

Kandidatafhandling

Værdiansættelse af Carlsberg A/S *Valuation of Carlsberg A/S*



cand.merc.aud.

Dato: 15-11-2017

Mads Birke Reves

Vejleder: Kristian Røed

Antal anslag/sider:
167.102 (= 73,5 sider)

0. Executive Summary

The primary purpose of this task was to compile a valuation of Carlsberg, thereby calculating the price for the Carlsberg share 30.12.2016. Based on this, an assessment should be made of whether the Carlsberg share was overestimated or underestimated, and in doing so, make a purchase or sell recommendation.

Carlsberg was founded in 1847, and today it is one of the world's largest breweries, as it currently occupies a place as the fourth largest brewery worldwide. The three largest breweries are AB Inbev, SAB Miller and Heineken in the following order.

The first part of the assignment consists of a presentation of Carlsberg with a brief review of Carlsberg's history, products, strategy, markets and competitors.

The second part of the assignment consists of a strategic analysis of Carlsberg which will give an overview of the factors at the level of society and industry as well as internally in the company that affect Carlsberg's business. For this analysis we will use the PEST analysis and Porters Five Forces.

The third part of the assignment consists of an accounting and profitability analysis. Using the Enhanced DuPoint Pyramid we will uncover the relevant conditions for Carlsberg, and calculate key figures for the historical accounting analysis period.

The fourth part of the assignment consists of a 5-year budget period followed by the terminal period, which reflects an infinite period of constant growth. Budgeting is based on historical accounting figures and key figures.

The fifth part of the assignment consists of a valuation of Carlsberg. Using the DFC and RIDO models, a valuation estimate of DKK 859 was calculated on 30.12.2016. When adjusted for the control premium, the capital-based value estimate was determined at DKK 602, which, compared to the market price of 30 December 2016 at DKK 609.50, is 7.5 DKK below the market price, equivalent to 1%.

The multiple analysis also gave an indication that the Carlsberg share was relatively high priced. The result indicates that the market value of the Carlsberg share is overestimated. At the same time, the valuation estimate and the recommendation from the major analysts hold or sell, which substantiate my valuation estimates.

Recommendation: Sell!

Indholdsfortegnelse

0. Executive Summary	2
1. Indledning	7
1.1. Problemformulering	7
1.2. Afgrænsning	8
1.3. Metode	9
1.4. Kildekritik	11
2. Historie	13
2.1. Ejer forhold	13
2.2. Strategi	14
2.3. Hovedaktiviteter	15
2.4. Økonomisk situation	16
2.4. Konkurrenter	19
2.4.1. Anheuser-Busch Inbev	19
2.4.2. SAB Miller	20
2.4.3. Heineken	20
3. Makroøkonomisk analyse	21
3.1. PEST modellen	21
3.1.1. Politik og lovgivning	21
Skat og afgifter	21
Stabiliteten i regeringen	21
Restriktioner på køb og salg samt markedsføring af øl	22
3.1.2. Økonomi og demografi	23
Disponibel indkomst	24
Ledighed	25
Inflation	27
Valuta- og renterisici	28
Olieprisen	28
3.1.3. Sociale og kulturelle forhold	29
Vesteuropa	29
Østeuropa	29

Asien.....	29
3.1.4. Teknologi og miljø	30
Effektiviseringer inden for teknologi.....	30
Regulering for at forbedre miljøet	30
3.1.5. Konklusion PEST-modellen	31
3.2. Porters 5 forces	32
3.2.1. Trussel om nye konkurrenters indtrængning.....	32
3.2.2. Trussel fra substituerende produkter.....	33
3.2.3. Forhandlingsstyrke af købere	34
3.2.4. Forhandlingsstyrke Leverandører.....	35
3.2.5. Rivalisering blandt de eksisterende leverandører	36
3.2.6. Konklusion Porters Five Forces.....	36
4. SWOT-analyse.....	38
Styrker	38
Svagheder	39
Muligheder	39
Trusler.....	40
5. Regnskabsanalyse.....	41
5.1. Anvendt regnskabspraksis	41
5.2. Reformulering.....	41
5.2.1. Egenkapitalen	41
5.2.2. Balancen	42
5.2.3. Resultatopgørelsen.....	42
5.3. Rentabilitetsanalyse	42
5.3.1. Egenkapitalforretning, ROE	44
5.3.2. Afkast på driftsaktiver, ROIC.....	45
5.3.3. Overskudsgrad, OG.....	47
5.3.4. Aktivers omsætningshastighed, AOH	48
5.3.5. Finansiell gearing, FGEAR	50
6.3.6. SPREAD	51
5.3.7. Delkonklusion på rentabilitetsanalyse	52
6. Budgettering	54
6.1. Ledelsens forventninger	54

6.2. Budgetperiode	54
6.3. Terminalperiode	54
6.4. Budgettering	55
6.5. Salgsvækst	55
6.5.1. Nord- og Vesteuropa	55
6.5.2. Østeuropa	57
6.5.3. Asien	58
6.5.4. Omsætning andre	59
6.5.5. Samlet salgsvækst.....	59
6.6. Driftsomkostninger	60
6.7. Afskrivninger.....	60
6.8. Budgettering af aktivernes omsætningshastighed.....	60
6.9. Budgettering af overskud fra salg.....	61
6.10. Budgettering af øvrige faktorer	61
6.11. Realiseret nøgletal for første halvår 2017	62
6.12. Delkonklusion budgettering	62
7. Værdiansættelse.....	64
7.1. DCF- og RIDO-model.....	64
7.2. Fremtidig frit cash flow	65
7.2. Forudsætninger for brug af wacc	65
7.4. Fastsættelse af wacc.....	66
7.5 Værdiansættelse ved DCF- og RIDO-modellen.....	70
7.6 Følsomhedsanalyse	72
7.7. Multipelanalyse	73
8. Konklusion	76
9. Litteraturliste	79
9.1 Bøger.....	79
9.2 Rapporter.....	79
9.3 Lovsamlinger.....	79
9.4 Noter.....	79
9.5 Internetsider	80
Bilag 1 - Reformuleret egenkapitalopgørelse.....	81
Bilag 2 - Reformuleret balance	82

Forklaringer til reformuleringen	84
Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse	86
Forklaringer til reformuleringen	87
Bilag 4 – Oversigt over reformulerede poster	89
Bilag 5 – Beregnede nøgletal	90
Bilag 6 – Budgettering – proformaregnskab	91
Bilag 7 – Værdiansættelsesmodellerne DCF og RIDO	93
Bilag 8 – Multipelanalyse	95

1. Indledning

Denne opgave er skrevet som afslutning på mit forløb på cand.merc.aud. på Copenhagen Business School. Jeg har under studie tiden haft særlig interesse for regnskab og værdiansættelse.

Emnet for denne opgave er processen omkring analyse af virksomhedens årsregnskab samt efterfølgende værdiansættelse af selskabet.

Til brug for ovenstående regnskabsanalyse er der behov for at udvælge en casevirksomhed til brug herfor. Mine kriterier for valget af virksomhed har bl.a. været størrelsen på virksomheden, herunder dens indtjening, antallet af medarbejdere samt informationsniveauet til offentligheden fra selskabets side. Disse kriterier er opstillet, eftersom jeg gerne har villet beskæftige mig med en stor og betydningsfuld virksomhed med et stort informationsniveau.

Valget af casevirksomhed, som regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i, er efterfølgende faldet på Carlsberg A/S (herefter Carlsberg), som således omfatter hele Carlsberg-koncernen.

Hovedårsagen til dette valg er, at koncernen samlet set er et af de store børsnoterede selskaber i Danmark, og samtidig er selskabet en del af det danske C20 indeks¹.

Dette bør betyde, at Carlsberg aktien teoretisk vil være anset, som en af Danmarks mest korrekte prisfastsatte aktie. Der bør derfor ikke findes en signifikant forskel mellem markedskursen og den teoretiske værdi bestemt af værdiansættelsesmodeller.

Ovenstående leder mig frem til min problemformulering, afgrænsning og metode som følger herunder.

1.1. Problemformulering

Set ud fra en ekstern analytikers perspektiv vil jeg lave en regnskabsanalyse for at kunne besvare følgende hovedproblemstilling:

Hvilken kurs bør et styk Carlsberg B-aktie handles til pr. 30.12.2016, set fra et ekstern analytikers perspektiv, og hvordan harmonerer dette med markedskursen?

Til besvarelse af problemformuleringen vil jeg os besvare følgende underspørgsmål:

¹ C20-indekset er et prisindeks over de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs

- *Hvordan er Carlsberg strategiske situation og hvilke eksterne udfordringer står Carlsberg overfor*
- *Hvilke reformuleringer skal foretages for at estimere en retvisende værdi af Carlsberg*
- *Ud fra ovenstående spørgsmål, hvordan vil budgetteringen se ud for en 5-årig budgetperiode samt terminalperiode*
- *Hvilke nøgletal fra budgetteringen har størst betydning for værdiansættelsen af Carlsberg*
- *Hvad er værdien af Carlsberg B-aktie pr. 30. december 2016*
- *Hvordan påvirkes værdiestimatet af ændringer i de underliggende variable*
- *Hvad skal kursmålet for Carlsberg være*

1.2. Afgrænsning

Analysen vil udelukkende blive baseret på offentligt tilgængelige informationer, da analysen bliver udført set fra en ekstern analytikers perspektiv.

Det betyder samtidig, at der er begrænset adgang til informationer, da der internt i virksomheden vil være informationer, som ikke er offentligt tilgængelige, og som derfor ikke vil danne grundlag for besvarelse af problemstillingen.

Enkelte gange forekommer det, at der ikke er nok informationer, som er gjort offentligt tilgængelige fra selskabets side, og der vil derfor blive foretaget skøn og lavet forudsætninger efter bedste evne, på baggrund af det opnåede kendskab til virksomheden på de områder, hvor dette er fundet nødvendigt.

Formålet med opgaven er primært at udarbejde en analyse af Carlsberg, og sekundært at teste anvendeligheden af værdiansættelsesmodeller. Jeg har derfor valgt primært, at fokusere på Carlsberg og ser derfor bort fra nøgletal fra Carlsbergs øvrige konkurrenter i min rentabilitetsanalyse.

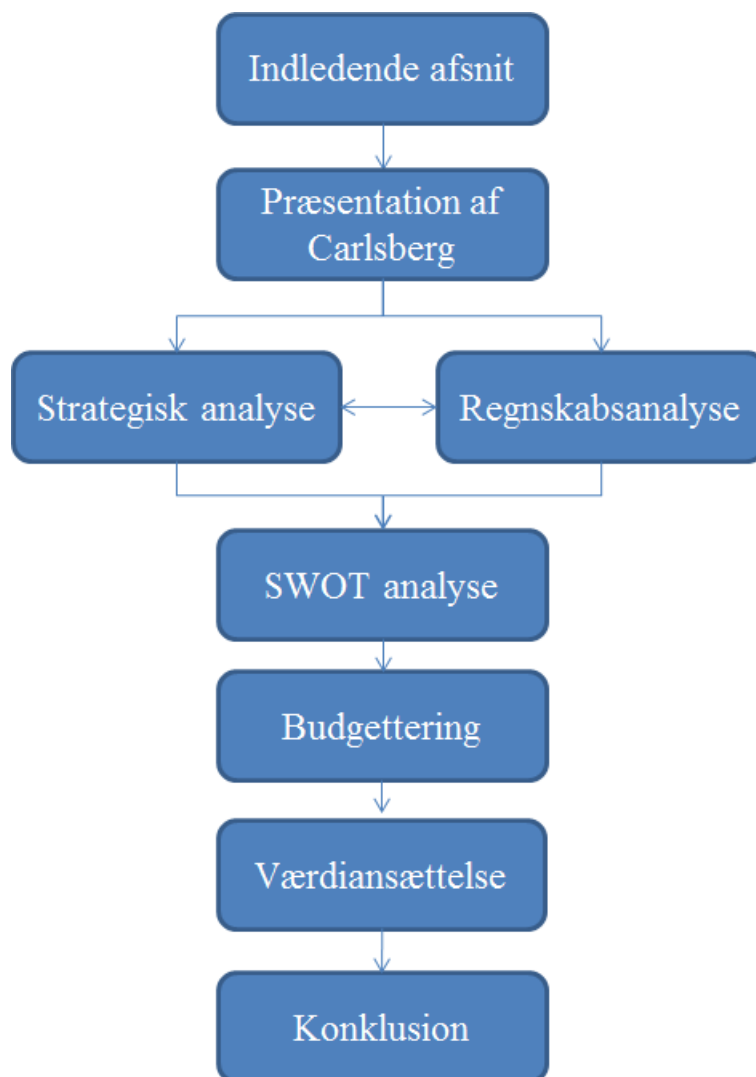
I regnskabsanalysen er der udvalgt nogle teoretiske modeller, som analysen vil blive bygget op ud fra. De udvalgte modeller fremgår senere i opgaven. Det betyder samtidig, at en række teorier ikke er medtaget i opgaven, selvom de kunne være interessante.

Til gengæld er der kun udvalgt de teorier, som er vurderet til at være de vigtigste til at få et overblik over Carlsbergs position. Fravalget af en række teorier er sket som følge af de begrænsninger, der er sat i forhold til opgavens kvantitative omfang.

Til slut er det for overskuelighedens skyld valgt at tage udgangspunkt i danske skatteforhold i opgaven, eftersom der vil være en masse forskellige regler i de lande hvor Carlsberg opererer.

1.3. Metode

Nedenstående figur illustrerer opgavens opbygning. Elementerne i figur 1 vil blive nærmere uddybet i de efterfølgende afsnit.



Figur 1: Opgavens opbygning, egen tilvirkning

Igennem opgaven vil jeg bruge litteratur og teori, i form af sekundær dataudnyttelse, igennem forskningsmetoder og -modeller. Endvidere vil jeg basere min opgaveløsning på finansielle websteder og andre professionelle investorers vurderinger og kommentarer.

Det indledende afsnit omfatter starten af opgaven, herunder problemformulering, afgrænsning samt valg af metode.

Efterfølgende vil jeg lave en præsentation af Carlsberg og deres historiske regnskabstal fra Carlsberg Årsrapport 2016 og andre sekundære kilder.

Den strategiske analyses formål er at indkredse og vurdere elementer i virksomhedens omverden, der fremadrettet forventes at have indvirkning på værdiskabelsen i Carlsberg. Til at starte med fokuseres der på samfunds- og brancheniveau. Jeg vil bruge PEST modellen og Porters five forces til at analysere virksomhedens omverden. Med omverden menes de forhold på samfundsniveau og brancheniveau, der har indvirkning på Carlsbergs forretningsmodel.

PEST modellen inddeler de makroøkonomiske forhold efter følgende faktorer: Politik, Økonomi, Sociale forhold og Teknologi². Vægtene på de fire faktorer vil variere, da det menes, at den økonomiske faktor vil spille en væsentlig rolle i forhold til problemformuleringen. Grunden til dette er, at Carlsberg er et internationalt firma og derfor påvirkes stærkt af den globale verdensøkonomi.

Hele den strategiske analyse vil resultere i en SWOT-analyse til brug for regnskabsanalysen, budgettering og værdiansættelsen.

Derefter vil opgaven indeholde en reeklassificering af Carlsbergs historiske årsregnskaber for 2012-2016 samt skabe et overblik over, og foretage en rentabilitetsanalyse, af hvilke value drivers, der har været toneangivende i forhold til virksomhedens indtjeningssevne i de senere år. Beregningen samt analysen af de value drivers vil ske ved hjælp af den udvidede DuPont-model.

Jeg vil herefter opstille et budget omkring forventningerne til de kommende års indtjeningsmuligheder for virksomheden på baggrund af virksomhedens strategiske analyse, rentabilitet og vækst historisk set. Budgetperioden vil blive opstillet for en 5-årig periode, og derefter angiver terminalperioden en fast udvikling efter de 5 år. Den 5-årige periode for budgettet er valgt, fordi det vurderes, at det vil være svært at foretage budgettering for en periode på mere end 5 år.

Selve værdiansættelsen vil herefter blive beregnet ud fra DCF-modellen samt RIDO-modellen³, og den estimerede værdi sammenlignes med markedsværdien af Carlsbergs aktier pr. 30. december 2016, for at det kan vurderes, om aktien er over- eller undervurderet på den pågældende dato. Den teoretiske kursværdi, bestemmes ved brug af de indirekte nutidsværdimodeller, og det er DCF-modellen der er den mest anvendte model blandt aktører på markedet for værdiansættelse.⁴ RIDO-modellen⁵ anvendes til at kontrollere DCF-modellen er korrekt opbygget, da resultatet af modellerne skal være ens.

² International Markedsføring, 3. Udgave, side 137

³ En nærmere præsentation af værdiansættelsesmodellen vil ske i forbindelse med afsnittet, hvor modellen anvendes

⁴ "Prisfastsættelse på aktiemarkedet" (2014), PricewaterhouseCooper

⁵ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 33

Til brug for at teste de ovenstående kapitalværdibaserede modeller, vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse, for at finde forklaring på eventuelle forskelle i mellem markedskursen og det teoretiske værdiestimat.

Til sidst vil der blive udarbejdet en multipelanalyse, for bestemmelse af, om markedet finder Carlsberg aktien relativt korrekt prisfastsat. Resultatet i multipelanalysen vil blive perspektiveret til det teoretiske værdiestimat.

Til brug for referencer, har jeg valgt "Harvard Referencer System", da dette er et internationalt anerkendt system.

1.4. Kildekritik

De anvendte data til besvarelse af min problemstilling, vil jeg i det følgende foretage en kritisk gennemgang af.

Informationerne, der anvendes i denne opgave, er sekundære data som følge af min tilgang som ekstern analytiker.

I den strategiske analyse har det været nemmere at finde data for det nord- og vesteuropæiske marked end for de andre markeder. Det har været svært at finde detaljerede og relevante informationer om de fjerne markeder som jeg kunne bruge, hvilket især gælder det asiatiske marked. Derfor har jeg været nødt til at foretage kvalificerede forudsætninger til brug for analysen.

Opgaven består af en overvægt af informationer omkring det vesteuropæiske marked, herunder informationer om det danske marked, hvilket betyder, at forholdene om Østeuropa og Asien er underrepræsenteret i min analyse. Dette betyder, at der opstår en mindre skævhed i opgaven. Jeg mener ikke, at denne skævhed er naturlig, men den er også vigtigt at erkende og forsøge at tage højde for, hvilket jeg har forsøgt gennem analysen.

De anvendte sekundære data har jeg primært fra Carlsbergs årsrapporter. Selvom at årsrapporterne er revideret af en uafhængig revisor, er der en risiko for, at selskabet forsøger at skabe et mere positivt billede af igangværende tiltag samt fremtidsmuligheder. Dette vil ofte forekomme i en ledelsesberetning eller lignende, hvor det positive billede kan fremstilles subjektivt.

Blandt andre væsentlige kilder kan nævnes Københavns Fondsbørs hjemmeside, som grundlæggende er blevet brugt til at indhente udviklingen i aktiekurser samt andet relevant offentliggjort materiale. Disse informationer må betegnes som objektive informationer, eftersom informationerne blot bliver gengivet, og aktiekurser blot bliver offentliggjort.

Der er anvendt forskellige artikler, som ofte vil være påvirket af mediets samt forfatterens subjektive holdninger. Derfor er jeg nødt til at forholde mig ekstra kritisk til disse artikler undervejs i min analyse.

Endvidere har jeg anvendt kilder i form af lærebøger på Cand.merc.aud. studiet samt anden litteratur, som er fundet relevant som teoretisk fundament i forbindelse med opgaven. Det er vurderet, at denne litteratur har en høj grad af validitet, da eksempelvis teorier bliver fremlagt og danner fundamentet for min opgave.

Der er forskellige kritiske punkter ved de anvendte kilder, som f.eks. vilkårlig google søgning, da der her kan fremkomme kilder der er mindre troværdige. Men jeg har vurderet, at de anvendte kilder har en tilstrækkelig validitet og rentabilitet til, at de vil være hensigtsmæssige at benytte i mine analyser.

2. Historie⁶

Carlsberg blev grundlagt af J. C. Jacobsen tilbage i 1847. Bryggeriet fik sit navn efter J. C. Jacobsens søn (Carl) og bryggeriets beliggenhed på Valby Bakke. Grundet J. C. Jacobsens høje kvalitetskrav til sit øl fik virksomheden hurtigt et godt omdømme, og skabte sig derved en placering blandt de mest anerkendte bryggerier i Europa.

I 1968 byggede Carlsberg sit første bryggeri i udlandet i Malawi i Afrika, hvilket skulle ses som en del af ulandshjælpen til dette land, og i 1970 fusionerede Carlsberg med Tuborg, hvorefter selskabets navn blev De Forenede Bryggerier A/S Carlsberg Bryggerierne og Tuborg Bryggerierne. Navnet blev dog senere ændret til Carlsberg A/S.

Gennem årene er selskabet Carlsberg vokset stille og roligt bl.a. pga. en række opkøb og fusioner, hvilket bl.a. kan ses af, at selskabet har en masse datterselskaber rundt omkring i hele verden⁷, og så sent som i 2008 var Carlsberg med i et opkøb af Scottish & Newcastle, det sjette største bryggeri i verden, sammen med Heineken. Dette opkøb var den største handel i Carlsbergs historie, og det betyder, at Carlsberg voksede gevaldigt, og at selskabet derfor nu betragtes som et vigtigt bryggeri på verdensmarkedet⁸. Handlen medførte at Carlsberg overtog Scottish & Newcastle's halvdel af signifikante aktiviteter i Rusland, Ukraine, det franske bryggeri Kronenbourg og græske Mythos.

I dag er Carlsberg verdens fjerde største bryggeri i verden, med bryggerier i omkring 35 lande⁹, salg af virksomhedens produkter på mere end 140 markeder samt over 45.000 medarbejdere på verdensplan¹⁰.

