44326	-0,03718314	0,0164855	-0,0371831	0,0164855
X Variable 1	1,3344331	0,189025934	7,05952	2,3E-09	0,956056587	1,7128096	0,95605659	1,71280962

Bilag 12 – Beta 3 år

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,71621371
R Square	0,51296208
Adjusted R Square	0,49863743
Standard Error	0,05808899
Observations	36

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,120833981	0,12083	35,8098	9,03056E-07
Residual	34	0,114727255	0,00337		
Total	35	0,235561236			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,0070842	0,009856532	-0,7187	0,47722	-0,02711511	0,0129467	-0,0271151	0,01294665
X Variable 1	1,10010291	0,183836869	5,98413	9E-07	0,726501441	1,4737044	0,72650144	1,47370438

11. Litteraturliste

Bøger

- Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang 3. udgave (2011) af Ole Sørensen
- Exploring Strategy, Ninth edition (2011) af Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes
- Den skinbarlige virkelighed, 4. udgave (2010) af Ib Andersen
- Corporate Finance, European Edition (2010) af David Hillier, Stephen Ross, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe, Bradford Jordan

Publikationer

- Carlsbergs årsrapport 2007-2011
- Anheuser-Busch InBev årsrapport 2007-2011
- Euromonitor International – Carlsberg A/S in Beer (World) 2012
- Euromonitor International – Beer in Russia 2012
- Euromonitor International, Global prospects for beer companies 2011
- Bryggeriforeningen- Tal fra Bryggeriforeningen, Øl 2011
- PwC – Årsregnskabslovens regler om nedskrivning af materielle og immaterielle anlægsaktiver 2010
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES - An EU strategy to support Member States in reducing alcohol related harm 2006
- Danmarks Statistisk - Forbrug af alkohol og tobak 2011

Hjemmesider

- <http://www.carlsberggroup.com/investor/debt/Pages/Rating.aspx>
- <http://www.carlsberggroup.com/Company/Strategy>
- <http://www.carlsberggroup.com/markets>
- <http://www.carlsberglab.dk>
- <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Sponsorater/Hvemvisponsorerer>
- <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/Tidslinier>
- http://en.wikipedia.org/wiki/CR_Snow
- http://en.wikipedia.org/wiki/Anheuser-Busch_InBev

- <http://www.sabmiller.com/Heritage>
- http://www.ab-inbev.com/go/brands/brand_portfolio/global_brands.cfm
- <http://www.heinekeninternational.com/companystrategyprofile.aspx>
<http://www.betabox.dk/PESTELanalyse.html>
- <http://www.betabox.dk/vaerdikaede.html>
- <http://www.null-lox.co.uk/about/null-lox>
- <http://www.oanda.com/currency/historical-rates/>
- <http://www.mystocks.dk/kurstargets.php?ticker=CARL>

Artikler

- Carlsberg sløjfer over 100 mærker, Ritzau Finans d. 11. juni 2011
- Alkohol sænker Ruslands befolkningstal drastisk, Ritzau d. 25. juni 2009
- Carlsberg risikerer russisk reklameforbud, Ritzau Finans d. 31. maj 2012
- Rusland-chef Carlsberg klar til flere afgifter, Børsen d. 15. september 2010
- Højere afgifter i Rusland en realitet for Carlsberg, Børsen d. 13. november 2009
- Ny russisk restriktion understreger svært miljø, Ritzau Finans d. 5. juni 2012
- Carlsberg satser på Thailand, Ritzau d. 11. oktober 2011
- Carlsberg vil producere økologisk øl, Ritzau d. 6 marts 2008
- Ni milliarder verdensborgere i 2050, Ritzau d. 12. marts 2009
- Carlsberg skal fyre 150 ansatte, Ritzau, 15. januar 2009
- Carlsberg går all-in med Somersby i USA, Jyllands posten d. 12. juli 2012
- Inflationen stiger markant i Rusland, Børsen d. 5. januar 2011
- Carlsberg Rusland hårdt ramt af stigen priser, Euroinvestor d. 17. august 2011
- Carlsbergs felt af opkøbsemner tørrer ud, Ritzau Finans d. 27. juni 2012
- Vin er alligevel ikke sundere end øl, Berlingske business d. 28. maj 2012
- Ølsalget i Danmark er under pres, Berlingske business d. 30. december 2011
- Vin billigere end øl, Bryggeriforeningen d. 13. juli 2010
- Carlsberg byder på nye kvinde-øl, Jyllands posten d. 5. maj 2011
- Carlsberg: Vi skal have en god pris, Berlingske business d. 12. maj 2012
- Effektivitet øger Carlsbergs overskud, Jyllands posten d. 29. juni 2012
- Carlsbergs salg af EM-øl slår rekord, Berlingske business d. 18. juni 2012
- Carlsberg bekræfter stop for Liverpool-sponsorat, Ritzau Finans d. 14. september 2009
- Carlsberg udvider i Kina, Børsen d. 2. august 2011

- Obligationskommentarer, Nordea d. 25. januar 2011
- Hvor går grænsen?, Bryggeriforeningen d. 12. juli 2012
- Rusland indfører hårde rygereger, Ritzau d. 13. august 2011
- Reklameregler for alkohol strammes, Berlingske d. 8. november 2010

12. Figuroversigt

Figur 1: Kursudvikling de seneste 5 år

Figur 2 - Opgavens struktur

Figur 3: Koncernstruktur

Figur 4: PESTEL model

Figur 5: Nettoomsætning fordelt på valuta

Figur 6: Porters Five Forces

Figur 7: Porters værdikæde

Figur 8: Den udvidede DuPont model

Figur 9: RUB/DKK

13. Tabeloversigt

- Tabel 1: Udvalgte Vesteuropæiske lande
- Tabel 2: Udvalgte Østeuropæiske lande
- Tabel 3: Udvalgte Asiatiske lande
- Tabel 4: Produktionsomkostningers andel af omsætningen
- Tabel 5: Befolkningsantal og vækst
- Tabel 6: Aldersgruppens andel
- Tabel 7: Fordeling af markedsandele
- Tabel 8: Pct. Fordeling mellem funktioner
- Tabel 9: Fordeling af omkostning
- Tabel 10: Udvikling i ROE
- Tabel 11: Dekomponering af ROE
- Tabel 12: Udvikling i ROIC
- Tabel 13: Dekomponering af ROIC
- Tabel 14: Udvikling i OG
- Tabel 15: Udvikling i 1/AOH
- Tabel 16: Carlsberg - Andel forhold til omsætningen
- Tabel 17: Aneuser-Busch Inbev - Andel forhold til omsætningen
- Tabel 18: Fordeling af omsætning
- Tabel 19: Budgetteret omsætning Nord- og Vesteuropa
- Tabel 20: Budgetteret omsætning Østeuropa
- Tabel 21: Budgetteret omsætning Asien
- Tabel 22: Budgetteret omsætning ikke fordelt
- Tabel 23: Budgetteret omsætning total
- Tabel 24: Budgetteret produktionsomkostninger
- Tabel 25: Budgetteret salgs- og distributionsomkostninger
- Tabel 26: Budgetteret administrationsomkostninger
- Tabel 27: Beregning af WACC
- Tabel 28: Estimeret aktiekurs ved brug af DCF-modellen
- Tabel 29: Følsomhedsanalyse ved ændringer i WACC og g