2.1. Ejer forhold

Carlsberg er noteret på den danske fondsbørs, og selskabets aktier er opdelt i Carlsberg A-aktier og Carlsberg B-aktier, hvor hver A-aktie har 20 stemmer og hver B-aktie har 2 stemmer, og men forlods ret til udbytte¹¹. B-aktien er som tidligere nævnt en del af det danske C20 indeks, og aktien er derfor en af de mest handlede aktier i Danmark.

⁶ Inspiration til afsnittet er hentet på Carlsbergs hjemmeside, hvor der er en beskrivelse af selskabets historie <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Historie/Pages/Tidslinie.aspx>, mens enkelte yderligere oplysninger er hentet fra andre relevante kilder

⁷ <http://da.wikipedia.org/wiki/Carlsberg>

⁸ <http://da.wikipedia.org/wiki/Carlsberg>

⁹ <http://da.wikipedia.org/wiki/Carlsberg>

¹⁰ <http://da.wikipedia.org/wiki/Carlsberg>

¹¹ Carlsbergs Årsrapport 2016, s. 52

Den største aktionær i Carlsberg er Carlsbergfondet, som ejer 25-33,32 % af aktierne efterfulgt af de to næststørste aktionærer, BlackRock Inc. og Massachusetts Financial Services Company, som samlet ejer 5-9,99 % af aktierne i Carlsberg¹².

2.2. Strategi¹³

Carlsbergs overordnede strategi er den samme i både Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Eftersom der kan være store forskelle på de enkelte delmarkeder, bliver strategien dog tilpasset til de lokale forhold på nogle delmarkeder. I 2016 har Carlsberg indført en ny strategiplan SAIL'22.

Målet med SAIL'22 er at gøre Carlsberg til en succesfuld, professionel og attraktiv forretning på vores markeder. Deres forretningsmodel er med til at støtte dette ved at sikre en bæredygtig og omkostningseffektiv værdikæde fra indkøb af råvarer hele vejen igennem, til forbrugerne nyder deres øl.

I 2016 har de 60 øverste ledere i Carlsberg i fællesskab identificeret, evalueret og konkluderet på en række strategiske valgmuligheder. De valgte strategiske prioriteter i deres nye strategi SAIL'22 er baseret på de vigtigste globale tendenser, forhold i den globale ølbranche der skaber værdi, samt Carlsbergs styrker. Prioriteterne vil blive understøttet af udviklingen af en teambaseret vinderkultur, som har et øget fokus på levering og resultater.

Carlsbergs kerneforretning er øl, og på denne baggrund vil nye produkter være inden for kategorien af øl.

Dog er der også fokus på at udbyde produkter, som henvender sig til kvinder og folk, der går op i sundhed, og derfor bliver der også lanceret andre produkter end øl, såfremt produktet forventes at bidrage positivt til forretningen.

F.eks. er målsætningen for Carlsberg i forbindelse med nye produkter at lancere færre nye produkter, men at de nye produkter, som man lancerer, skal være mere synlige og effektive på markedet, og derudover skal lanceringen ske på tværs af landegrænser.

Carlsberg er en varemærkebaseret virksomhed, og der er også fokus fra virksomhedens side på at opretholde, udvikle og styrke sin varemærkeportefølje ved fortsat branding af bl.a. internationalt anerkendte ølmærker.

Gennem de senere år har Carlsberg haft fokus på effektiviseringer af processer og arbejdsgange, lige fra indkøb og produktion til salg og logistik, og dette er da også et af flere fokusområder i de kommende år.

¹² <https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=virksomhed&id=61056416&soeg=carlsberg+A%2FS&type=Alle>

¹³ Inspiration til afsnittet er hentet fra Carlsbergs Årsrapport 2016, s. 24-32

Desuden er Carlsberg også bevidst om at styrke deres medarbejderes kompetencer samt at få dem til at engagere sig i deres arbejde, og det er derfor noget, som er indeholdt i virksomhedens strategi. Carlsberg forsøger at få medarbejderne på tværs af landegrænser til at stå sammen og gøre en forskel via et stærkt sammenhold og derigennem skabe en vinderkultur.

2.3. Hovedaktiviteter

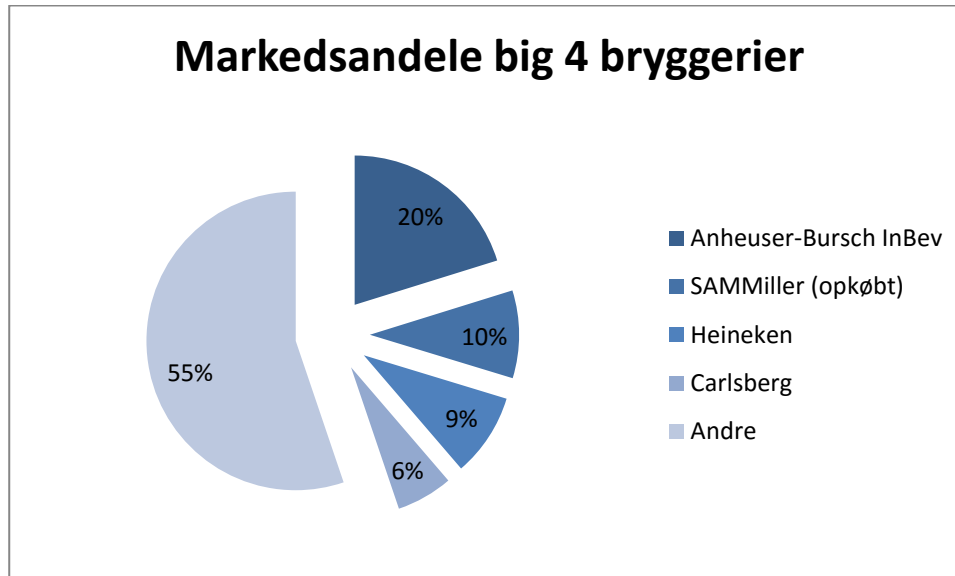
Carlsbergs hovedaktiviteter består primært af premium ølmærker, som f.eks. Carlsberg, Tuborg, Birra Poretti, Kronenbourg mfl. Herudover har Carlsberg læskedrikke med og uden alkohol, som f.eks. Somersby. Carlsbergs samlede markedsandel er på 6,1 %, som kan ses af nedenstående tabel¹⁴ over de 10 største bryggerier i verden.

	Bryggeri	Markedsandel
1	Anheuser-Busch InBev	20,2%
2	SAMMiller (opkøbt)	9,5%
3	Heineken	9,0%
4	Carlsberg	6,1%
5	China Resources Breweries	5,9%
6	Tsingtao Brewery	4,0%
7	Molson-Coors	3,0%
8	Beijing Yanjing beer company	2,9%
9	Kirin	2,5%
10	BGI/Group Castel	1,4%
	I alt	64,5%

Tabel 1: De 10 største bryggerier i verden, egen tilvirkning

Det kan ses af ovenstående tabel, at de 4 største bryggerier står for næsten 50 % af det globale ølmarked. Nedenstående figur illustrerer bedre dette billede.

¹⁴ <https://www.business.dk/billede/her-er-verdens-ti-stoerste-bryggerier>

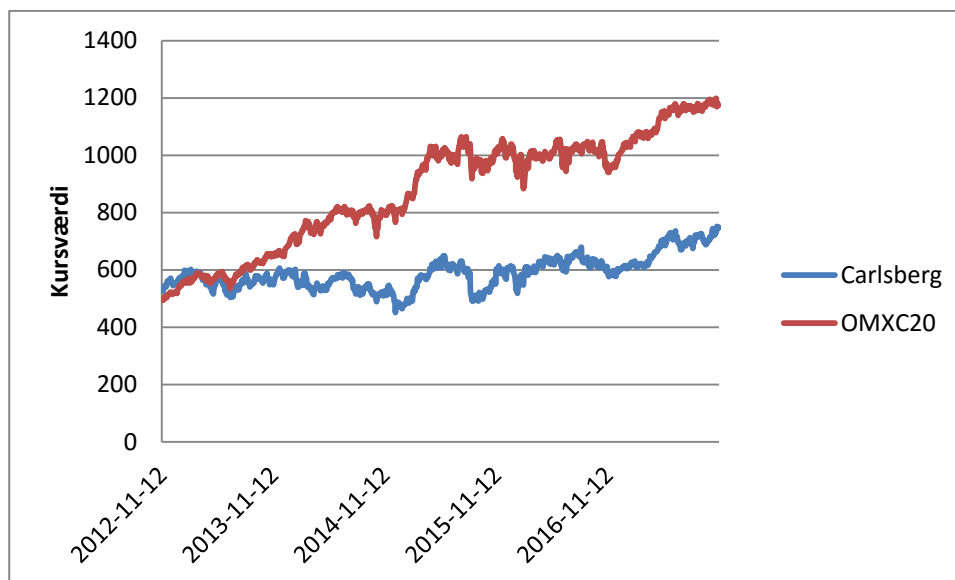


Figur 2: Markedsandele big 4 bryggerier, egen tilvirkning

Udover bryggerivirksomheden driver Carlsberg også ejendomsudvikling i forbindelse med den gamle bryggegrund i Valby, samt Carlsbergs forskningscenter hvor aktiviteten omhandler forskning og udvikling af gær typer.

2.4. Økonomisk situation

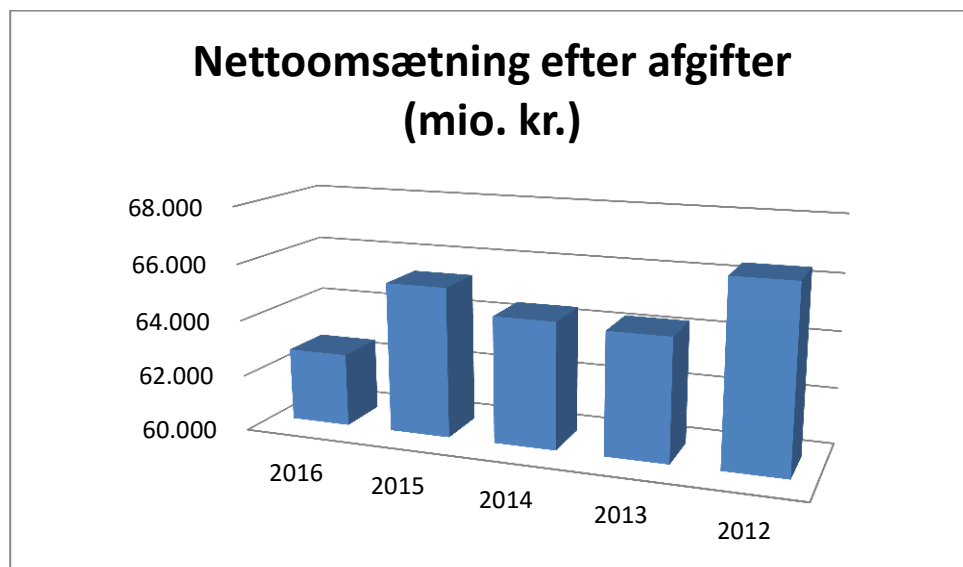
Den historiske kursudvikling for Carlsberg samt OMXC20 se i nedenstående:



Figur 3: Historisk kursudvikling, egen tilvirkning

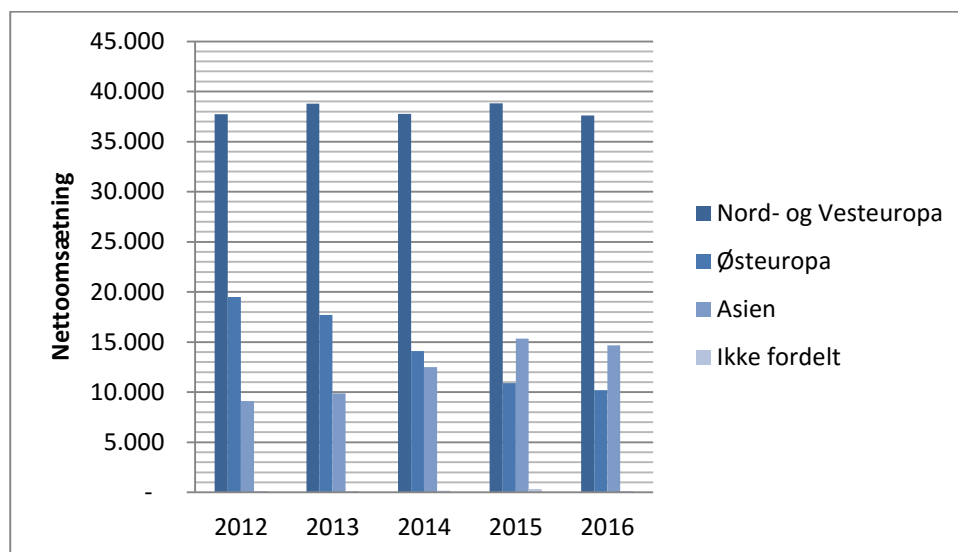
Som det kan se af ovenstående figur, har Carlsberg overordnet set proformet dårligere end det generelle OMXC20 index. Der ses en tendens til, at kursudviklingen er relativ ens. Dette vil dog blive nærmere belyst senere i opgaven.

Samtidig med at Carlsberg, gennem opkøb og fusioner i tidens løb, har udviklet sig til at være en betydelig spiller på det globale marked for øl, har selskabet også oplevet en stor vækst i såvel omsætning som resultat gennem årene. De senere år har virksomheden leveret økonomiske resultater, som har været mindre positive set fra investorernes synspunkt. I figur 4 er opstillet en oversigt over udviklingen i Carlsbergs nettoomsætning efter afgifter gennem den historiske periode fra 2012 til 2016.



Figur 4: Nettoomsætning efter afgifter¹⁵, egen tilvirkning

Carlsberg primære hovedmarkeder er Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Nedenstående figur viser fordelingen af nettoomsætningen på Carlsberg 3 hovedmarkeder:

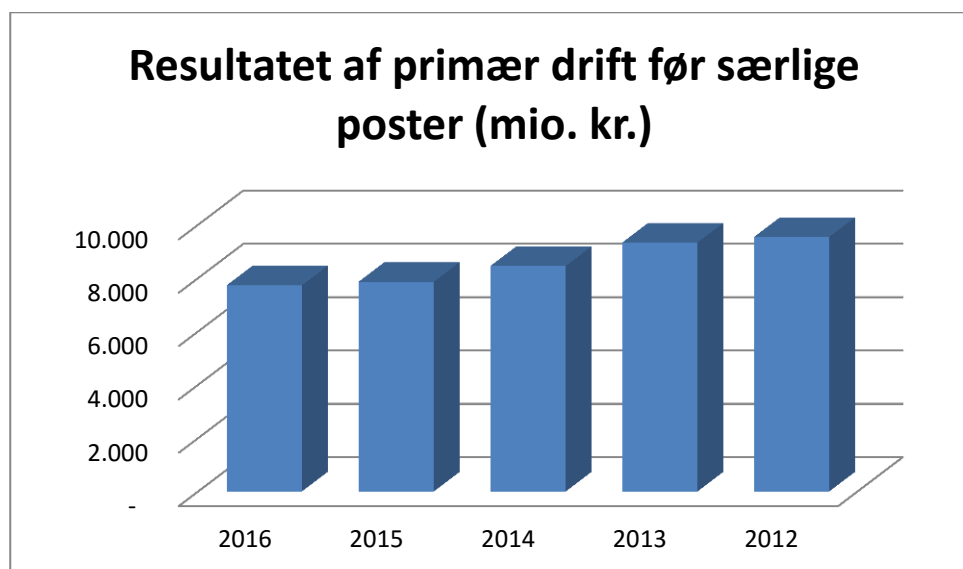


¹⁵ Tallene i figuren er taget fra Carlsbergs Årsrapporter 2012-2016 i henholdsvis resultatopgørelsen og note 2 omkring segmentoplysninger for de forskellige år, hvorefter figuren er udarbejdet

Figur 5: Nettoomsætning fordelt på hovedområder, egen tilvirkning

Det ses tydeligt af ovenstående figur, at Nord- og Vesteuropa er Carlsbergs klart største marked og i 2016 var markedet 60 % af den samlede nettoomsætning. Østeuropa og Asien var henholdsvis 16,3 % og 23,4 % af den samlede nettoomsætning for 2016.

Derudover gives herunder i figur 6 et overblik over udviklingen i resultatet af primær drift før særlige poster(EBIT) for Carlsberg for den samme periode.



Figur 6: Resultat af primær drift før særlige poster(EBIT)¹⁶, egen tilvirkning

Det ses af ovenstående figurer, at Carlsbergs nettoomsætning efter afgifter samt resultat af primær drift før særlige poster(EBIT) har gennemgået en mindre positiv udvikling i de senere år.

Mens nettoomsætningen efter afgifter er faldet gennem hele perioden, fra mio. kr.. 66.468 i 2012 til mio. kr. 62.614 i 2016 et fald på mio. kr. 3.854, er resultatet af primær drift før særlige poster(EBIT) på ca. sammen niveau i 2015 og 2016 henholdsvis mio.kr. 7.858 og mio.kr. 7.723. Årsagen til dette er bl.a., at Carlsberg opererer på en række stagnerende markeder, og derfor har man ikke formået at opnå vækst i omsætningen.

Til gengæld har selskabets fokus på effektiviseringer samt salg af premium øl med bedre avance, som omtalt tidligere, resulteret i, at virksomheden, på trods af at der ikke er opnået vækst i omsætningen, har oplevet at

¹⁶ Tallene i figuren er taget fra Carlsbergs Årsrapporter 2012-2016 i henholdsvis resultatopgørelsen og note 2 omkring segmentoplysninger for de forskellige år, hvorefter figuren er udarbejdet

fastholde deres fortjeneste i resultatet af primær drift før særlige poster, grundet at man har formået at holde sine omkostninger nede samt fået bedre avance på salg af deres premium produkter.

2.4. Konkurrenter

Carlsberg er med en markedsandel på 6,1 % det fjerde største bryggeri i verden kun overgået af tre bryggerier; Heineken på 9 %, SAB Miller på 9,5 % og Anheuser-Busch Inbev på 20,2 %, og de fire største bryggerier i verden har tilsammen en markedsandel på ca. 45 % af det globale marked¹⁷. De tre nævnte bryggerier er, pga. deres position samt samlede markedsandele på det globale marked, vurderet til at være Carlsbergs største konkurrenter. Jeg vil derfor kort præsentere hvert bryggeri. I løbet af 2016 har SAB Miller og Anheuser-Busch Inbev gennemført et opkøb, hvor SAB Miller bliver en del af Anheuser-Busch Inbev, jeg vil dog stadig præsentere bryggerierne hver især nedenfor.¹⁸

2.4.1. Anheuser-Busch Inbev

Anheuser-Busch Inbev, som ofte bliver forkortet AB Inbev, indtager en placering som det største bryggeri i verden efter den belgiske virksomhed Inbev i 2008 opkøbte amerikanske Anheuser-Busch¹⁹.

Bryggeriet har fire ud af de ti mest solgte øl i verden, og samtidig indtager bryggeriet en position som enten markedsleder eller som nummer to på 19 vigtige markeder, både på markeder i industri- og udviklingslande. Derfor er bryggeriet en meget stor og vigtig spiller på det globale ølmarked. Blandt ølmærker, der er mest kendte herhjemme, kan det nævnes, at bryggeriet fremstiller Budweiser, Leffe, Stella Artois og Beck's²⁰.

Økonomisk set står AB Inbev som et utroligt stærkt bryggeri med en omsætning i 2016 på 45.517 mio. USD. Desuden er Nordamerika, som bidrager med ca. 39,8 % til selskabets EBITDA²¹, bryggeriets klart største marked efterfulgt af Latin Amerika.

Det er således ikke på det europæiske marked, at AB Inbev omsætter størstedelen af deres produkter, men på trods af dette, ligger AB Inbev alligevel nummer to på det russiske marked²² - kun overgået af Carlsberg, som er markedsleder i Rusland²³.

¹⁷ <https://www.business.dk/billede/her-er-verdens-ti-stoerste-bryggerier>

¹⁸ Anheuser-Busch Inbev årsrapport 2016 s. 2

¹⁹ http://da.wikipedia.org/wiki/Anheuser-Busch_InBev

²⁰ <http://www.ab-inbev.com/our-brands.html>

²¹ Anheuser-Busch Inbev årsrapport 2016

²² Anheuser-Busch Inbev årsrapport 2016

²³ Carlsberg årsrapport 2016

2.4.2. SAB Miller

Nummer to på listen over bryggerier på det globale marked er SAB Miller, som agerer på markeder over stort set hele verden. Selskabet har således aktiviteter i Amerika, Europa, Afrika og Asien²⁴. Nogle af de ølmærker, som SAB Miller producerer, er Grolsch, Miller Genuine Draft og Pilsner Urquell, og det er samtidig disse mærker, som umiddelbart er mest kendte herhjemme.

Gennem de senere år har SAB Miller oplevet negative resultater økonomisk set, i form af faldende omsætning og indtjening. Omsætningen har således været faldende fra 23.213 mio. USD i 2013 til 19.833 mio. USD i 2016. Desuden har selskabets indtjening været faldende de sidste par år efter flotte stigninger tidligere.

SAB Miller opererer på det russiske marked, og deres markedsandel i Rusland var i 2016 på ca. 6,4 % mod ca. 7 % i slutningen af 2015. Dette betyder, at selskabet er en direkte konkurrent til Carlsberg på det russiske marked, selvom Carlsberg i øjeblikket står en del stærkere på netop dette marked.

2.4.3. Heineken

Heineken er det sidste selskab på den globale top 3-liste over verdens største bryggerier, og selskabet indtager i øjeblikket en placering som nummer tre.

Blandt de mest kendte ølmærker, som Heineken producerer, kan selvfølgelig nævnes Heineken, men derudover producerer virksomheden også Foster's og Amstel, og mens Heineken er det førende ølmærke i Europa, er Amstel det tredje største.

Økonomisk set har Heineken i 2016 haft en nettoomsætning på 20.792 mio. €, hvilket således er en stigning på 1,4 % i forhold til året før²⁵.

Heinekens markedsandele på det russiske marked var i slutningen af 2016 på ca. 11 %. Som tilfældet var med SAB Miller, er Heineken således også en direkte konkurrent til Carlsberg på det russiske marked, selvom også Heineken er et godt stykke efter Carlsberg, hvad angår marked.

²⁴ SAB Miller årsrapport 2016

²⁵ Heineken årsrapport 2016

3. Makroøkonomisk analyse

I dette afsnit vil jeg analysere det eksterne miljø i virksomheden.

3.1. PEST modellen

PEST modellen er en anerkendt makro model, der kan bruges i mange perspektiveringer og giver overblik. Men det er vigtig at forholde sig kritisk til modellen, da den er meget subjektiv. Dette kan medføre, at man glemmer eller overser risici. Det er meget statisk, og øjebliksbilledet vægter mere end fremtidens senarier.

PEST modellen skal være med til, at give svaret på om Carlsberg er i en omverden, der giver dem mulighed for at tjene penge og skabe cash flow.

3.1.1. Politik og lovgivning

Carlsberg beskæftiger over 45.000 medarbejdere med produktion i 35 lande og markedsfører sine produkter på ca. 140 markeder²⁶, hvorfor Carlsberg er eksponeret overfor mange forskellige lovgivninger. Dette giver naturligt en del forskellige politiske og lovmæssige aspekter.

Skat og afgifter

Når du køber en øl eller et andet produkt med alkohol, er en andel af prisen skat. Der er samtidig også en indpakningsskat, som påføres produktet hver gang en dåse eller flaske bliver fyldt. De skatter varierer afhængigt af land. Dette betyder, at en del af den pris, forbrugeren betaler for en øl, er skatter.

Den russiske regering påførte øl branchen flere vanskeligheder. Siden 2009 er afgifterne vokset med 200 procent, der er kommet forbud mod at reklamere for øl, og antallet af salgssteder er skåret ned²⁷.

Der er endvidere vedtaget et forbud om salg af øl i plastikflasker der er større end 1,5 liter. Forbuddet trådte i kraft 1. januar 2017, og kommer også til at omfatte andre alkoholiske drikke. I første omgang gælder det industriel produktion, men fra 1. juli 2018 kommer det også til at omfatte salg til de private forbrugere. Dermed fortsatte stramningen af salg af øl i store flasker, da man allerede i 2013 valgte at stoppe salget af stærk øl i 2 liters plastikflasker.²⁸

Stabiliteten i regeringen

Carlsberg er en global virksomhed, der sælger til det meste af verden. De vigtigste markeder er Nord-og Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Carlsberg er påvirket af politiske forhold på globalt plan.

²⁶ <http://da.wikipedia.org/wiki/Carlsberg>

²⁷ <https://www.business.dk/foedevarer/ny-ukrainsk-udvikling-bekymrer-carlsberg>

²⁸ <https://www.business.dk/foedevarer/carlsberg-ser-russisk-forbud-mod-oel-i-store-flasker-som-fordel>

Verden præges fortsat af politisk uro. Dette gælder særligt i forhold til flygtningestrømme mod Europa, terrortrusler, de økonomiske sanktioner mod Rusland samt BREXIT.

Udviklingen i Østeuropa og Asien har en stor indflydelse på Carlsberg, fordi det betyder større marked og gode muligheder for både større salg og lettere adgang til nye markeder, især det russiske marked, hvor der forventes en stigende rente i den russiske økonomi. Den anspændte situation mellem Ukraine og Rusland²⁹ tilbage i 2014, samt mellem USA og Rusland kan have en sådan effekt, at Ruslands økonomi vil lide så meget skade, at salget på øl vil falde. Dette skaber en usikkerhed på det russiske marked.

Carlsberg er betydeligt påvirket af den internationale aktivitet, da de sælger til hele verden. På grund af det, er det vigtigt at holde fokus på, hvad der sker politisk rundt omkring i verden.

Restriktioner på køb og salg samt markedsføring af øl

Forskellig offentlig regulering er med til at sætte en dæmper på forbruget af øl i verden. F.eks. kan nævnes regler om, hvor gammel man skal være for at købe og drikke alkohol, hvilket kaldes den juridiske drikkealder. I lande i Europa er den juridiske drikkealder typisk på mellem 16 og 18 år, mens det tilsvarende for lande i Asien typisk er lidt højere³⁰. Reguleringerne er vedtaget for at beskytte børn og unge mod forbrug af alkohol samt af helbredsmæssige årsager.

Derudover er der forskellige regler i de enkelte lande omkring markedsføring af øl og andre alkoholiske drikke til f.eks. børn og unge. Der står således i den danske markedsføringslovs § 8, stk. 2 at ”markedsføring rettet mod børn og unge må ikke direkte eller indirekte opfordre til vold, anvendelse af rusmidler, herunder alkohol...”³¹. Dette har til hensigt at beskytte børn og unge mod udnyttelse af deres mangel på kritisk sans, erfaring og godtroenhed.

Når man besøger Carlsbergs hjemmeside observeres det, at man, inden selve hjemmesiden bliver tilgængelig, skal oplyse, hvorvidt man er over 18 år eller ej, hvilket bare er et eksempel på de regler, som er indført omkring markedsføring af alkohol til børn og unge, og det er selvfølgelig regler, som bryggerierne skal være opmærksomme på.

Desuden har det også været omtalt i sportsverdenen, at det ikke er tilladt at reklamere for alkohol i forbindelse med sportsarrangementer i flere lande rundt omkring i Europa.

²⁹ <https://www.business.dk/foedeverer/ny-ukrainsk-udvikling-bekymrer-carlsberg>

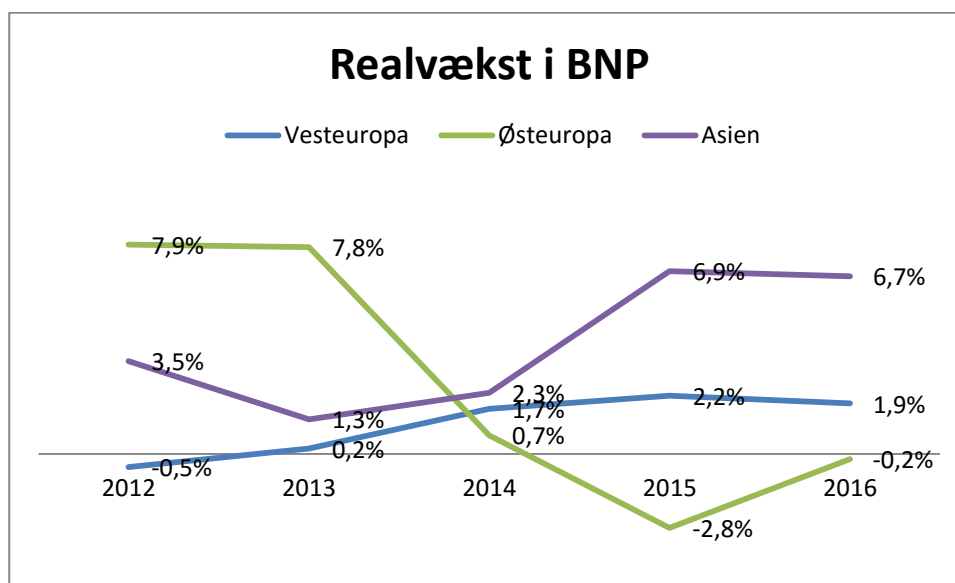
³⁰ http://en.wikipedia.org/wiki/Alcoholic_beverages

³¹ Markedsføringsloven

Dette har FC København mærket i forbindelse med fodboldkampe i europæiske turneringer, da klubben ikke har fået lov til at reklamere for Carlsberg, som ellers er storsponsor i klubben³². Alkoholpolitisk Landsråd, der er en organisation, som skaber debat omkring alkohol i Danmark, mener at al reklame, der finder sted i forbindelse med sportsarrangementer, generelt bør forbydes, da rådet ikke mener, at sport og alkohol hører sammen³³. Det er derfor i strid med denne holdning, når det er kommet frem, at Carlsberg har indgået en rekordstor aftale med det danske fodboldlandshold, som løber fra 2016, over VM i Rusland i 2018, til og med EM-slutrunden i 2020³⁴. Carlsberg har igennem mange år været en af hovedsponsorerne ved EM i fodbold, og Carlsberg overvejer om de skal fortsætte til næste slutrunde i 2020.

3.1.2. Økonomi og demografi

Udviklingen i national- og verdensøkonomien har en væsentlig indflydelse på efterspørgslen af øl. Carlsberg producerer, som tidligere nævnt, øl, som er en premium vare, det vil sige en vare der ikke er nødvendig for at overleve. Derved påvirkes virksomhedens indtjening af væksten i økonomien. Dog er der geografiske forskelle på forbruget af øl. Dette vil blive belyst nedenfor:



Figur 7 – Kilde: Den Internationale Valutafond, egen tilvirkning

Det kan ses, i den ovenstående figur 7, at Carlsbergs hovedmarkeder har haft differentieret udvikling i realvækst i BNP i perioden 2012 – 2016.

³² <http://onside.dk/node/44601>

³³ <http://www.alkoholpolitik.dk/pdf/Profilbrochure.pdf>, s. 8

³⁴ <https://www.jyllands-posten.dk/protected/premium/erhverv/ECE8962844/carlsberg-i-rekordstor-aftale-med-fodboldlandsholdet>

Vesteuropa har haft stigende realvækst i BNP i perioden 2012 – 2015, med en negativ vækst i 2012 på 0,5 % til en positiv vækst på 2,2 % i 2015. I 2016 har der været stagnerende vækst i forhold til 2015 som kan ses i figur 7.

Væksten i Vesteuropa har været tiltagende igennem de seneste par år, fra 2013 til 2014 voksede Vesteuropas samlede økonomi med 1,5 procent, hvilket er den højeste vækst siden 2011. Væksten i økonomien er dog langtfra prangende, særligt i betragtning af de mange stimulanser, der er med til at løfte væksten i europæisk økonomi. Dette gælder ikke mindst de lave renter, den svage euro og faldet i oliepriserne.

Østeuropa har været særdeles hårdt ramt, da de i perioden 2012 – 2015 har haft faldende realvækst i BNP med en negativ vækst på 2,8 % i 2015. En mulig grund til at lavkonjunktoren er gået over og er blevet en slem recession, er sammenfaldet med den dybe økonomiske krise, med kraftigt reallønsfald i Rusland. Årsagen skyldes den lave oliepris³⁵.

Det er normalt i en recession, at folk skærer ned på deres udgifter, fordi de er bange for den stigende arbejdsløshed, og derfor har folk et negativt fremtidssyn. Når folk ser negativt på fremtiden, vil de sænke deres forbrug og spare mere op. Dette forøger tilbagegangen i økonomien, da forbruget falder. Virksomhederne vil ikke kunne afsætte lige så store mængder som før, og vil blive tvunget til at skære ned på produktionen. Når produktionen er reduceret, vil virksomhederne fyre medarbejder, som konsekvens at den lavere afsætning, og dette vil forårsage at ledigheden vil stige. Vi ser positive tendenser i 2016, hvor realvækst i BNP er steget til en negativ vækst på 0,2 %, blandt andet fordi olieprisen er steget lidt, inflationen er faldet, se figur 10, og den russiske valuta rublen er styrket over for euroen.

Asien har haft stigende realvækst i BNP i perioden 2013 – 2015 med en positiv vækst fra 1,3 % i 2013 til 6,9 % i 2015. I 2016 har der været stagnerende vækst i forhold til 2015.

Det har de senere år været de asiatiske økonomier, der har opretholdt de højeste vækstrater. Væksten er fortsat meget høj i Asien om end aftagende, hvilket betyder, at vi ikke skal forvente to cifret vækstrater de kommende år. De positive tendenser i asiatiske økonomi skyldes primært forhøjede disponible indkomster, og dermed en voksende middelklasse, hvilket blandt andet er tilfældet i Kina³⁶.

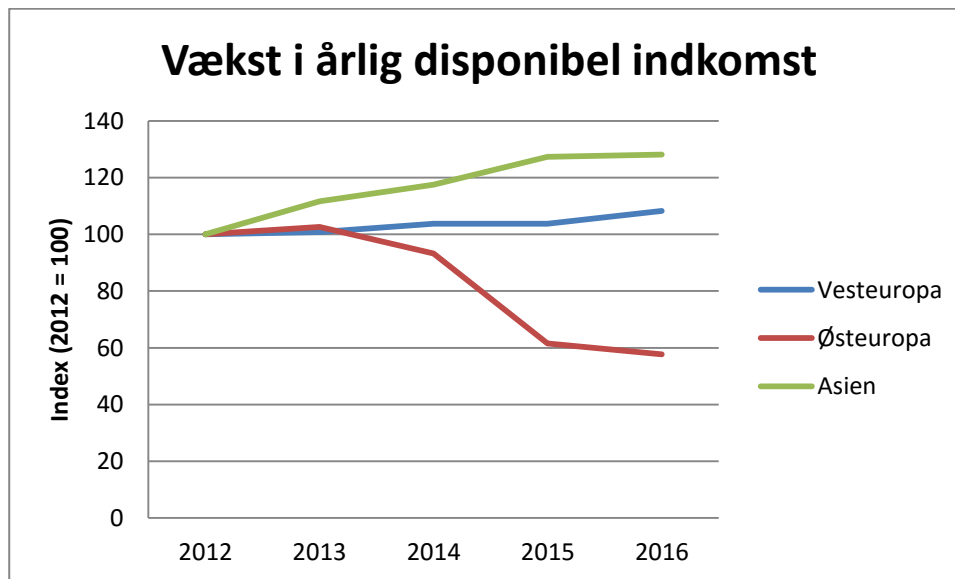
Disponibel indkomst

Den årlige disponible indkomst har haft differentieret udvikling på Carlsbergs hovedmarkeder. Det ses i figur 8, at Asien har haft en disponibel indkomstvækst, der har været markant større end resten af verden. Asien

³⁵ <https://www.business.dk/global/rusland-har-kurs-mod-dyb-recession>

³⁶ <https://www.business.dk/global/kinas-middelklasse-er-nu-den-stoerste-i-verden>

havde en vækststigning i perioden 2012-2016 på 28 %, mens Vesteuropa havde på 8 %. Østeuropa havde i perioden et markant større fald på -42 %.



Figur 8 – Kilde: Den Internationale Valutafond, egen tilvirkning

Det ses i den ovenstående graf, at den årlige disponible indkomst over hele verden har været stigende siden 2012. Dette gør sig også gældende for Carlsbergs markeder, undtagen det Østeuropæiske marked, der har haft et markant fald i perioden 2013-2016 på 42 %.

Grunden til vigtigheden af disponibel indkomst er, at det fortæller hvor mange penge en forbruger har til rådighed efter skatten er betalt, dvs. til privatforbrug. Når forbrugeren har flere penge imellem hænderne, kan det tænkes, at forbrugeren vil vælge at købe varer af højere kvalitet. Dette er en vigtig pointe for Carlsberg, da de satser stærkt på premium og super premium segmentet. Derfor er det ikke optimalt for Carlsbergs afsætningsmuligheder, at den disponible indkomst er faldende på et af hovedmarkederne.

Ledighed

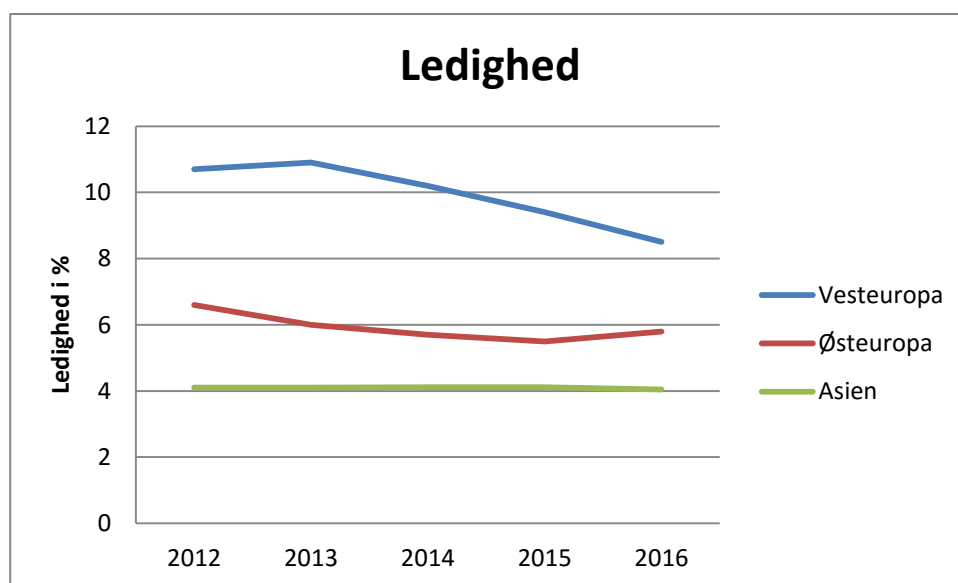
Ud fra figur 9 kan det ses, at ledigheden på Carlsbergs hovedmarkeder er faldende, hvilke er positivt for Carlsberg.

Vesteuropa havde i perioden 2012-2016 en faldende ledighed fra 10,7 % til 8,5 % i 2016. Østeuropa og Asien havde i samme perioden en faldende ledighed fra 6,6 % til 5,8 % for Østeuropa og fra 4,1 % til 4,05 % for Asien.

Det kan ses i figur 9, at der er en klar bedring på specielt det vesteuropæiske arbejdsmarked, og det er også med til at sætte gang i væksten. Det betyder, at mere end fem mio. europæere har forladt ledighedskøen i

løbet af de seneste tre år. Dette styrker husholdningernes indtægtsgrundlag, og med den lave prisstigningstakt, se figur 10, oplever de samtidig stigende realløn. Derfor bliver der solgt mere og mere i de vesteuropæiske butikker. De private forbrugere er med til at gøre det vesteuropæiske opsving bredt funderet, med fremgang i både privatbruget, investeringerne og eksporten.

Der er dog fortsat store regionale forskelle på det vesteuropæiske arbejdsmarked. De sydeuropæiske lande, som var hårdest ramt af gældskrisen, kæmper fortsat med en meget høj ledighed, mens Tyskland har en ledighed på blot seks procent.



Figur 9 – Kilde: Den Internationale Valutafond, egen tilvirkning

Som tidligere nævnt øges folks købelyst når ledigheden falder. Folk vil købe flere luksusgoder og deres forbrug vil primært stige. Det betyder, at flere vil købe Carlsbergs premium mærker, i stedet for at vælge et produkt fra et discountmærke. Carlsberg har et bredt varesortiment, fra superpremium til discount, der sikrer at forbrugerne stadig køber deres produkter selvom, at de skærere op eller ned på superpremium mærkerne.

På den måde vil Carlsbergs omsætning ikke blive væsentlig påvirket, da omsætningen vil komme fra andre mærker i produktporteføljen. Carlsberg vil formentlig forøge deres indkomst, fordi det må forventes, at indtjeningen på luksus produkter er mere profitabel end på discountprodukterne.

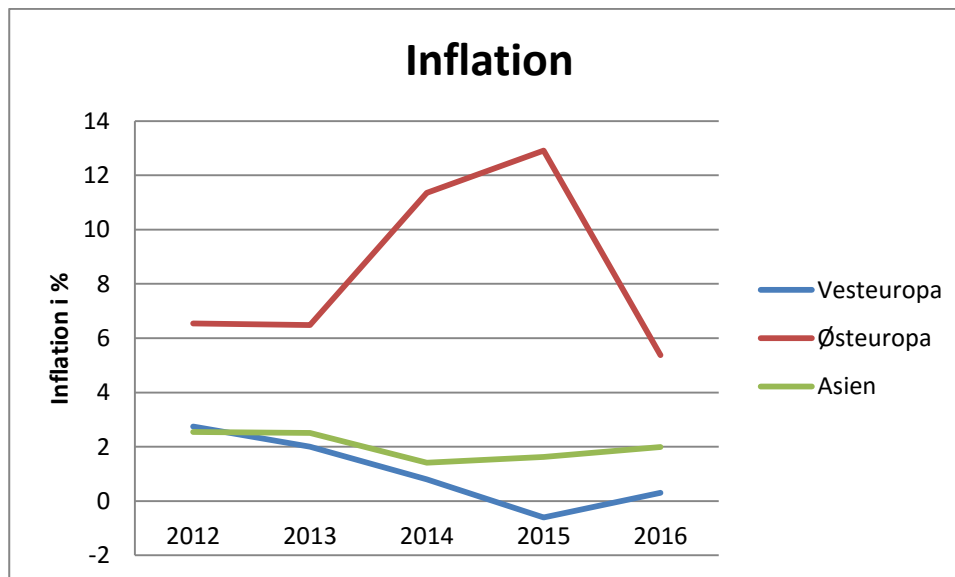
Øl er ikke så konjunkturfølsom en forbrugsvarer, hvilket skyldes at ølforbruget ikke er påvirket ligeså meget af konjunktursvingninger i økonomien. Disse konjunktursvingninger forekommer indenfor en langsigtet

årrække, og svinger skiftevis mellem perioder med relativ høj økonomisk vækst (ekspansion) og perioder med relativ stagnation eller fald i vækst (recession³⁷).

Inflation

Inflation er en økonomisk term, som henviser til det generelle stigende prisniveau for varer og tjenesteydelser, som bevirker, at købekraften vil falde.

Inflationen vil normalt i økonomiske opgangstider stige. Dette støttes af Phillipskurven, hvori kurven viser, at når ledigheden er faldende, vil inflationen stige. Det ses tydeligt af figur 10, at inflationen var relativt stabil på alle markederne, undtagen Rusland fra 2013-2016, Asien frem mod 2014 og Nord- og Vesteuropa i 2015. Herefter begynder inflationen i både Asien og Vesteuropa at stige. Det kan endvidere ses at der er en forsinket effekt på inflationen i forhold til ledigheden.



Figur 10 – Kilde: Den Internationale Valutafond, egen tilvirkning

Sammenholdes inflationen med ledigheden i figur 9, kan det ses, at ledigheden faldt i løbet af perioden, hvor inflationen begyndte at stige i 2014 i Asien og 2015 i Vesteuropa. Denne udvikling passer overens med det Phillipskurven beskrev. Østeuropas inflation er påvirket af andre faktorer, som er beskrevet tidligere, og følger derfor ikke Phillipskurvens teori om, at når ledigheden er faldende, vil inflationen stige.

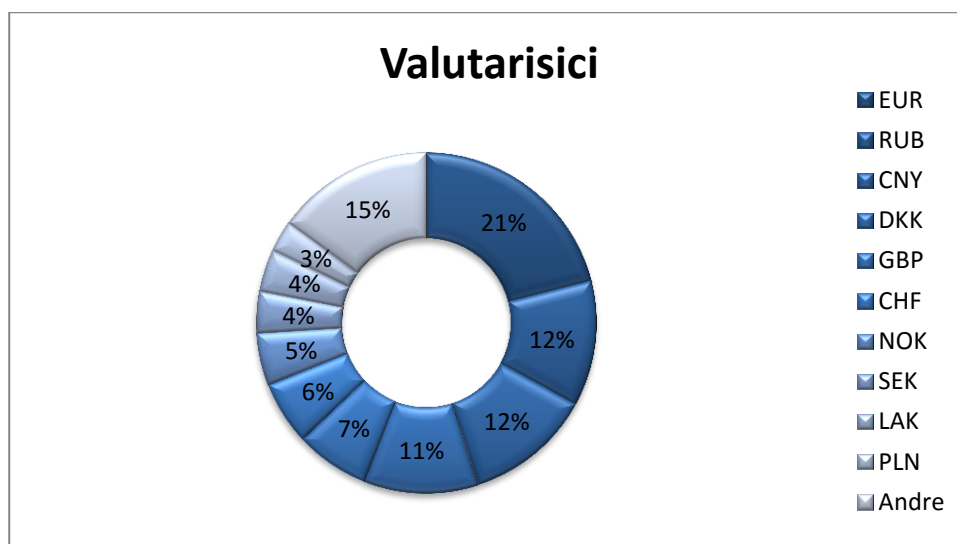
Grunden til dette er, at diverse regeringer i verden prøver at stimulere økonomien, ved brug af hjælpepakker, for at skabe vækst og lav ledighed. Dette postulat understøttes af Phillipskurven. Hvis økonomierne i verden kommer i gang igen, vil ledigheden falde, og så forudsiger Phillipskurven at inflationen vil stige. Grunden

³⁷ Recession er når et lands BNP har været faldende i mindst to kvartaler i træk.

til, at inflationen er væsentlig at nævne i sammenhæng med Carlsberg er, at inflationen er en betegnelse for de vedvarende stigninger i det generelle prisniveau. Priserne på Carlsbergs produkter vil løbende blive korigeret for denne stigning.

Valuta- og renterisici

Det næste generelle økonomiske forhold, som kan få betydning for Carlsberg, er risikoen for en negativ udvikling i valutakurser på de forskellige markeder. Dette kaldes valutarisici. Carlsberg bærer i denne sammenhæng en omregningsrisiko, da en stor del af virksomhedens indtjening stammer fra udlandet og derfor skal omregnes til danske kroner i forbindelse med regnskabsaflæggelse. Faktisk var blot ca. 11 % af selskabets nettoomsætning i 2016 i danske kroner³⁸. Nedenstående figur viser fordelingen af nettoomsætningen pr. valuta:



Figur 11 – Kilde: Carlsbergs årsrapport 2016, egen tilvirkning

Olieprisen

Olieprisen dykkede i starten af 2016 til under 30 dollars per tønde, hvilket er det laveste niveau i 12 år. Olieprisen er steget til over 40 dollars³⁹ per tønde igen, men dette er fortsat en meget lav oliepris, og noget de fleste iagttagere mente var meget urealistisk for blot 1-2 år siden.

Umiddelbart er den lave oliepris en fordel for vesteuropæisk økonomi, da den stimulerer det private forbrug. Men den meget lave oliepris svækker de olieproducerende lande, som f.eks. Rusland, og øger usikkerheden om væksten i disse lande. Olie- og andre energiproducerende brancher påvirkes ligeledes af udsvingene i olieprisen.

³⁸ Carlsbergs Årsrapport 2016

³⁹ <https://www.business.dk/investor/derfor-stiger-olieprisen-igen>

3.1.3. Sociale og kulturelle forhold

Carlsberg segmenterer deres markeder op i tre dele: Vesteuropa, Østeuropa og Asien. Grunden til denne opdeling er, at forbruget og forholdet til øl er forskelligt fra land til land. Ølforbruget er påvirket af en række faktorer, eksempelvis sæsonudsving, demografi, religion, vaner osv. De mest relevante emner for Carlsberg vil blive belyst i opgaven.

Vesteuropa

Ølforbruget menes ikke at blive væsentligt påvirket af befolkningens aldersmæssige sammensætning. Grundlaget for dette er, at øl segmentet henvender sig både til den yngre og ældre del af befolkningen. Begge befolkningsgrupper ser øl som et nydelsesmiddel, og det er ikke et aldersbetinget nydelsesmiddel. Der er dog minimumsaldersgrænse bestemt i lovgivning om aldersgrænse for køb af alkohol.

En faktor, der har en signifikant indflydelse på afsætningen af øl, er regionens befolkningsvækst. Jo større befolkning, desto større markedspotentiale. Den estimerede årlige befolkningsvækstrate i perioden 2010-2020 er på 0,38 %. Befolkningsvæksten er svag, og dette betyder, at Carlsberg ikke kan forvente volumenudvikling på bekostning af befolkningsvæksten. Vesteuropa er et modent marked, hvor der er en udbredt ølkultur. Eksempelvis kan Oktoberfest i Tyskland og pubkulturen i Storbritannien nævnes. Det varierer fra land til land, hvilket prissegment der er mest udbredt. Eksempelvis er Frankrig og Norge kendetegnet ved, at premium og superpremium er mest udbredt, mens i Tyskland er discountmærkerne væsentligt mere udbredt⁴⁰.

Østeuropa

De største markeder i Østeuropa er Rusland og Ukraine. Disse to lande er især spændende, fordi regionen er præget af en lang tradition af alkoholforbrug. Det er et marked, der menes at være fyldt med muligheder, fordi der har været en stigende disponibel indkomst de senere år. Stigningen i den disponible indkomst har medført, at en ny middelklasse er fremkommet. Denne nye middelklasse ønsker at differentiere sig fra de tidligere generationer, der havde et højt forbrug af spiritus med højt alkoholindhold men af lav kvalitet⁴¹. Her vil øl have en erstatningseffekt, og derved vil ølforbruget stige. Stigningen i den disponible indkomst vil bevirke, at folk vil have råd til premium produkter.

Carlsberg menes heller ikke på dette marked, at kunne vinde volumenudvikling på bekostning af befolkningsvæksten. Den årlige befolkningsvækstrate er estimeret i perioden 2010-2020 til, at være -0,28 %.

Asien

Asien er nok ikke den første region der tænkes på, når der ønskes at sælge øl. I asien er ølkulturen ikke udbredt og forbruget er særdeles lavt. De senere år har de internationale bryggerier investeret kraftigt i denne

⁴⁰ Carlsbergs Årsrapport 2016

⁴¹ Carlsbergs Årsrapport 2016

region. Ølforbruget de foregående år er steget. Grunden til vigtigheden af dette marked er den store befolkningspopulation. En procentvis lille stigning i ølforbruget pr. indbrygger vil betyde en massiv stigning i volumen, når befolkningspopulationen i regionen ligger tæt på 4 Mia. Befolkningsvæksten i denne region estimeres til at stige med 9 % i perioden 2010-2020. Derfor er det essentielt at være på markedet og have en betydelig markedsandel før ”toget forlader stationen”.

Forbedringen i infrastruktur gør det nemmere og billigere at distribuere Carlsbergs produkter. Ølforbruget er som sagt generelt lavt i Asien, men der er en sandsynlig mulighed for en god og stabil vækstrate i de kommende år. Dette begrundes med, at den vestlige kultur har haft stor indflydelse på den asiatiske kultur de senere år. Asien bliver massivt influeret af den vestlige kultur igennem film og fjernsyn. Denne indflydelse vil øge forbruget af øl.

3.1.4. Teknologi og miljø

Effektiviseringer inden for teknologi

I den globale verden er det vigtigt, at virksomheder implementerer og følger den teknologiske udvikling. Og det må siges, at vi i den vestlige del af verden har et forholdsvis stort teknologisk knowhow.

Gennem de senere år har der været stort fokus fra forskellige virksomheder i forskellige brancher på at minimere deres omkostninger og derved maksimere selskabets profit. Dette har hidtil været gennemført via eksempelvis effektiviseringer i arbejdsprocesser og nedskæringer i medarbejderstaben. I forhold til at effektivisere arbejdsprocesserne bliver en veludviklet teknologi ofte også tillagt et ret stort ansvar. Der er dog også tale om en forholdsvis stor anvendelse af teknologi, herunder maskiner ved produktion af øl, og det er derfor ikke overraskende, at Carlsberg allerede har fokus på effektivisering i teknologien for at kunne minimere omkostningerne og opretholde profitten på stagnerende markeder. Specielt efter Hollandske Cees’t Hart trådte til som administrerende direktør i juni 2015 og indførelsen af Sail22 strategien i 2016, som vil blive beskrevet mere uddybende under punktet ”Strategi”.

Regulering for at forbedre miljøet

I de senere år er der blevet sat mere og mere fokus på miljøet. Og i de forskellige lande rundt omkring i verden er der da også forskellig miljølovgivning, som bryggerierne skal overholde, og som har til hensigt at forbedre miljøet. I Danmark skal bryggerierne f.eks. være miljøgodkendte i henhold til miljøbeskyttelsesloven, og virksomhedernes indsats for miljøet skal optimeres i samarbejde med de lokale myndigheder. Bryggerierne skal primært fokusere deres miljøindsats på at optimere energiforbruget, begrænse vandforbruget, reducere udledningen af spildevand og begrænse forbruget af emballage. Udover dette er bryggerierne også forpligtet til hvert år at udarbejde et grønt regnskab, som skal vise virksomhedens

miljøpræstation i det forgangne år. Og desuden skal der foretages en sammenligning med de sidste 5 år, således at det kan dokumenteres, at virksomhedens miljøpræstation bliver vedligeholdt og forbedret over tid.

3.1.5. Konklusion PEST-modellen

Ved gennemgang af PEST-modellen i ovenstående analyse blev det belyst, hvorledes forskellige faktorer i omverdenen påvirker Carlsbergs forretning. I analysen på samfundsniveau blev det først gennemgået, hvorledes politiske og lovgivningsmæssige faktorer kan have indflydelse på bryggeribranchens omsætning. Indflydelsen var for det meste negativt rettet, eftersom høje afgifter på bl.a. øl og en stram lovgivning omkring markedsføring formentlig kan forventes at have en negativ indflydelse på virksomhedernes omsætning. Endvidere har den lave oliepris haft forskellig påvirkning på Carlsbergs hovedmarkeder, hvor Vesteuropa umiddelbart har en fordel af den lave oliepris, da den er med til at stimulere det private forbrug. I modsætning hertil svækkes markedet i de olieproducerende lande, herunder Rusland, og samtidig er det med til at øge usikkerheden om væksten i disse lande.

Under økonomiske og demografiske faktorer blev den generelle vækst i verden belyst samt udviklingen i den aldersmæssige sammensætning i forskellige lande, som går i retning af, at der kommer flere ældre mennesker. Det betyder at virksomhederne formentlig skal tilpasse deres målgruppe i fremtiden.

De generelle risici, omkring valuta og renter, som følge af, at vi lever i en globaliseret verden, hvor salg af produkter sker på tværs af landegrænser, er også indeholdt i analysen. Samtidig blev der foretaget en sontring mellem specialøl og almindelige øl, hvor specialøl nærmer sig status som et luksusgode, og hvor salget heraf derfor er mere pris- og indkomstfølsomt end almindelige øl.

Derudover kom jeg i PEST analysen også ind på det øgede fokus på teknologiske effektiviseringer med henblik på at reducere omkostningerne i virksomheden, samt en række miljøkrav til bryggerivirksomheder, som har til formål at forbedre miljøet i de kommende år.

Afslutningsvis kom jeg ind på, hvorledes forskelle på kultur, livsstil og forbrugeradfærd i forskellige områder i verden har betydning i forbindelse med, at bryggerierne skal forsøge at sælge deres produkter, samt at virksomhederne er nødt til at tilpasse deres strategi i forhold til de specifikke kulturer på de markeder, hvor de agerer.

3.2. Porters 5 forces

Markedet for øl, hvor Carlsberg opererer, er præget af nogle få store aktører og en meget stor mængde af mindre virksomheder. Inden for ølmarked har der været en tendens til konsolideringer og opkøb blandt de største virksomheder. Det har skabt 4-5 store virksomheder, der udgør den største markedsandel. Resten af markedsandelene er fordelt mellem et væld af mindre virksomheder.

Især under den økonomiske højkonjunktur i 00'erne kom der en masse af de såkaldte "mikro-bryggerier" som producerer eksklusive øl. Denne tendens har været meget tydelig i et land som Danmark. Men mange af "mikro-bryggerierne" har oplevet hårde omstændigheder siden den økonomiske og finansielle krise startede tilbage i 2007.

Generelt kan markedsaktørerne inddeles i to kategorier. En gruppe, som bruger en masse penge på markedsføring, forsøger at opbygge et bestemt mærke og differentiere deres produkter. De sælger deres produkter til relativt høje priser.

Den anden gruppe bruger meget lidt eller slet ingen penge på branding, fokuserer på at producere til lavest mulige omkostninger, og sælger til laveste pris.

3.2.1. Trussel om nye konkurrenters indtrængning

Markedet er kendetegnet ved en høj grad af konkurrence med mange virksomheder, der kæmper hårdt om de samme kunder.

Produktionen af øl er i sig selv ikke så svær, at den skaber en barriere for nye aktører på markedet. Der er ingen patenter eller meget krævende procedurer, der i teorien ville stoppe nye konkurrenter i at kunne komme ind på markedet.

Naturligvis er viden til at producere øl nødvendig, men at producere en simpel øl er i sig selv ikke "raketvidenskab". Dette er bevist ved, at de mange nye små "mikro-bryggerier" startede med kun en eller nogle få iværksættere med forholdsvis små midler til kapital.

Selv små virksomheder som disse kan konkurrere om en lille del af markedet via en Focus-strategi, dvs. ved at producere en særlig eksklusiv øl. Ud fra dette er risikoen for nye konkurrenters indtrængning på markedet generelt meget høj.

Risikoen for en ny konkurrents indtrængning på markedet til at udfordre de store aktører, såsom Carlsberg, er meget usandsynlig selv. De store spillere er blevet så store og konsolideret, at de bruger stordriftsfordele i en meget høj grad.

Dette ville gøre det ekstremt krævende i form af kapital, produktion, distribution mv. for en ny konkurrent at udfordre de store aktørers dominans på markedet. Desuden ville det være meget krævende at opbygge et brand til at konkurrere med de store mærker.

Øl mærker som Carlsberg, Heineken og Budweiser har været branded i mange år, og det resulterer i en meget høj anerkendelses faktor på verdensplan.

De store selskaber har også kontrakter med supermarkeder, værtshuse og fodboldklubberne mv i en mere eller mindre udelukkende måde at sælge deres produkter, hvilket vil skabe en barriere for nye konkurrenter at komme ind på markedet.

3.2.2. Trussel fra substituerende produkter

De behov som øl dækker, både de fysiske behov for at få væske og drikke noget, der smager dejligt, og af hensyn til øl indeholder alkohol. Der er en enorm mængde af produkter der stort set dækker samme behov, og chancen eller risikoen for nye produkter, der dækker disse behov opstår, er meget stor.

Øl er på grænsen af, hvad du kan kalde en nødvendighed eller luksus gode. På den ene side, er øl slet ikke nødvendigt for at overleve. Men på den anden side, har de fleste mennesker et højt forbrug af disse, og ser dem som en integreret del af deres daglige eller ugentlige forbrug. Øl er ikke særlig dyrt, og det betyder, at det ikke er en så stor del af husholdningsbudgettet.

Dette gør, at risikoen for at folk skærer disse produkter væk, for eksempel i situationen med et økonomisk tilbageslag for mindre.

Den økonomiske afmatning der har været de senere år, har haft forskellig påvirkning på forbruget af øl. På den ene side er der skabt mulighed for, at folk i en vis grad vil erstatte dem med andre billigere væsker, såsom vand og mælk. Men der kan også argumenteres for, at mange vil flytte deres forbrug af alkohol til øl fra dyrere former for alkohol, såsom vin og spiritus.

Som nævnt tidligere kan selskaberne på markedet groft opdeles i to kategorier. "Brand-navne" med det

formål at differentiere deres produkter, og producenter der anvender ingen eller meget lidt ressourcer på reklame, og som sigter mod at sælge til meget lave priser. I sidstnævnte er præferencer for forbrugerne meget få, og prisen er den afgørende faktor i forbrugernes valg af produktet.

For "Brand-navne", er der en relativt høj grad af præferencer. Mange kunder er loyale over for deres foretrukne mærke, og dette er også tilfældet for Carlsbergs mærker. Dette er selvfølgelig en fordel for Carlsberg.

3.2.3. Forhandlingsstyrke af købere

I form af slutbrugerne er Carlsberg ikke afhængig af enkelte kunder. Deres kunder er opdelt i individuelle personer eller familier. Men Carlsberg er afhængig af mellemmand til at distribuere deres produkter. Disse mellemmand er supermarkeder, kiosker, pubber, klubber osv. Nogle af disse formidlere har stor betydning for Carlsberg. Carlsberg har dog lavet bedre salgskontrakter i de store markeder.⁴²

Et eksempel på dette er det britiske pub-marked, hvor mange pubber er organiseret i kæder. Hvis en af disse kæder beslutter at sælge et andet ølmærke end Carlsberg, ville det have en stor indflydelse på selskabet. På grund af dette, har nogle af de købere af Carlsbergs produkter en vis magt i forhold til selskabet. På den anden side vil de formidlere være "tvunget" til at sælge Carlsbergs produkter, hvis der er en efterspørgsel efter dem fra deres kunder.

Mange af Carlsbergs kunder har et stort forbrug af virksomhedens produkter. De udvikler stærke præferencer over tid for deres foretrukne mærke, og forbliver loyale over for dette, nogle gange over et helt livsforløb. Dette skaber balance i magtforholdet mellem Carlsberg og deres kunder.

Der er mange alternative leverandører på alle de markeder, hvor Carlsbergs produkter er repræsenteret. Der er forskelle mellem de forskellige mærker, men de er stadig meget ens, og det gør dem udskiftelige. Så selvom der er stærke præferencer, skal Carlsberg være forsigtige med, hvordan de virker i forhold til deres konkurrenter.

Hvis Carlsberg hæver priserne i forhold til deres konkurrenter, er der en stor risiko for, at mange af deres kunder vil skifte til en af disse konkurrenter, selv om de foretrækker Carlsbergs produkter.

⁴² Carlsbergs årsrapport 2016

3.2.4. Forhandlingsstyrke Leverandører

De store bryggerier må formodes at have en forholdsvis stor forhandlingsmagt over for leverandørerne, eftersom de aftager relativt store mængder. Dette til forskel fra de mindre bryggerier, f.eks. mikrobryggerier, der ofte producerer specialøl, og som aftager en relativt mindre mængde varer.

Blandt leverandører til Carlsberg må bl.a. betegnes virksomheder, som leverer korn og andre landbrugsprodukter. På baggrund af dette vil de nuværende stigende priser på korn resultere i, at Carlsbergs indtjening bliver reduceret⁴³.

På de vestlige markeder er bryggerierne dog gode til at afdække sig via aftaler, således at de ikke kommer til at stå og mangle korn og derfor er nødsaget til at indkøbe til dyre råvarepriser. På andre markeder har bryggerierne ikke tidligere dækket sig nær så godt ind som i Vesteuropa, og dette kan derfor resultere i højere produktionsomkostninger for bryggerierne i den kommende tid – med evt. følgende prisstigninger for at bryggerierne kan opretholde deres indtjening⁴⁴.

Som en konklusion af dette, har nogle af de store leverandører en vis magt i samarbejde med Carlsberg, men Carlsberg er meget bevidst om at træffe foranstaltninger for at minimere risikoen for denne.

Et bevis på at Carlsberg har en høj grad af magt over deres tusindvis af mindre leverandører er, at de som følge af den finansielle krise i 00'erne, strammede vilkårene til betaling for disse. Fra den 15. april 2009 blev små leverandører nødt til at vente en længere periode på betalinger fra Carlsberg⁴⁵. Carlsberg har taget denne foranstaltning for at forbedre likviditeten.

På nogle områder har leverandørerne en dominerende stilling på markedet, så kun nogle få alternative leverandører for Carlsberg. Men på andre områder er der tusindvis af alternative leverandører, hvilket giver Carlsberg en god position i forhandlingerne og forholdet til disse små leverandører.

Et fremtidigt problem kunne være mangel på råvarer i produktionen af øl. Verdens befolkning vokser hurtigt, og noget af høsten bliver brugt i produktionen af biobrændsel. Dette medfører en større efterspørgsel og dermed en eventuel stigning i priserne.

⁴³ <http://www.business.dk/foedevarer/kornpris-vil-presse-carlsbergs-indtjening>

⁴⁴ <http://www.business.dk/foedevarer/kornpris-vil-presse-carlsbergs-indtjening>

⁴⁵ Dagbladet Børsen, 2011

3.2.5. Rivalisering blandt de eksisterende leverandører

I bryggeribranchen er der få store virksomheder, som tilsammen står for en stor del af salget af øl på det globale marked. Markedsformen må derved betegnes som oligopol, hvilket er kendetegnet ved netop få store udbydere.

Generelt set må konkurrenceintensiteten i bryggeribranchen anses for at være forholdsvis hård med de store bryggerier, der findes. Der er dog umiddelbart stor forskel på, hvilke delmarkeder de forskellige store bryggerier særligt befinder sig på.

F.eks. er AB Inbev markedsleder på det amerikanske marked, mens Carlsberg, på trods af at de ”kun” er verdens fjerde største bryggeri, er markedsleder på det vigtige russiske marked samt flere forskellige markeder i Nordeuropa.

Dette betyder samtidig, at det bryggeri, der indtager en position som markedsleder på et givent marked, ofte vil klare sig utroligt godt og være en meget stærk spiller på dette marked, simpelthen fordi flere af de andre store bryggerier ofte ikke koncentrerer sig nævneværdigt om at overtage positionen som markedsleder og i stedet kigger mod andre markeder, hvor mulighederne for at vinde markedsandele ser ud til at være større.

Som tidligere nævnt er der forskelle på vækstmulighederne på de enkelte markeder. Disse forskelle opstår bl.a. af de ændrede forhold, som er omtalt under afsnittet om sociale og kulturelle forhold i PEST-modellen.

Konkurrencen på markedet er meget hård. Carlsberg er placeret blandt de absolutte største spillere, og i denne del af markedet, er kampen om markedsandelene meget hård.

I mange år har Carlsberg været meget aktiv i at købe mindre bryggerier og er løbende blevet større. Med overtagelsen af Scottish & Newcastle, som er på størrelse med Carlsberg, er virksomheden steget dramatisk, hvilket opgraderer dem til det 4. største bryggeri i verden. Deres konkurrenter har fulgt samme strategi, og på grund af dette har der været en høj grad af konsolidering, som kan føre til en lille liga af dominerende aktører på markedet.

3.2.6. Konklusion Porters Five Forces

Efter overstående analyse af Porters Five Forces på brancheniveau kan det konstateres, at der er forholdsvis hård konkurrence mellem de største bryggerier på det globale marked. Samtidig er det forholdsvis svært for

potentielle nye konkurrenter at etablere sig tilstrækkeligt på markedet til, at de kan opnå de samme stordriftsfordele som de store eksisterende udbydere.

Store udbydere som Carlsberg vurderes det, at de er i besiddelse af en stor forhandlingsmagt over for deres leverandører, fordi de store bryggerier aftager en stor mængde af leverandørernes produkter, f.eks. råvarer eller emballage.

I de senere år har der været en tendens til at bryggerierne har været udsat for konkurrence fra substituerende produkter, som eksempelvis vin. Dette har især været tilfældet på markeder i Nord- og Vesteuropa, hvor forbrugerne i højere grad substituerer øl med vin. På markederne i Østeuropa og Asien er der til gengæld sket en stigning i forbruget af øl.

I forhold til en vurdering af kundernes forhandlingsmagt over for bryggerierne har der i analysen været foretaget en sontring mellem ”on-trade”- og ”off-trade”-markedet, men samlet set er udviklingen i de senere år gået i retning mod, at kunderne har større forhandlingsmagt over for bryggerierne end tidligere, hvilket er sket bl.a. som følge af, at kunderne er gået sammen i større enheder, og derved kan presse bryggerierne på pris ved deres store indkøb.

4. SWOT-analyse

I dette afsnit vil de berørte emner hidtil i opgaven blive samlet, og der vil derved blive udført en analyse af Carlsbergs styrker og svagheder internt i virksomheden samt deres muligheder og trusler, som selskabet bliver påvirket af i omverdenen.

Nedenstående figur 12 viser en SWOT-analyse for Carlsberg og indplacerer de forskellige faktorer under forskellige kategorier.

SWOT-analyse af Carlsberg	
Stærke sider	Svage sider
• Stærk markedsposition på flere markeder • Synlighed i nærmiljøet • Godt omdømme/stærkt brand • Bred produktportefølje • Stor forhandlingsmagt overfor leverandører • Innovativ i forhold til produktudvikling • SAIL'22 • Fortsat øget optimering og effektivisering • Bedre salgskontrakter i de store markeder	• Mindst af de 4 store bryggerier • Stagnerende markeder • Er ikke synlige på det afrikanske og amerikanske marked • Stor gæld via opkøb af virksomheder • Kundernes store forhandlingsmagt
Muligheder	Trusler
• Generel økonomisk vækst i verden • Stigende befolkningstal i Asien • Ændrede forbrugsvaner • Styrket rubel i løbet af 2016	• Hård konkurrence globalt set • Øget forbrug af substituerende produkter • Ændringer i valutakurs, rente og afgifter • Skærpet lovgivning • Stigende råvarepriser • Usikkerhed om det russiske marked • Strammere told- og afgiftsregler

Figur 12: SWOT-analyse af Carlsberg, egen tilvirkning

Styrker

Carlsberg er et selskab med en sund finansiel situation. De er meget konsolideret i markedet og på grund af størrelsen af deres produktion, brug de en høj grad af stordriftsfordele.

Carlsbergs brede sortiment dækker det meste af spektre af ølmarkedet i form af forskellige prisklasser og typer af øl. Derfor, hvis en del af ølforbrug flytter til lav pris øl på grund af evt. krise, kan Carlsberg også

dække dette segment. Dette sammen med det faktum, at Carlsberg er repræsenteret i mange forskellige landes markeder med forskellige økonomiske perspektiver, minimerer risikoen.

Carlsberg har i mange år tildelt en masse af ressourcer til branding. Dette er sket via reklamer og sport sponsorater. På grund af en høj konsistens har det resulteret i at gøre især Carlsberg øl en meget kendt og godt mærke.

Carlsberg har igennem de senere år forbedre deres salgskontrakter i de store markeder, hvilke skal være med til at forbedre indtjeningen samtidig med Carlsbergs nye strategiplan SAIL'22 med fokus på øget optimering og effektivisering.

Svagheder

En af svaghederne som Carlsberg står overfor er at de ikke er tilstedet i hele verden. I Afrika og Amerika er Carlsberg kun tilstedet igennem salg via licenser, og derfor slet ikke synlige på disse markeder.

De vestlige og nordlige europæiske marked er meget vigtigt for Carlsberg. Disse markeder er meget modne og stagnerende. Der er også en høj grad af konkurrence, især fra Heineken. På grund af dette er vækst mulighederne ugunstig.

Som følge af købet af Scottish & Newcastle, har Carlsberg dramatisk øget sin gæld. I sig selv er dette ikke nødvendigvis en dårlig ting, men det skaber en risiko for virksomheden. Den væsentligste del af gælden er langsigtet, men en stor gæld er altid en risiko på grund af ændrede rente og behovet for refinansiering.

Muligheder

Carlsberg har gode positioner i de nye vækstmarkeder som Asien, og især de russiske og østeuropæiske marked. Den væsentligste årsag til Carlsbergs køb af S & N i 2008 var at få fuld kontrol over Østersøen Beverage Holdings, som er markedsledende i Østeuropa.

Der er general økonomisk vækst i verden med positive tendenser i vækstmarkeder som Asien, hvor urbanisering og vestliggørelsen af smag, der har ændret sig i retning mod øl. Det er specielt blandt den yngre generation. Denne tendens er drevet af stigende indkomster og stigende lydhørhed over for mærker og markedsføring.

Den styrkede rubel i løbet af 2016 er forhåbentlig et tegn på mere stabiliseret Russisk marked.

Trusler

En stor trussel er selvfølgelig den hårde konkurrence der er globalt set, hvor Carlsberg er den mindste af de 4 store bryggerier.

Carlsberg er også under pres fra substituerende produkter som f.eks. vin og cider. Hvilke kan være med til at presse omsætningen. Carlsberg har dog været innovative og formået, at udvikle nye produkter, som f.eks. cider, og har derigennem produkter kunderne kan skifte over til.

Politiske restriktioner kan have en negativ effekt på omsætningen. Det kan være begrænsninger såsom, at øge aldersgrænsen for køb af alkohol og forbud mod reklame. Initiativer som disse kan forventes at reducere forbruget af øl.

De nye markeder er ikke karakteriseret af samme politiske stabilitet som de traditionelle markeder, som Vest-og Nordeuropa. Der er en risiko for, at regeringerne i disse lande kan gøre uforudsigelige initiativer, som vil skade vækst mulighederne.

5. Regnskabsanalyse

5.1. Anvendt regnskabspraksis

Carlsbergs årsregnskab er siden 2005 blevet aflagt efter de internationale IFRS-standarder, hvilket er sket som følge af et lovmæssigt krav om, at alle børsnoterede virksomheder skulle aflægge deres regnskab efter IFRS fra d. 1. januar 2005⁴⁶.

I forbindelse med gennemgangen af virksomhedens regnskab i 2014 er det konstateret, at der er en forskel på de aflagte tal i årsregnskabet for 2014 og sammenligningstallene for 2014, som er oplistet i regnskabet for 2015. Årsagen til forskellene i regnskabstallene i de to forskellige regnskaber skal findes i, at Carlsberg i 2015 har implementeret nye IFRS-standarder og fortolkningsbidrag i forbindelse med regnskabsaflæggelsen.

Eftersom Carlsberg selv udtaler, at implementeringen ikke påvirker koncernregnskabet væsentligt⁴⁷, hvilket også kan konstateres ved at sammenligne tallene, så vurderes det ikke nødvendigt at foretage nogle korrektioner i forbindelse med dette, og derfor har jeg valgt at bruge sammenligningstallene for 2014 i årsrapporten for 2015 til regnskabsanalysen.

5.2. Reformulering

En reformulering af virksomhedens historiske regnskabstal udføres for at gøre de forskellige regnskabsår sammenlignelige og for at fjerne såkaldt ”støj” i de regnskabstal, som bruges i selve regnskabsanalysen. Jeg har valgt at lade reformuleringen omfatte Carlsbergs egenkapital, balance samt resultatopgørelse. For at kunne lave reformuleringen er det nødvendigt, at jeg gør mig nogle forskellige antagelser og forudsætninger, og derfor har jeg i de enkelte bilag til de forskellige reformulerede opgørelser redegjort for de forskellige antagelser og forudsætninger, som jeg har anvendt.

5.2.1. Egenkapitalen

Først og fremmest vil jeg reformulere egenkapitalen. Dette første step i reformuleringen foretages, da jeg skal finde frem til og fremover benytte begrebet; totalindkomst, i stedet for virksomhedens nettoresultat⁴⁸. Totalindkomst måler samtlige værdiændringer i en periode, hvorimod nettoresultatet i resultatopgørelsen ikke medtager poster, som er posteret direkte på virksomhedens egenkapital.

Totalindkomsten i den reformulerede egenkapitalopgørelse skal stemme overens med totalindkomsten i den reformulerede resultatopgørelse, jf. senere i dette afsnit. Den består udover årets resultat bl.a. også af forskellige reguleringer, som er ført direkte over egenkapitalen, hvilket eksempelvis kan være valutakursreguleringer.

⁴⁶ Erhvervsstyrelsens notat af 9. februar 2004 om tilpasning af årsregnskabsloven til IAS-forordningen

⁴⁷ Carlsbergs Årsrapport 2016

⁴⁸ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse”, s. 109

I Carlsbergs årsrapport er der foretaget en opdeling af egenkapitalen i transaktioner med ejerne og i totalindkomst. På denne måde har virksomheden opgjort de tal, som jeg skal bruge, og derfor kan jeg bruge denne opgørelse i min reformulering. Opgørelsen er placeret i bilag 1. I forbindelse med reformuleringen af egenkapitalen har jeg valgt at adskille minoritetsinteressernes andel af egenkapitalen. For minoritetsinteressernes andel af egenkapitalen i Carlsberg henvises derfor til reformuleringen af balancen i bilag 2.

5.2.2. Balancen

Efter reformuleringen af Carlsbergs egenkapital for de seneste år, vil jeg herefter gå videre med reformuleringen af virksomhedens balance. I denne forbindelse reformulerer jeg med henblik på at dele balancen op i driftsaktiver og finansielle aktiver samt driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser⁴⁹. På denne måde finder jeg ud af hvilke aktiver og forpligtelser, der bliver berørt i forbindelse med driften af virksomheden, og derudover får jeg et overblik over, hvordan virksomheden fremskaffer kapital og placerer eventuel overskydende likviditet. Jeg har således vurderet hver enkelt regnskabspost fra Carlsbergs officielle balance, og placeret dem, hvor jeg synes, det er hensigtsmæssigt ud fra forskellige oplysninger i årsrapporten. Den samlede reformulerede balance for de forskellige regnskabsår har jeg placeret i bilag 2.

5.2.3. Resultatopgørelsen

Efter reformuleringen af balancen for Carlsberg har jeg til slut foretaget en reformulering af resultatopgørelsen. Den samlede reformulering af resultatopgørelsen er opstillet i bilag 3.

Den reformulerede resultatopgørelse har jeg opdelt i primære og sekundære regnskabsposter i forbindelse med driften af virksomheden samt i regnskabsposter for den finansielle del af virksomheden.

Desuden har jeg lavet en skatteallokering til de forskellige grupper af regnskabsposter. Der er således udregnet skat for henholdsvis driftsoverskud fra salg, andet driftsoverskud og skatteeffekt af finansielle regnskabsposter, hvilket fremgår af bilag 3.

Efter ovenstående reformulering af Carlsbergs egenkapital, balance og resultatopgørelse kan jeg nu gå videre med anden del af dette afsnit om regnskabsanalyse af Carlsbergs historiske økonomiske resultater.

5.3. Rentabilitetsanalyse

Som tidligere omtalt vil den sidste del af dette afsnit indeholde en rentabilitetsanalyse. Denne vil tage udgangspunkt i beregninger af nøgletal, ud fra de udførte reformuleringer af historiske regnskabstal, samt

⁴⁹ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 123

indeholde en analyse af disse nøgletal. Beregningerne vil blive foretaget ud fra den såkaldte udvidede DuPont-pyramide⁵⁰, hvor jeg dog har fravalgt det nederste niveau, og denne skal være med til at belyse virksomhedens finansielle stilling ud fra de to komponenter; rentabilitet og finansiering. Den udvidede DuPont-pyramide er valgt, eftersom dens indhold formodes at afdække de relevante forhold for Carlsberg, og fordi denne model tydeliggør sammenhænge mellem delkomponenterne i rentabilitetsanalysen, da den er opdelt i forskellige niveauer.

Derved vil jeg med udgangspunkt i Carlsberg undersøge virksomhedens evne til at skabe afkast til ejerne i forhold til den risiko, som påtages i forbindelse med gældssætning. Det er vigtigt at notere sig, at udgangspunktet for hele opgaven er den eksterne analytikers perspektiv, og dette afsnit er således også udarbejdet med henblik på dennes interesser.

Til at starte med har jeg gjort mig en række overvejelser om, hvorledes rentabilitetsanalysen skal gribes an. På baggrund heraf har jeg valgt at benytte gennemsnitsværdier for tallene i Carlsbergs balance, hvilket jeg har foretrukket frem for ultimoværdier. Grunden til, at jeg har valgt at fokusere på gennemsnitsværdier i min analyse er, at der ved udregningen af nøgletallene både indgår værdier fra resultatopgørelsen og fra balancen, og udfordringen er herved, at resultatopgørelsen opgøres for en periode, fra d. 1. januar til d. 31. december, mens balancen opgøres på en specifik dag, d. 31. december.

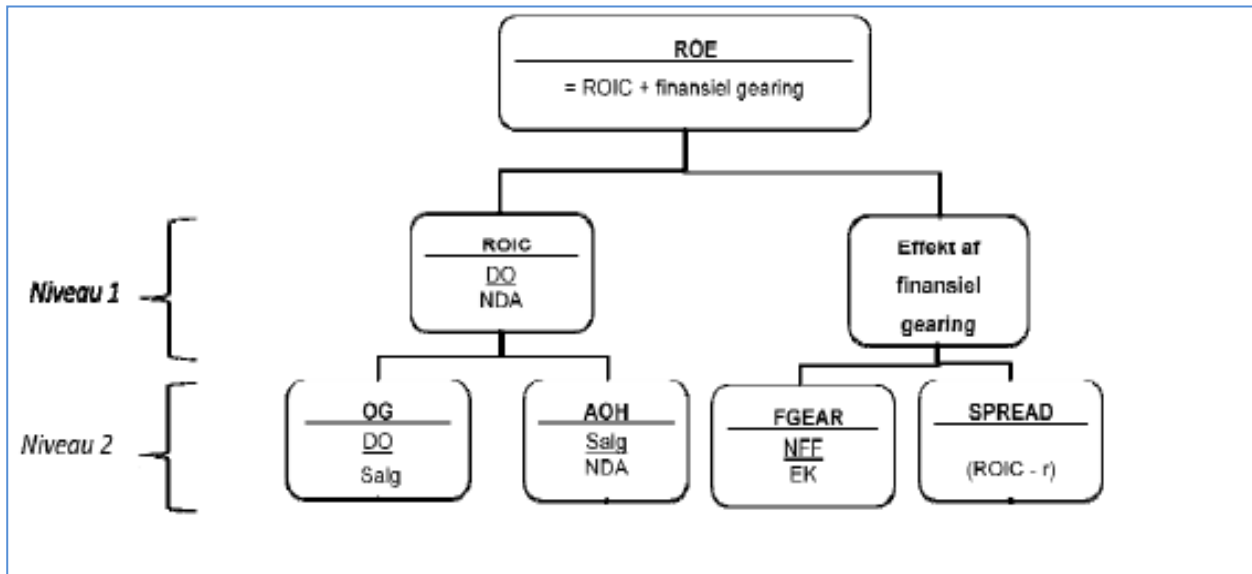
For at skabe konsistens i min rentabilitetsanalyse bør værdierne fra balancen ligeledes tælle for en periode, og ved at jeg benytter gennemsnitsværdier, fra primo til ultimo, tager jeg også højde for ændringer i løbet af regnskabsåret.

På denne baggrund fås fem regnskabsår til rentabilitetsanalysen, 2012-2016, eftersom regnskabsåret 2011 bliver anvendt til at opgøre primotallene for regnskabsåret 2012.

I bilag 5 kan ses en samlet oversigt over resultaterne for alle beregnede nøgletal for perioden for den historiske regnskabsanalyse, mens der vil blive gennemgået eksempler på beregningerne nedenfor.

Jeg vil starte med udregninger fra toppen af den udvidede DuPont-pyramide, som ses i figur 10, for derefter at bevæge mig nedad i niveauerne, først i en analyse af driftsaktiviteterne og dernæst i en analyse af finansieringsaktiviteterne.

⁵⁰ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 173



Figur 13: Kilde Regnskabsanalyse og værdiansættelse; Jens O. Elling & Ole Sørensen

Rentabilitetsanalysen tilrettelægges på baggrund af egenkapitalforrentningen, ROE, og dens underliggende nøgletal. Dette betyder, at jeg vil starte med udregningen af Carlsbergs ROE for analyseperioden i det følgende.

5.3.1. Egenkapitalforretning, ROE

Virksomhedens egenkapitalforrentning, ROE, giver et overblik over, om Carlsberg, med udgangspunkt i fortiden, er en rentabel virksomhed at investere i eller ej.

Til beregningen af virksomhedens ROE medgår totalindkomsten og egenkapitalen, og nøgletallet er således et udtryk for størrelsen af virksomhedens indkomst på baggrund af den investerede kapital. Nøgletallet viser således, hvad ejerne tjener på virksomheden. Selve udregningen foretages ved⁵¹:

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Egenkapital}}$$

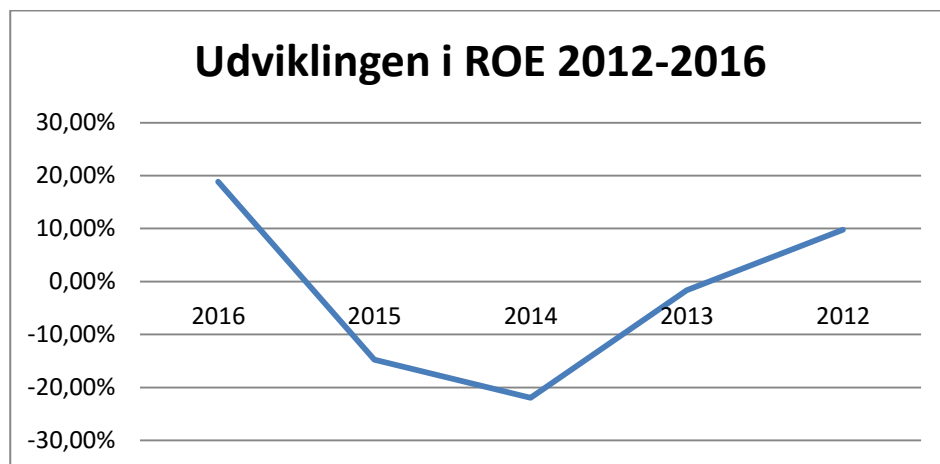
Virksomhedens ROE for regnskabsåret 2016 kan herefter beregnes til:

$$ROE = \frac{9.515}{\left(\frac{53.650 + 47.231}{2}\right)} = 18,86\%$$

Nøgletallet udtrykker eksempelvis i 2016, at for hver krone aktionærerne har investeret, tjener de 18,86 øre.

Der har været en noget svingende udvikling i Carlsbergs ROE gennem analyseperioden, hvilket kan ses af nedenstående figur 14.

⁵¹ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 173



Figur 14: Udviklingen i ROE 2012-2016, egen tilvirkning

Ud fra figuren kan det være svært at se et "normalt" niveau for Carlsbergs ROE. Det viser sig, at ROE har været faldende i perioden 2012 og 2014 på ca. 10 % til ca. -21 %, mens der har været positive tendenser i perioden 2014 - 2016 fra ca. -21 % til ca. 20 %, således at ROE har været under 0 % i 2014 og 2015.

Udviklingen giver et indtryk af en ustabil og svingende økonomisk rentabilitet, og derfor er det yderst vigtigt at undersøge de bagvedliggende faktorer og derved dekomponere selskabets ROE.

Den negative ROE i 2014 skyldtes primært valutakursreguleringer for udenlandske enheder, som er foretaget direkte på egenkapitalen, her er der foretaget en regulering på - 17.271 mio. kr., desuden er der foretaget nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltag.⁵²

I 2015 skyldtes den negative ROE primært nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltag, som medførte en nedskrivning af aktiver og restruktureringsomkostninger på 8,5 mia. kr., hvoraf mindre end 3 % var kontante omkostninger. Hovedparten af nedskrivningerne og restruktureringsomkostningerne blev indregnet i 2015. I Rusland udgjorde disse 4,4 mia. kr. og i Kina 3,3 mia. kr..⁵³

5.3.2. Afkast på driftsaktiver, ROIC

Det næste nøgletal er Carlsbergs ROIC, som er afkastet på virksomhedens driftsaktiver. Dette nøgletal angiver størrelsen på virksomhedens overskud i forhold til hvor mange ressourcer, i form af aktiver, der er investeret i for at skabe dette overskud.

Derved viser ROIC det gennemsnitlige afkast pr. investeret driftskrone. ROIC har på baggrund af dette en direkte indvirkning på niveauet af virksomhedens ROE, og udregningen sker ved⁵⁴:

⁵² Carlsbergs Årsrapport 2014

⁵³ Carlsbergs Årsrapport 2015

⁵⁴ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 173

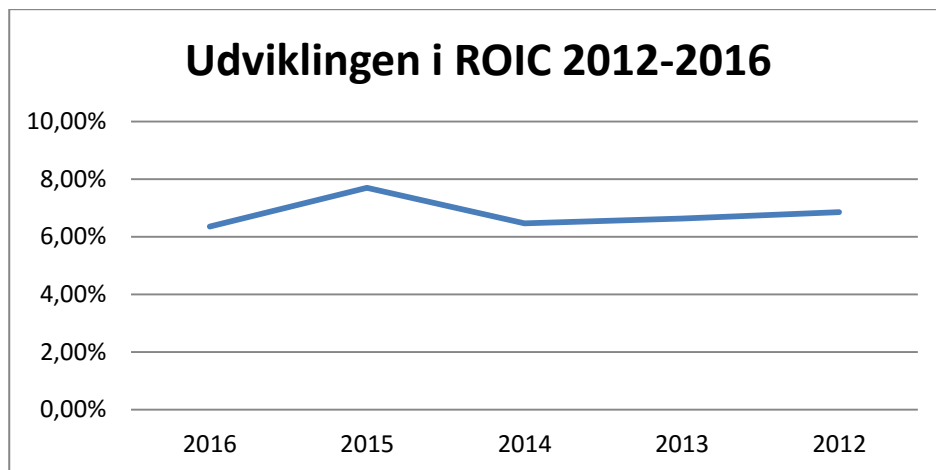
$$ROIC = \frac{DO}{NDA}$$

Herefter har jeg opstillet et eksempel på udregningen af ROIC for Carlsberg for regnskabsåret 2016, som kan beregnes til:

$$ROIC = \frac{5.100}{\left(\frac{80.352 + 80.128}{2}\right)} = 6,36\%$$

Af eksemplet for 2016 kan det konstateres, at selskabet har haft et afkast på 6,36 øre for hver krone, som er investeret i aktiver.

Udviklingen i Carlsbergs ROIC i den historiske periode kan ses af følgende figur.



Figur 15: Udviklingen i ROIC 2012-2016, egen tilvirkning

Som det kan ses af figuren, har Carlsbergs ROIC oplevet en stagnerende periode over de sidste par år med en gennemsnitsværdi for perioden på 6,8 %, hvilket er positivt i forhold til den meget svingende ROC. Dette kommer jeg nærmere ind på lidt senere i min rentabilitetsanalyse.

Selskabets aktiviteter er faldet betragteligt, efter Carlsberg i løbet af 2014 og 2015 har foretaget nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltag.

Eftersom beregningen af ROIC er foretaget via gennemsnitsværdier for netto driftsaktiver, hvilket jeg har begrundet i starten af afsnittet om rentabilitetsanalysen, er de faldende netto driftsaktiver ikke slået ordentligt igennem i beregningen for 2014, da denne udgør primo- og ultimotallet for netto driftsaktiver. Bl.a. derfor er der sket et lille fald i Carlsbergs ROIC fra 2013 og 2014, som altså må betragtes som et resultat af, at de faldende gennemsnitsværdier fra den foretagne nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltag, først har slået rigtigt igennem for regnskabsåret 2015.

Efter den foregående generelle gennemgang af udviklingen i Carlsbergs ROIC for regnskabsårene 2012-2016, vil det efterfølgende indeholde analyser for udviklingen mellem de forskellige år, hvor også faktorer fra den strategiske analyse vil blive inddraget.

ROIC er faldet fra 6,85 % til 6,63 % fra 2012 til 2013, hvilket er et fald på godt 3,2 %. Årsagen til dette fald skal findes i et dårligere driftsoverskud efter skat i forhold til året før på netop ca. 3 %. Derimod har gennemsnittet for netto driftsaktiver for primo og ultimo ligget på omtrent samme niveau.

I 2013 skete der et fald i nettoomsætningen på ca. 3 %, og da selskabets omkostninger faldt relativt mindre⁵⁵, resulterede det i et fald i driftsoverskuddet.

Fra 2013 til 2014 er der ligeledes sket et mindre fald i Carlsbergs ROIC, svarende til ca. 3 %. Grundlaget for faldet skal stadig findes i et forringet driftsoverskud. Årsagen til faldet skyldes stigninger i salgs- og distributionsomkostninger på 3 % og administrationsomkostninger på 5 % i 2014. Grunden til, at faldet i Carlsbergs ROIC ikke er større skyldes, som tidligere nævnt, at der er foretaget en nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltag, som påvirker udviklingen i virksomhedens netto driftsaktiver positivt.

I 2015 oplevede Carlsberg en stigende ROIC, som steg fra 6,47 % til 7,70 %, og dette er en stigning på knap 19 %. Stigningen er sket på baggrund af en mindre stigning i driftsoverskuddet efter skat på 3 % samt et markant fald i netto driftsaktiver på grund af den foretagne nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltaget i 2014 og 2015. På grund af gennemsnitsværdierne på netto driftsaktiverne afspejler de foretagne nedskrivninger i 2014 og 2015 først 100 procent i 2015.

I 2016 oplevede Carlsberg et faldende ROIC, som faldt fra 7,70 % til 6,36 % og dette er et fald på knap 17 %. Dette skyldes et markant fald i driftsoverskuddet på 24 %. Årsagen hertil er et markant fald i nettoomsætningen fra 65.354 mio.kr. til 62.614 mio.kr. svarende til et fald på 4 %.

5.3.3. Overskudsgrad, OG

Der er her tale om virksomhedens overskudsgrad efter skat, som forkortes til OG. OG er således et mål for, hvor stort et driftsoverskud, der opnås ved en kroners omsætning. I denne opgave har jeg valgt at beregne OG efter skat efter følgende formel, hvor driftsoverskuddet, DO, er efter skat⁵⁶:

⁵⁵ Carlsbergs Årsrapport 2013

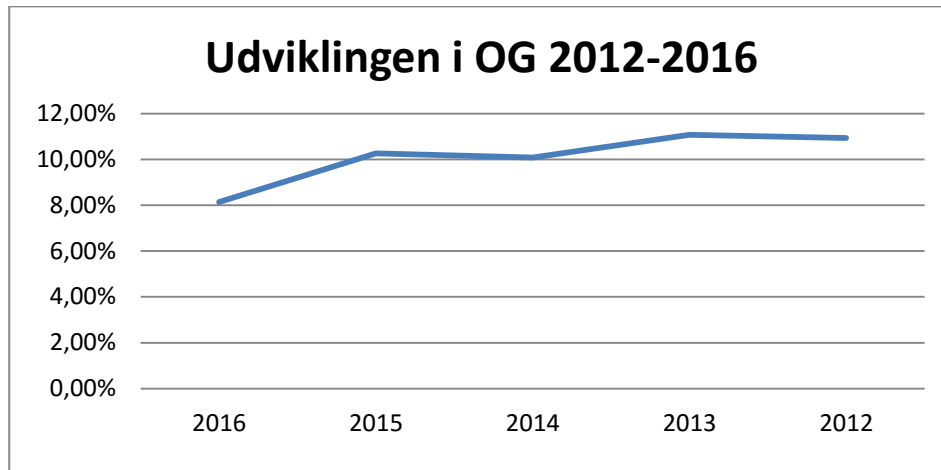
⁵⁶ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 173

$$OG = \frac{DO}{\text{Nettoomsætning}}$$

Jeg har desuden valgt at vise beregningen af OG for regnskabsåret 2016:

$$OG = \frac{5.100}{62.614} = 8,15\%$$

Udviklingen i Carlsbergs OG er opstillet i nedenstående figur.



Figur 16: Udviklingen i OG 2012-2016, egen tilvirkning

Via figuren kan det konstateres, at udviklingen i Carlsbergs OG har været faldende i alle årene i den historiske regnskabsperiode – dog har det været stagnerende eller mindre stigende fra 2012 til 2013 og 2014 til 2015 set i forhold til faldet i de øvrige regnskabsår.

Som omtalt i forbindelse med analysen af udviklingen i selskabets ROIC, må den forringede overskudsgrad i 2012-2014 skyldes mindre fald i nettoomsætningen samt stigning i driftsomkostningerne.

I Carlsbergs OG fra 2014 til 2015 steg overskudsgraden fra 10,08 % til 10,26 %. Den lille forbedring skyldes stigning i driftsoverskuddet på baggrund af stigning i nettoomsætningen fra 64.506 mio.kr. til 65.354 svarende til en stigning på 1 %.

Af figur 16 ses det som bekendt, at der i perioden 2015-2016 er sket et markant fald i overskudsgraden fra 10,26 % til 8,15 % svarende til et fald på 21 %. Faldet i overskudsgraden er sket som følge af et fald i driftsoverskuddet efter skat på 24 %. Det forringede driftsoverskud skyldes som tidligere nævnt et markant fald i nettoomsætningen.

5.3.4. Aktivers omsætningshastighed, AOH

Akkurat som tilfældet er med Carlsbergs OG, har aktiveres omsætningshastighed, forkortes AOH, som nævnt også direkte indflydelse på, hvilket niveau virksomhedens ROIC befinder sig på. AOH måler

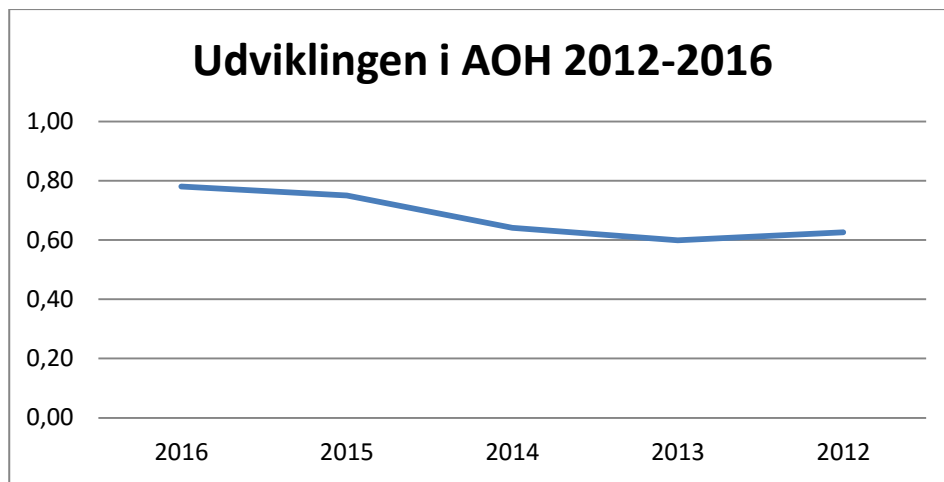
omsætning pr. krone, som virksomheden har investeret i kapital. Formlen for AOH har jeg opstillet herunder⁵⁷:

$$AOH = \frac{\text{Nettoomsætning}}{NDA}$$

Ydermere har jeg foretaget beregningen for 2016 således:

$$AOH = \frac{62.614}{\left(\frac{80.352 + 80.128}{2}\right)} = 0,78$$

Udviklingen i AOH for de øvrige regnskabsår kan ses i figuren nedenfor.



Figur 17: Udviklingen i AOH 2012-2016, egen tilvirkning

Figuren viser en mindre faldende AOH gennem den historiske regnskabsperiode fra 2012-2013, mens nøgletallet herefter har været relativt stærkt stigende.

I årene 2012-2013 har den gennemsnitlige NDA været meget tæt på konstant, og derfor skyldes ændringerne i AOH udviklingen i nettoomsætningen fra år til år.

Fra 2012 til 2013 er AOH faldet med ca. 4 %, hvilket således har direkte sammenhæng med et fald i nettoomsætningen, som det pågældende år var på 3 %.

I 2014 oplevede Carlsberg en stigning i AOH på ca. 7 %, og i 2014 og 2015 på henholdsvis 17 % og 4 %. Denne stigning skyldes formentlig en del af de samme faktorer, som tilfældet var ved udviklingen i Carlsbergs ROIC, jf. oven for.

Det vil derfor sige, at det ser ud til, at den foretagne nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltaget har resulteret i en positiv påvirkning af Carlsbergs AOH, og faldet på ca. 25 %, svarende

⁵⁷ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 173

til 26.693 mio. kr., i virksomhedens netto driftsaktiver fra 2013 til 2016 har, altså både i kroner og procentvis, været mindre end faldet i nettoomsætningen, som i samme periode, kun har været på 1.736 mio. kr. eller ca. 3 %.

5.3.5. Finansiell gearing, FGEAR

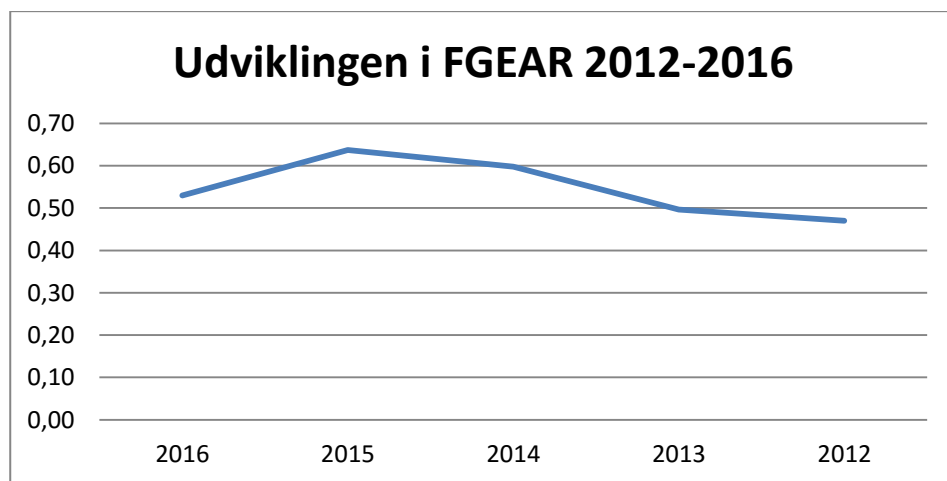
Virksomhedens finansielle gearing (herefter forkortet til FGEAR), viser forholdet mellem gælden og egenkapitalen i virksomheden. FGEAR kan udregnes som⁵⁸:

$$FGEAR = \frac{NFF}{Egenkapital}$$

For udregningen af FGEAR for 2016 som eksempel fås:

$$FGEAR = \frac{30.204}{\left(\frac{53.650 + 47.231}{2}\right)} = 0,53$$

For at give et overblik over udviklingen i alle de historiske regnskabsår i 2012-2016 er nedenstående figur 18 udarbejdet.



Figur 18: Udviklingen i FGEAR 2012-2016, egen tilvirkning

Ved at se på figuren kan det konstateres, at FGEAR har ligget på et nogenlunde konstant niveau fra 2012 til 2013 på mellem 0,47 og 0,50, hvorefter der er sket et markant stigning i 2014 som fortsætter i 2015.

⁵⁸ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 173

I 2012 og 2013 har både de netto finansielle forpligtelser og gennemsnittet for egenkapitalen primo og ultimo ligget nogenlunde konstant, og derfor har der ikke været de store udsving i FGEAR i den periode. I 2014 og 2015 faldt egenkapitalen, fra 71.499 mio.kr. i 2013 til 47.231 mio.kr. i 2015, svarende til et fald på ca. 34 %, hvilket igen bl.a. skyldes den foretagne nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltaget samtidig med, at de netto finansielle forpligtelser også var steget. Derudover skyldes faldet af egenkapitalen bl.a. valutakursforskelle og betaling af udbytte til aktionærerne⁵⁹.

Faldet i FGEAR i 2016 fra 0,64 til 0,53 skyldes stigning i egenkapitalen på grund af positivt driftsresultat samt fald i virksomhedens netto finansielle forpligtelser⁶⁰.

Det ekstra fald i virksomhedens netto finansielle forpligtelser kan tilskrives, at det har været et særligt fokusområde for Carlsberg at nedbringe selskabets gæld i løbet af 2016, hvilket således også er lykkedes på grund af den meget stærke frie pengestrøm fra driften i regnskabsåret⁶¹.

6.3.6. SPREAD

Virksomhedens SPREAD er det næste nøgletal ifølge den udvidede DuPont-pyramide. Formlen for nøgletallet har jeg placeret herunder⁶²:

$$SPREAD = ROIC - r$$

hvor parameteren r udregnes via følgende formel:

$$r = \frac{NFO}{NFF}$$

For regnskabsåret 2016 kan Carlsbergs SPREAD beregnes således:

$$SPREAD = 6,36 - 4,67 = 1,69 \%$$

Desuden følger udregningen af r -parameteren i 2016 herunder:

$$r = \frac{1.247}{26.702} = 4,67 \%$$

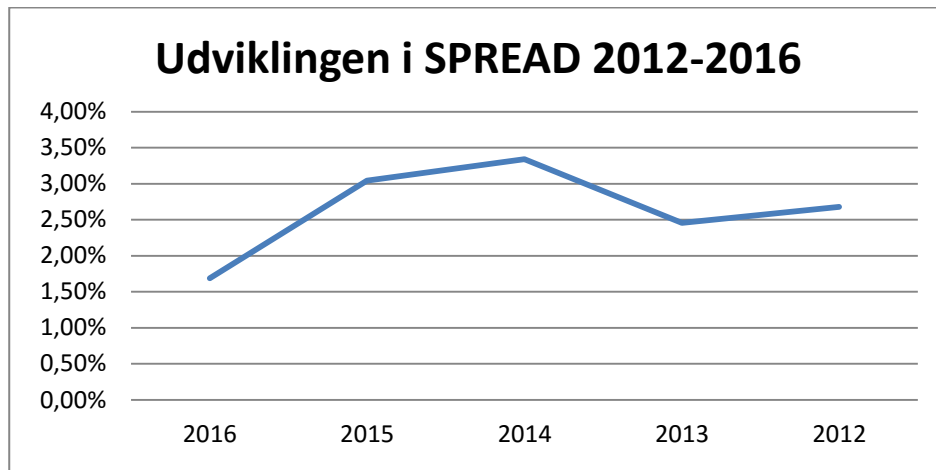
Som de øvrige nøgletal i dette afsnit er der udarbejdet en figur, som viser udviklingen i nøgletallet.

⁵⁹ Carlsbergs Årsrapport 2015, s. 43

⁶⁰ Carlsbergs Årsrapport 2016, s. 55

⁶¹ Carlsbergs Årsrapport 2016, s. 55

⁶² "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 173



Figur 19: Udviklingen i SPREAD 2012-2016, egen tilvirkning

Som det kan ses af figur 19, har der været en meget afvekslende udvikling på Carlsbergs SPREAD i den historiske regnskabsperiode, hvor nøgletallet i regnskabsårene var positivt på mellem 1,70 % og 3,3 %, og har derfor i hele perioden haft en positiv gearing.

Nøgletallet giver analytikeren viden om, hvorvidt det er profitabelt at finansiere virksomheden med yderligere gæld fra fremmede långivere. Gældsstrukturen påvirker virksomhedens afkast på egenkapitalen således, at i en virksomhed, hvor lånerenten er mindre end ROIC, er det hensigtsmæssigt at optage yderligere lån og derved forøge den finansielle gearing, da dette vil øge virksomhedens ROE og dermed styrke rentabiliteten⁶³. Det betyder derfor, at det har været profitabelt for Carlsberg at optage flere lån i 2012-2016 fordi selskabets SPREAD har været positivt. Eftersom såvel ROIC som r-parameteren generelt har haft en positiv udvikling i årene.

5.3.7. Delkonklusion på rentabilitetsanalyse

Gennem min rentabilitetsanalyse har jeg været inde på de faktorer, som er vurderet til at have den største betydning på udviklingen i Carlsbergs rentabilitet i de senere år.

Carlsbergs fokus på effektivisering og minimering af omkostninger har haft et positivt aftryk på virksomhedens rentabilitet. Selvom der har været faldende nettoomsætning har Carlsberg formået at holde omkostninger nede på samme niveau, og derved fastholdt et positivt afkast på driften.

Konsekvenserne af den foretagne nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltag i Rusland og Asien i årene 2014 og 2015 har påvirket analysen positivt, og har fuld effekt i 2015 i rentabilitetsanalysen.

⁶³ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 174

Det ser således ud til, at nedskrivningerne har resulteret positivt på Carlsbergs nøgletal, og at de nedskrevne aktiviteter har været mindre rentable end de eksisterende aktiviteter.

Til slut kan det konkluderes, at Carlsberg historisk set har haft en lav grad af finansiering ved fremmedkapital i forhold til egenkapital, samtidig er de netto finansielle forpligtelser nedbragt i 2016. Virksomheden har i hele perioden haft en positiv gearing, hvilke betyder at det forsat er rentabelt for virksomheden at optage lån til eksempelvis finansiering af opkøb. Det betyder, at det fremover vil være profitabelt for selskabet at opkøbe virksomheder gennem øget låneoptagelse.

Efter gennemgangen og rentabilitetsanalysen af de historiske nøgletal for Carlsberg, ændrer jeg herefter fokus i min opgave. Hvorefter fokus rettes mod de fremtidige indtjeningsmuligheder for virksomheden. For at finde frem til et estimat for f.eks. Carlsbergs nettoomsætning og driftsoverskud i fremtiden vil jeg i det følgende afsnit foretage en budgettering for virksomhedens aktiviteter i fremtiden.

6. Budgettering

Formålet med dette afsnit er at foretage en budgettering af Carlsbergs fremtidige regnskaber på baggrund af de historiske regnskabstal og de nøgletal, som jeg har udregnet i det foregående afsnit.

Budgetteringen skal hjælpe mig med at få et overblik over, hvilke indtægter og omkostninger virksomheden kan forvente at have i fremtiden. Da der ofte sker ændringer i Carlsberg-koncernen, ved eksempelvis opkøb af eksisterende bryggerier, har jeg valgt en forholdsvis kort budgetperiode. Jeg har derfor sat budgetperioden til 5 år. Den 5-årige budgetperiode efterfølges af terminalperioden, som er et udtryk for en uendelig periode med konstant vækst.

I budgetteringen har jeg valgt kun at medtage de faktorer, som har betydning, når jeg skal værdiansætte Carlsberg senere i Opgaven. Faktorerne skal danne grundlag for, at jeg kan udarbejde et proformaregnskab for 2017-2021.

Herunder vil jeg gennemgå de forskellige parametre, som jeg har estimeret for fremtiden i budgetteringen for Carlsberg.

6.1. Ledelsens forventninger

Jeg har valgt at have en kritisk tilgang til ledelsens forventninger til fremtiden i forbindelse med budgetteringsfasen. Dette valg er foretaget for at sikre opgavens kvalitet, og samtidig sikre både validiteten og reliabiliteten i denne. Det overordnede argument for dette valg er, at der bør være en kritisk tilgang til informationerne i virksomhedens egen årsrapport.

6.2. Budgetperiode

På baggrund af den strategiske og regnskabsmæssige analyse, bestemmes de forventede frie cash flows i budgetperioden. Der er som tidligere nævnt valgt en budgetperiode på 5 år, da det vurderes at salgsvæksten fra SAIL22 ikke ville kunne overstige markedsvæksten over en længere periode. Carlsberg vurderes at være i en relativ moden branche, med veletablerede produkter. Dermed antages de forventede fremtidige cash flows, relativt hurtigt at nærme sig steady stat (konstant vækst) og fortsætte i terminalperioden. Budgetperioden består af en række subjektive vurderinger af de fremtidige underliggende value drivers, dette vil øge usikkerheden af modellerne.

6.3. Terminalperiode

Det antages i terminalperioden at Carlsberg er going concern og vil fortsætte sine driftsaktiviteter i det uendelige.⁶⁴ Vækstraterne for salgsvæksten, OG og AOH antages at være konstante i denne periode.

⁶⁴ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 29

Terminalperioden har en stor effekt på det samlede værdiestimat, hvilke medfører en vis usikkerhed omkring brug af modellerne.

6.4. Budgettering

Budgetteringen udarbejdes med baggrund i konklusionen af den strategiske og regnskabsmæssige analyse. De fremtidige frie cash flows bestemmes, i forbindelse med budgetteringen af salgsvæksten.

6.5. Salgsvækst

I budgetteringen af Carlsbergs salgsvækst i fremtiden er det naturligt at dele virksomheden op på de tre hovedregioner. Dette gøres fordi, der er stor forskel på udviklingerne i omsætningen på de forskellige regioner, og derfor vil det være svært at foretage en realistisk budgettering ved at se på alle markederne under ét.

Nedenfor vil jeg gennemgå relevante faktorer, som spiller ind i forbindelse med budgetteringen af nettoomsætningen på Carlsbergs tre hovedregioner; Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien.

6.5.1. Nord- og Vesteuropa

Som jeg tidligere har omtalt, har der været en tendens til, at Carlsbergs omsætning fra salg af øl på nord- og vesteuropæiske markeder, har været stagnerende eller faldende i de senere år. Dette forventer jeg også i min budgetperiode.

Hovedårsagerne til denne forventning er de lovgivningsmæssige restriktioner i mange af landene, samt det forhold, at forbrugerne i højere grad end tidligere substituerer fra at købe øl til i stedet at købe vin.

Konkurrencen på markedet er meget hård, både fra store globale bryggerier, men også fra mindre bryggerier, som producerer specialøl.

Carlsbergs samlede omsætning i Nord- og Vesteuropa faldt i 2016 med ca. 1 %, ⁶⁵ det var en lidt dårligere tendens end det estimerede fald på ca. 0 % for 2015. Den økonomiske situation påvirkede i løbet af året de forskellige individuelle markeder meget forskelligt, og der kan således ikke drages en konklusion om et generelt fald eller årsagsforklaring.

Dette betyder også, at der må tages udgangspunkt i faldet på 1 % på det samlede ølmarked i Nord- og Vesteuropa i forbindelse med min budgettering for fremtiden, da det ikke vurderes muligt at lave et budget for hvert enkelt land i regionen.

⁶⁵ Carlsbergs Årsrapport 2016, s. 15

Følgevirkningerne af den økonomiske krise i slutningen af 00'erne er en lavere disponibel indkomst hos forbrugerne i en del af Nord- og Vesteuropa. Vi kan dog se en positiv tendens i den disponible indkomst, med en lille stigning igennem hele analyseperioden.

Jeg tror dog ikke, at forbrugerne i Nord- og Vesteuropa formindsker forbruget af vin, da der er flere forskellige prisniveauer. Samtidig er vin efterhånden også blevet billigere set i forhold til køb af øl.

Til gengæld mener jeg, at der er mulighed for at forbrugerne af specialøl substituerer til at købe flere almindelige øl. Men gevinsten for Carlsberg i denne sammenhæng forventes dog at være relativt beskeden. På grund af det meget stagnerende marked har Carlsberg i forbindelse med deres nye strategiplan SAIL'22, indført det de kalder "The Golden Triangle" der har til formål at optimere processerne og, samlet fokus på værdistyring og rentabilitet.

Der er samtidig mange positive tendenser på det Nord- og Vesteuropæiske marked. F.eks. er der på de nordiske markeder Norge, Danmark og Sverige en positiv vækst på 3 %, og markeder som Poland, Frankrig og Storbritannien har haft positive tendenser i form af vækst i marked og volumen⁶⁶.

Jeg har foretaget en beregning på de historiske gennemsnitlige vækstrater for Carlsbergs nettoomsætning i Nord- og Vesteuropa.

Jeg har valgt at foretage beregninger på de gennemsnitlige vækstrater for nettoomsætningen i Nord- og Vesteuropa på baggrund af de historiske regnskabsår 2012-2016.

På baggrund af ovenstående forhold, samt den historiske udvikling i salgsvæksten, hvor gennemsnittet for salgsvæksten har været 0,42 %⁶⁷, sættes den fremtidige vækst i nettoomsætningen i den nord- og vesteuropæiske region til følgende:

Nord- & Vesteuropa	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Omsætning	38.811	37.597	37.597	37.597	37.597	37.597	37.597	38.349	39.116
Andel af omsætning	59%	60%	59%	58%	57%	55%	54%	54%	54%
Omsætningsvækst	3%	-3%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%

Tabel 2: Budgettering af omsætningsvækst Nord- og Vesteuropa (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

⁶⁶ Carlsbergs Årsrapport 2016, s. 14

⁶⁷ Se baggrund for beregningen i bilag 7

Der er umiddelbart ikke særlig mange positive tendenser for salgsvækst på det Nord- og Vesteuropæiske marked. Som beskrevet i den strategiske analyse er det svært at øge sin markedsandel igennem organisk vækst, og det skal derfor ske igennem f.eks. opkøb. Dette er dog også en mulighed, når vi ser på den finansielle gearing i vores rentabilitetsanalyse.

6.5.2. Østeuropa

På de østeuropæiske markeder har de historiske vækstrater i Carlsbergs nettoomsætning været noget anderledes end i Nord- og Vesteuropa.

Historisk set har Carlsberg nemlig opnået et stort fald i salgsvækst i Østeuropa, og eftersom det russiske marked, som tidligere omtalt, er et utroligt vigtigt marked i Østeuropa for Carlsberg, så er salget i Rusland således faldet markant i den historiske periode.

Når jeg ser nærmere på de historiske vækstrater i Østeuropa, så har disse haft et fald i regnskabsåret 2014 til 2016, hvilke har ført til en mindre nedgang i nettoomsætningen for regionen⁶⁸. Det betyder, at min forventning til væksten i Østeuropa bliver lidt mere afdæmpet.

Et forhold der også spiller ind på denne forventning er, at der er blevet indført markante afgiftsstigninger i flere lande i Østeuropa, hvilket er et negativt forhold for Carlsberg. Samtidig har den lave oliepris og svage rubel været medvirkende til det mindre fald i regionen. Vi ser dog positive tendenser i 2016 med stigende oliepris samt en stærkere rubel. Dette har været omtalt under den strategiske analyse.

Endvidere har østeuropæernes tendens til at konsumere flere øl end tidligere stor indflydelse på mine forventninger til udviklingen i Carlsbergs nettoomsætning i Østeuropa. Disse faktorer trækker således i en positiv retning.

Som i tilfældet med Nord- og Vesteuropa har jeg beregnet den gennemsnitlige vækstrate i nettoomsætningen for Østeuropa på baggrund af de historiske årsregnskaber for 2012-2016. Jeg har beregnet den gennemsnitlige vækst i nettoomsætningen i den historiske periode til knap -12 %⁶⁹.

På baggrund af den gennemsnitlige vækst i den historiske periode, nedgangen i væksten i 2014 til 2016 samt tendensen til stigende afgifter i østeuropæiske lande, forbedret økonomisk vækst og stigende ølforbrug, har jeg valgt at budgettere som følgende:

⁶⁸ Carlsbergs Årsrapport 2016, s. 18

⁶⁹ Se baggrund for beregningen i bilag 7

Østeuropa	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Omsætning	10.890	10.205	10.409	10.617	10.830	10.992	11.157	11.380	11.608
Andel af omsætning	17%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Omsætningsvækst	-23%	-6%	2,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%

Tabel 3: Budgettering af omsætningsvækst Østeuropa (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

Det kan således konstateres, at jeg har mere positive forventninger til salgsvæksten i Østeuropa i fremtiden set i forhold til de historiske regnskaber. Dette skal ses i lyset af, at der er flere positive tendenser i form at stigende oliepris, disponibel indkomst samt en stærkere russisk rubel. Derfor mener jeg, at der fortsat må være vækst at hente for Carlsberg i Østeuropa.

6.5.3. Asien

Til sidst vil jeg budgettere væksten i nettoomsætningen for Asien. Det asiatiske marked er fortsat relativt nyt for Carlsberg, selskabet har allerede oplevet flotte vækstrater i salget i regionen, men på trods af dette udgør Asien en forholdsvis lille andel af den samlede omsætning i Carlsberg⁷⁰. Der er store positive forventninger til indtjeningen i regionen i de kommende år, set fra en ekstern analytikers perspektiv.

En af årsagerne til dette er, at jeg har beregnet flotte vækstrater for den historiske periode 2012-2016. Den gennemsnitlige historiske salgsvækst for Carlsberg i Asien ligger således på ca. 17 %⁷¹, hvilket er en markant forskel i forhold til væksten på de øvrige markeder. Dette betyder at markedets modning er lav, og der er således store muligheder for fortsat vækst i omsætningen.

På grund af ovenstående har jeg valgt at budgettere salgsvæksten som følgende:

Asien	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Omsætning	15.339	14.666	15.714	16.930	18.020	19.186	20.377	20.784	21.200
Andel af omsætning	23%	23%	25%	26%	27%	28%	29%	29%	29%
Omsætningsvækst	23%	-4%	7%	8%	6%	6%	6%	2%	2%

Tabel 4: Budgettering af omsætningsvækst Asien (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

Årsagen til de fastsatte procenttal for væksten i nettoomsætningen i Asien er, at det vurderes, at salget i Asien er kraftigt stigende også i de kommende år. Men som funktion af en højere nettoomsætning fra år til år, er det umuligt at opretholde en stigning på samme procentmæssige niveau. Den generelle vækst på det asiatiske marked kombineret med eksempelvis stigende ølforbrug og vækst i BNP i de pågældende lande,

⁷⁰ Carlsbergs Årsrapport 2016, s. 21

⁷¹ Se baggrund for beregningen i bilag 7

resulterer i mine forventninger til det fremtidige budget for regionen, som er omtalt tidligere i den strategiske analyse.

6.5.4. Omsætning andre

Den sidste post under omsætningen er omsætning andre. Denne post er i budgetteringen uvæsentlig, men jeg har beregnet følgende salgsvækst:

Andre	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Omsætning	314	146	146	146	146	146	146	146	146
Andel af omsætning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Omsætningsvækst	105%	-54%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%

Tabel 5: Budgettering af omsætningsvækst andre (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

6.5.5. Samlet salgsvækst

På baggrund af de ovenstående afsnit om budgetteringen af salgsvæksten fordelt på Carlsbergs tre regioner, vil jeg se på nettoomsætningen for hele Carlsberg.

Af bilag 6 fremgår det samlede budget over salgsvæksten og nettoomsætningen for Carlsberg som helhed.

Som for de tre regioner, har jeg udregnet den gennemsnitlige salgsvækst for perioden 2012-2016. Dette giver en gennemsnitlig vækst på ca. 0 %⁷². Sammenholdes denne gennemsnitlige salgsvækst historisk set, kan det konstateres, at den er tæt på de budgetterede vækstrater, dog en smule mindre.

Tendensen til væksten i salget i Nord- og Vesteuropa er faldende i fremtiden. Forventningerne til vækstrater i omsætningen for Østeuropa og Asien er mere positive. Samlet set kalkuleres der med, at Carlsberg opretholder et nogenlunde stabilt niveau, og at den samlede nettoomsætning stiger forholdsvis i de budgetterede 5 år.

Det skal bemærkes, at Østeuropa og Asien i fremtiden forventes at overtage en del af Nord- og Vesteuropas andel af den samlede nettoomsætning, således at Nord- og Vesteuropas andel af den samlede omsætning forventes at falde. Dette har en positiv effekt på Carlsbergs økonomi, eftersom selskabet på denne måde bliver mindre afhængig af hovedregionen; Nord- og Vesteuropa, hvor muligheden for vækst er mere begrænset i forhold til de øvrige regioner.

Den samlet budgetterede salgsvækst bliver derfor sat til 2 % i terminalperioden.

⁷² Se baggrund for beregningen i bilag 7

6.6. Driftsomkostninger

Driftsomkostningerne knytter sig direkte til nettoomsætningen og består af produktionsomkostninger, salgs- og distributionsomkostninger og administrationsomkostninger. Dette betyder, at der kan antages, at driftsomkostningerne vil følge nettoomsætningen i takt med den stiger eller falder. De samlede gennemsnitlige driftsomkostninger for perioden er 80, 2 % af nettoomsætningen. På grund af ovenstående har jeg valgt at budgettere driftsomkostningerne som følgende:

	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Driftsomkostninger	52.003	50.665	52.051	52.115	53.157	54.220	55.305	56.411	57.539
Andel af omsætning	79,6%	80,9%	81,5%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Tabel 6: Budgettering driftsomkostninger (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

6.7. Afskrivninger

Carlsberg er nødsaget til hele tiden at lave nye anlægsinvesteringer for at holde driften kørende, dette betyder samtidig at afskrivningerne ikke vil falde igennem budgetperioden. De historiske tal for analyseperioden udviser gennemsnitlige afskrivninger på 5,6 % af nettoomsætningen. På grund af ovenstående har jeg valgt at budgettere afskrivningerne som følgende:

	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Afskrivninger	5.493	4.226	4.856	5.094	5.622	6.603	6.737	7.775	8.853
Andel af omsætning	4,5%	3,4%	3,9%	4,0%	4,3%	5,6%	5,6%	6,1%	6,8%

Tabel 7: Budgettering Afskrivninger (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

6.8. Budgettering af aktiveres omsætningshastighed

For at kunne komme med et validt estimat på de fremadrettede nettodriftsaktiver, skal aktiveres omsætningshastighed, AOH, estimeres for budgetperioden. I rentabilitetsanalysen blev Carlsbergs AOH, i perioden 2012-2016, beregnet til at have haft et gennemsnit på 0,68. Dette vurderes at være et validt estimat, da AOH har svinget imellem 0,60 og 0,78 i den førnævnte periode. I nedenstående tabel ses de estimerede nettodriftsaktiver for budgetperioden samt aktiveres omsætningshastighed.

	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
AOH (ultimo tal)	0,75	0,78	0,80	0,80	0,80	0,95	0,95	0,90	0,90
NDA	80.128	80.352	79.832	81.431	83.059	71.343	72.769	78.348	79.915

Tabel 8: Budgettering AOH & NDA (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

I rentabilitetsanalysen blev det konstateret, at Carlsberg har haft en lille stigning i netto driftsaktivernes omsætningshastighed, AOH, i analyse perioden, og at AOH i 2016 lå på 0,78. På baggrund af dette vurderes det mest hensigtsmæssigt at tage udgangspunkt i gennemsnitsværdien for AOH i budgetteringen. Det forventes ikke, at den lille stigning i den samlede nettoomsætning for Carlsberg, som er estimeret ovenfor, vil resultere i en betydelig stigning i AOH. På denne baggrund er det for overskuelighedens skyld besluttet at sætte AOH til niveauet på 0,68, som er gennemsnitsværdien for analyseperioden, samt at holde denne konstant gennem budget- og terminalperioden.

6.9. Budgettering af overskud fra salg

Gennem de senere år har Carlsberg oplevet en forholdsvis stabil overskudsgrad fra salg, med en gennemsnitsværdi på 10 % for analyseperioden, hvilket har været omtalt i regnskabsanalysen. Særligt i Nord- og Vesteuropa har det vist sig utroligt vigtigt for Carlsberg at skabe en forbedret overskudsgrad pga. det stagnerende marked, for at opretholde indtjeningsniveauet.

Carlsberg har derfor haft fokus på at optimere deres processer og derved spare på omkostningerne, og dette er altså også strategien for fremtiden.

Historisk set har det vist sig, at der har været en del forskel på overskudsgraderne på de enkelte markeder. Jeg har valgt at budgettere med en samlet overskudsgrad, som det samlede driftsoverskud kan beregnes ud fra. Derfor er der budgetteret med følgende overskudsgrad:

	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Overskudsgrad	10,26%	8,15%	8,50%	9,50%	9,00%	8,00%	8,00%	7,00%	6,00%
Driftsoverskud	6.704	5.100	5.429	6.189	5.980	5.422	5.530	4.936	4.315

Tabel 9: Budgettering OG & DO (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

Overskudsgraden i terminalperioden er fastsat til 6 %, da Carlsberg på et tidspunkt vil nå et punkt, hvor det ikke er muligt at iværksætte flere effektiviseringer og skære på omkostningsniveauet uden samtidig at lave forringelser i kvaliteten.

6.10. Budgettering af øvrige faktorer

For at kunne foretage værdiansættelsen af Carlsberg, er der nogle øvrige faktorer, som der er nødvendige at medtage i afsnittet om budgettering, da disse skal anvendes ved værdiansættelsen.

Skatteprocent

Det er valgt at anvende en effektiv skatteprocent på 22 % i budgettet, og derfor tage udgangspunkt i den danske skattesats, da der ifølge afsnittet om afgrænsning, vil blive anvendt danske skatteforhold.

Minoritetsinteresser

Det er nødvendigt at budgettere minoritetsinteressernes andel af Carlsbergs balancesum, eftersom denne andel ikke tilfalder Carlsbergs aktionærer. I den reformulerede balance i bilag 3 ses det, at minoriteternes andel af virksomhedens værdi har været svingende.

Jeg har beregnet minoritetsinteressernes gennemsnitlige andel af netto driftsaktiver for årene 2012-2016, hvilket ligger på 3,21 %, og denne procentdel af NDA har jeg forudsat er konstant i budgetperioden.

6.11. Realiseret nøgletal for første halvår 2017

Nedenstående tabel viser de realiseret tal fra Carlsbergs halvårsregnskab 2017, sammenholdt med de budgetterede tal i opgaven:

Nøgletal fra Carlsbergs halvårsregnskab 2017			
	Realiseret	Budget H1	Forskel
Nettoomsætning	31.765	31.933	-168
EBITDA	6.633	5.908	726
EBITDA magin	21%	18%	2%
EBIT	4.125	3.480	645
EBIT magin	13%	11%	2%

Tabel 10: Nøgletal fra Carlsbergs halvårsregnskab 2017 (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

Som det kan ses af tabel 10, er nettoomsætningen cirka på niveau med det budgetteret, mens både EBITDA og EBIT er 2 % bedre end budgetteret.

6.12. Delkonklusion budgettering

Der fremkommer følgende nøgletal for Carlsberg henover budgetperioden, som opstillet i nedenstående tabel:

	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Nettoomsætning	65.354	62.614	63.866	65.144	66.447	67.775	69.131	70.513	71.924
EBITDA	13.351	11.949	11.815	13.029	13.289	13.555	13.826	14.103	14.385
EBITDA Magin	20,4%	19,1%	18,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT	7.858	7.723	6.960	7.935	7.667	6.952	7.090	6.328	5.532
EBIT Magin	12%	12%	11%	12%	12%	10%	10%	9%	8%
NOPAT	7.858	7.723	6.960	7.935	7.667	6.952	7.090	6.328	5.532
NDA	80.128	80.352	79.833	81.430	83.058	71.343	72.769	78.348	79.915
NFF	32.897	26.702	27.941	28.500	29.070	24.970	25.469	27.422	27.970
Driftsoverskud	6.704	5.100	5.169	5.700	5.814	4.994	5.094	5.484	5.594
Overskudsgrad	10,26%	8,15%	8,50%	9,50%	9,00%	8,00%	8,00%	7,00%	6,00%
AOH	0,75	0,78	0,80	0,80	0,80	0,95	0,95	0,90	0,90

Tabel 11: Nøgletal fra Budgetteringen (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

Ovenstående nøgletal skal bruges i næste afsnit i forbindelse med værdiansættelsen af Carlsberg.

Som tidligere nævnt er budgetteringen behæftet med en vis usikkerhed, og dette er klart den største usikkerhedsfaktor i forhold til værdiansættelsen af Carlsberg. Der kan ske markante afvigelser i nøgletallene ved blot mindre ændringer i budgetforudsætninger. På grund af at budgetforudsætningerne tager udgangspunkt i historiske tal er der ingen garanti for at de er korrekte, da den historiske udvikling ikke har noget at sige om den fremtidige udvikling.

7. Værdiansættelse

I dette afsnit vil jeg foretage en værdiansættelse af Carlsberg. Som tidligere nævnt i denne opgave, under afsnittet om metode, vil jeg tage udgangspunkt i to kapitalværdibaserede modeller, DCF- og RIDO-modellen til beregning af virksomhedsværdien i Carlsberg.

Med baggrund i de indikationer, som er afdækket i regnskabsanalysen samt den strategiske analyse, udarbejdes en budgetperiode på 5 år. For hvert år i budgetperioden vil der estimeres et forecast for nettoomsætningen, driftsoverskuddet mv. Forecastet vil blive udarbejdet i henhold til teorien i Jens O. Elling & Ole Sørensen⁷³ samt Tom Copeland, Tim Koller & Jack Murrin⁷⁴. Ved budgetperiodens udløb forudsættes det, at alle poster i værdiansættelsesmodellerne vil følge en konstant vækst.

Der vil også blive udarbejdet en følsomhedsanalyse for at vurdere, hvor følsomt det beregnede værdiestimat fra de kapitalværdibaserede modeller er, overfor eventuelle ændringer i de underliggende value drivers.

Herudover vil der blive udarbejdet en markedsbaseret model, i form af en multupal analyse, for at sammenholde det beregnede værdiestimat fra de kapitalbaserede modeller, til den relative prisfastsættelse bestemt af minoritetsaktionærerne i markedet.

7.1. DCF- og RIDO-model

Som nævnt tidligere er DCF- og RIDO-modellerne kapitalværdibaserede modeller, der baserer sig på de fremtidige pengestrømme, som tilbagediskonteres til en nutidsværdi, og som afspejler risikoen på pengestrømmene.

Som tidligere beskrevet under afsnittet omkring budgettering, deles budgettet op i to perioder i form af en budgetperiode og en terminalperiode, da det i praksis ikke kan lade sig gøre at budgettere over en længere periode.

DCF-modellen tilskriver markedsværdien af Carlsbergs egenkapital, som summen af de tilbagediskonterede fremtidige cash flows i budgetperioden og terminalperioden med en diskonteringsrente, der afspejler den underliggende risiko, fratrukket de netto finansielle forpligtelser:

⁷³ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 281

⁷⁴ "Valuation", s. 181

$$V_0^E = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + r_{wacc})^t}}_{\text{Budgetperiode}} + \underbrace{\frac{FCFF_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T}}_{\text{Terminalperiode}} - V^{NFF}$$

RIDO-modellen tager udgangspunkt i den bogførte værdi af NDA og tilbagediskonterer residualindkomsten på samme måde som DCF-modellen og fratrækker også de netto finansielle forpligtelser fra EK værdien.⁷⁵

$$V_0^E = NDA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 - r_{wacc})^t}}_{\text{Budgetperiode}} + \underbrace{\frac{RIDO_{T+1}}{(r_{wacc} - g) \cdot (1 + r_{wacc})^T}}_{\text{Terminalperiode}} - V^{NFF}$$

Inden jeg kan gå i gang med udregningen af egenkapitalværdien i Carlsberg, skal jeg først estimere wacc, som er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Denne estimering vil følge i det næste afsnit, hvor jeg vil starte med at redegøre for forudsætninger for, at man kan bruge wacc i udregningen.

7.2. Fremtidig frit cash flow

Da DO og NDA er bestemt i budgetteringen, kan det fremtidige frie cash flow (FCF) bestemmes ved blot at fratrække væksten i NDA fra DO. Residualoverskuddet (RIDO) beregnes ved $DO_t - (r_{wacc} \times NDA_{t-1})$. Se nedenstående tabel:

Carlsberg	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
FCF	4.876	5.948	4.422	4.365	17.179	4.115	-641	2.757
RIDO	2.119	2.440	3.233	2.957	2.337	2.882	2.233	1.404

Tabel 12: Budgettering af FCF (tal i mio.kr.), egen tilvirkning

7.2. Forudsætninger for brug af wacc

Wacc indgår i udregningen af virksomhedens værdi ved hjælp af RIDO-modellen. Der skal derfor fortages en række overvejelser, om det overhovedet vil være hensigtsmæssigt at bruge wacc til udregning af Carlsbergs egenkapitalværdi.

Forudsætninger for brug af wacc er, at hvis virksomheden f.eks. skal foretage en ny investering, skal denne investering være inden for samme forretningsområde. Derudover skal den besidde den samme systematiske risiko som virksomhedens øvrige og allerede etablerede aktiviteter.

⁷⁵ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 35

Der kan således vælges en samlet systematisk risiko for den allerede etablerede forretning i Carlsberg. Og vi antager endvidere, at hele Carlsbergs forretning foregår i bryggeribranchen og har samme risiko. Vi kan således bruge wacc til at beregne værdien af Carlsberg-aktien.

Jeg skal bruge wacc til at værdiansætte Carlsberg ud fra budgetteringsdelen i denne opgave, og jeg bør derfor også overveje, om virksomheden fremover vil benytte sig af opkøb af allerede etablerede virksomheder for at skabe hurtig vækst.

Ses dette i forhold til de ovenfor nævnte forudsætninger for brug af wacc, må jeg antage, at eventuelle opkøbte virksomheder af Carlsberg ligger inden for det samme forretningsområde, altså agerer i bryggeribranchen. Opkøb i fremtiden vil ligeledes besidde den samme systematiske risiko, som de aktiviteter Carlsberg allerede råder over.

På denne måde forventes forudsætningerne for brug af wacc at være opfyldt, hvilket medfører, at jeg kan bruge wacc til tilbagediskontering i beregningen af værdien af Carlsberg.

7.4. Fastsættelse af wacc

Efter jeg i foregående afsnit har gennemgået forudsætningerne for, at jeg kan bruge wacc i min beregning i værdiansættelses-modellen, vil jeg i dette afsnit fastsætte den wacc, som jeg skal bruge til værdiansættelsen af Carlsberg.

Først og fremmest vil jeg vise formelen for wacc⁷⁶:

$$wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} - k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} - k_g$$

Hvor:

- V_0^E er markedsværdien af egenkapitalen,
- V_0^{NFF} er markedsværdien af netto finansielle forpligtelser,
- V_0^{NDA} er markedsværdien af virksomheden,
- k_e er ejernes afkastkrav og
- k_g er finansielle forpligtelsers afkastkrav.

Kapitalstruktur

Da jeg ikke kender markedsværdierne af de ovennævnte faktorer fra selskabets balance, vælger jeg at tage udgangspunkt i de bogførte værdier af egenkapitalen, netto finansielle forpligtelser og netto driftsaktiver, som de er oplistet i min reformulerede balance for regnskabsårene 2015 og 2016. Disse værdier i selskabets

⁷⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 54

balance bruges til at vægte i forhold til, hvorledes virksomheden er finansieret, og disse vægte kaldes virksomhedens kapitalstruktur⁷⁷.

Derefter har jeg beregnet gennemsnittet for kapitalstrukturen for de to regnskabsår for egenkapitalen og finansielle forpligtelser og fundet frem til, at disse udgør henholdsvis 63 % for egenkapitalen og 57 % for de netto finansielle forpligtelser af virksomhedens samlede balancesum.

Jeg forudsætter, at kapitalstrukturen i Carlsberg holdes konstant i fremtiden, hvilket medfører, at jeg kan bruge den samme wacc for hele budgetperioden.

Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav (k_g) estimeres ved hjælp af Capital Asset Pricing Model (CAPM), som kan udledes ud fra følgende formel⁷⁸:

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

Hvor:

- r_f er risikofrie rente,
- β er den systematiske risiko og
- $E(r_m) - r_f$ er markedets risikopræmie

Risikofri rente

Som den risikofrie rente er valgt en 10-årig dansk statsobligation, hvilket sker på baggrund af en teoretisk anbefaling⁷⁹, eftersom en statsobligation opfattes som en sikker investering, da det er meget usandsynligt, at den danske stat går konkurs. Den effektive rente på statsobligationen er på 0,32%⁸⁰, se tabel 2, og denne rente vil således blive anvendt som den risikofrie rente.

	2017M01	2017M02	2017M03	2017M04	2017M05	2017M06	2017M07	Gns.
10 årig statsobligation	0,48	0,18	0,29	0,3	0,25	0,35	0,36	0,32

Tabel 13: kilde Danmarks Statistik, egen tilvirkning

β -værdien

β -værdien betegner den systematiske risiko, der er på det forventede afkast på en portefølje, og værdien udgør den totale risiko ved en investering. β bliver også kaldt for markedsrisikoen og tilsigter de uventede

⁷⁷ "Corporate Finance Fundamentals", s. 476

⁷⁸ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 51

⁷⁹ "Valuation", s. 215-216

⁸⁰ Danmarks Statistik

begivenheder, der påvirker alle aktiver på markedet⁸¹. Det kan eksempelvis være risikoen for makroøkonomiske ændringer eller uforudsete naturkatastrofer.

Tabellen nedenfor giver en fortolkning af Beta.

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Tabel 14: Kilde Regnskabsanalyse og værdiansættelse, Jens O. Elling

I tabellen nedenfor ses beta på de fire største bryggerier i verden. Det kan ses, at Anheuser-Busch Inbev er det eneste bryggeri med beta over 1.

Beta for verdens fire største bryggerier d. 31/10 2017

	Beta Koefficient
Anheuser-Busch Inbev	1,08
SABMiller	0,95
Heineken	0,79
Carlsberg	0,90

Tabel 15: Kilde Bloomberg og Reuters, egen tilvirkning

Jeg har valgt at tage gennemsnittet af β -værdierne, dette giver et beta på 0,93, hvilket betyder, at en investering i Carlsbergs aktier er mere risikobetonet end investering i markedsporteføljen.

Hvis den beregnede β -værdi skal bruges som estimat for en af faktorerne ved beregningen af wacc, er det vigtigt at tage højde for, at den historiske markedsrisiko ikke nødvendigvis er i overensstemmelse med den fremtidige. Da der er forholdsvis stor usikkerhed forbundet med estimering af β -værdien, som ligeledes har en vis betydning for værdiansættelsen, er det hensigtsmæssigt at betragte værdien med en kritisk tilgang. Det vælges dog at anvende den historiske værdi af β , da den estimerede værdi vurderes at være realistisk, hvorfor denne er fastholdt til 0,93.

Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er et mål for det ekstra afkast, aktionærerne forventer at få ved at investere i aktier med risiko set i forhold til, at investor alternativt kan investere i risikofrie aktiver. I denne opgave har jeg valgt, at fastsætte markedets risikopræmie på baggrund af historiske undersøgelser.

⁸¹ "Corporate Finance Fundamentals", s. 409

Historisk set har risikopræmien typisk udgjort 4-5 %⁸². Selvom man igen skal være varsom med at benytte historiske data i forbindelse med fremtidige beregninger, har jeg i denne opgave valgt at sætte markedets risikopræmie til 5 %.

Efter at have fastsat de forskellige faktorer i beregningen af ejernes afkastkrav, kan dette nu beregnes som:

$$k_e = 0,0032 + 0,93 \cdot 0,05 = 0,0467 \rightarrow 4,67 \%$$

Finansielle forpligtelsers afkastkrav

For at finde afkastkravet på de finansielle forpligtelser (k_g) vil jeg foretage en udregning ud fra følgende formel⁸³:

$$k_g = (r_f + r_g) \cdot (1 - t)$$

hvor:

- r_f er den risikofrie rente,
- r_g er et selskabsspecifikt risikotillæg og s er
- t er selskabsskatteprocenten.

Risikofri rente

Den risikofrie rente er fundet på baggrund af den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation, jf. ovenfor. Den risikofrie rente anvendes ligeledes her, og denne er derfor 0,32 %.

Selskabsspecifikt risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg er et udtryk for, at en långiver kræver et risikotillæg. Dette skal ses som en slags kompensation for, at långiver påtager sig en risiko for, at Carlsberg ikke kan tilbagebetale lånet. Det selskabsspecifikke risikotillæg fastsættes derfor på baggrund af kredit ratings fra de store kreditvurderingsinstitutter Moody's⁸⁴ og Fitch⁸⁵. De to kreditvurderingsinstitutter vurderer kreditværdigheden i virksomheder en smule forskelligt, men de kommer dog frem til den samme "anbefaling". Dette er også tilfældet med kreditvurderingen af Carlsberg. Her har Moodys vurderet Carlsberg til Baa2⁸⁶, mens Fitch har givet Carlsberg kredit rating BBB⁸⁷. Ifølge en redegørelse om kredit ratings fra Sydbank er der dog tale om den samme vurdering fra de to kreditvurderingsinstitutter, men der er blot

⁸² <http://www.pwc.com/dk/da/publikationer/driftoekonomisk-merværdi.jhtml>

⁸³ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s. 56

⁸⁴ <http://www.moody.com/>

⁸⁵ http://www.fitchratings.com/index_fitchratings.cfm

⁸⁶ https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Carlsbergs-ratings-to-stable-affirms-ratings--PR_357951

⁸⁷ <http://www.reuters.com/article/fitch-affirms-carlsberg-breweries-at-bbb/fitch-affirms-carlsberg-breweries-at-bbb-outlook-stable-idUSFit998839>

anvendt forskellige betegnelser⁸⁸. Ved denne kredit rating angives det selskabsspecifikke risikotillæg teoretisk set til 1,44%⁸⁹, hvilket vil blive anvendt i denne afhandling.

Den sidste faktor til estimering af afkastkravet på de finansielle forpligtelser er selskabsskatteprocenten. Eftersom renter kan fratrækkes ved selskabets skatteberegning, må det krævede afkast på de finansielle forpligtelser ganges med 1 - selskabsskatteprocenten, hvilket ofte bliver betegnet som skatteskjoldet. Skattesatsen har jeg akkurat som tidligere i opgaven sat til 22 %, og herefter kan de finansielle forpligtelsers krævede afkast beregnes således:

$$k_g = (0,0032 + 0,0144) \cdot (1 - 0,22) = 0,0137 \rightarrow 1,37 \%$$

Efter ovenstående gennemgang og estimering af de forskellige faktorer som indgår i formelen for wacc, er jeg således nu i stand til at udregne wacc'en for Carlsberg, og dette gør jeg ved hjælp af formelen for wacc i starten af afsnittet, hvor jeg blot sætter de enkelte faktorer ind i formlen. Derved bliver resultatet således:

$$wacc = 0,63 \cdot 0,0467 + 0,57 \cdot 0,0137 = 0,0372 \rightarrow 3,72 \%$$

Denne wacc på 3,72 % skal jeg i det efterfølgende afsnit bruge, når jeg skal udregne egenkapitalværdien af Carlsberg.

7.5 Værdiansættelse ved DCF- og RIDO-modellen

Med baggrund i ovenstående beregning af wacc og det frie cash flow samt residualoverskuddet, bestemmes følgende værdiestimat for et styk Carlsberg B-aktie 30.12.2016.

Carlsberg A/S		
	Mio.kr.	Kurs
PV DCFF ultimo 2016 (2017-2023)	31.514	
PV RIDO ultimo 2016 (2017-2023)	14.222	
TV DCFF ultimo 2016	126.253	
TV RIDO ultimo 2016	63.194	
NDA	80.352	
NFA	-26.702	
Enterprise value (DCFF)	157.768	
Enterprise value (RIDO)	157.768	
Equity Value (DCFF) ultimo 2016	131.066	859
Equity Value (RIDO) ultimo 2016	131.066	859

Tabel 16: værdiestimat for Carlsberg – egen tilvirkning

⁸⁸ <https://markets.sydbank.dk/wwwsydbankdkdocs/Udenlandske%20obligationer%5CViden%20om/Kreditrating s.pdf>

⁸⁹ "Valuation", s. 211 og Fagligt notat om statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, s. 54

Det kan ses af ovenstående tabel, at på trods af at DCF- og RIDO-modellen er bygget op forskelligt, ender begge modeller med at give det samme værdiestimat, da datagrundlaget er ens. Dette betyder, at modellerne er korrekt opbygget, og der er derfor ikke tekniske fejl forbundet med værdiestimatet.

Carlsbergs har netto finansielle aktiver, og tillægges denne værdi i stedet for at fratrække de netto finansielle forpligtelser, opnås derigennem en egenkapital værdi (Equity Value) for Carlsberg på 131.066 mio.kr., hvilket giver et værdiestimat per aktie på 859 kr. 30.12.2016.

Lukkekursen for Carlsberg aktien var på den pågældende dato 609,50 kr.. Kursen i markedet er sat af porteføljeinvestorer, og forskellen mellem værdiestimatet og markedskursen kan forklares ved, at værdiansættelsesmodellerne tager udgangspunkt i, at køber opnår kontrollerende ejerskab og derved har mulighed for at påvirke driften og forretningspolitik. Denne kontrollerende ejerskabspræmie eller kontrolpræmie har empiriske undersøgelser vist i gennemsnit at have været på ca. 30 %.⁹⁰

For en normal porteføljeinvestor uden kontrollerende ejerskab bør værdiestimatet nedjusteres med 30 %, hvilket giver værdiestimat på 602 kr.. Dette kunne tyde på, at kontrolpræmie i dette tilfælde kan være mindre end 30 % eller blot tyde på, at markedskursen er overvurderet.

Det findes dog relevant at foretage en følsomhedsanalyse af værdiestimatet samt fastsætte en relativ prisfastsætning ved hjælp af multipler, før en endelig konklusion om køb eller salg kan foretages.

Det vurderes også relevant at perspektivere det beregnede værdiestimat til andre analytikers værdiestimater(kursmål), for at vurdere om de anvendte variabler er realistiske.

Finanshus	Anbefaling	Kursmål
Eget estimat		602 kr.
Soc. Generale	Hold	710 kr.
Goldman Sachs	Sælg	668 kr.
Carnegie	Hold	675 kr.
Exane Paribas	Outperform	710 kr.

Tabel 17: Kilde Bloomberg News, egen tilvirkning

Med baggrund i ovenstående tabel vurderes det bestemte værdiestimat at være realistisk, da værdiestimatet ligger tæt på analytikerhusenes og tættere på det eksisterende kursværdi 30.12.16.

⁹⁰ ”Salgsmodning”, s. 19

7.6 Følsomhedsanalyse

For at sætte resultatet af værdiansættelsesmodellerne i perspektiv vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse for eventuelle ændringer i Carlsbergs underliggende value drivers. Teoretisk beskrives rwacc som statisk, men i en dynamisk verden med konkursrisiko, asymmetrisk information og relativ efficiente markeder, må det antages at rwacc kan variere fra det bestemte.

Der er i værdiansættelsen rigtig mange estimater som f.eks. wacc, Beta, g og mange flere. Alene i wacc indgår der mange variable, som alle er behæftet med en vis usikkerhed.

Følsomhedsanalysen skal være med til at teste estimatet. Det vil være muligt at teste samtlige variabler i værdiansættelsen, men det vil resultere i alt for mange kombinationsmuligheder, at det vil gøre det meget uoverskueligt og derved have mindre værdi for analytikeren.

Ud fra dette er det valgt, at lave en følsomhedsanalyse med tre scenarier, en worst case med OG i terminalperioden på -1 % lavere end først antaget. En base case med den oprindelige OG og best case med en OG i terminalperioden på +1 %. Det hele er belyst i nedenstående figur:

		WORST CASE OG -1 %				
		Omsætningsvækst i terminalperioden				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	2,72%	1.065	1.330	1.955	5.414	-3.467
	3,22%	813	929	1.137	1.628	4.343
	3,72%	653	707	829	944	1.302
	4,22%	542	566	602	655	751
	4,72%	459	469	481	496	518

		BASE CASE				
		Omsætningsvækst i terminalperioden				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	2,72%	1.104	1.378	2.026	5.610	-3.593
	3,22%	843	963	1.178	1.687	4.500
	3,72%	677	733	859	978	1.349
	4,22%	562	587	624	679	778
	4,72%	476	486	498	514	537

		BEST CASE OG +1 %				
		Omsætningsvækst i terminalperioden				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	2,72%	1.143	1.426	2.097	5.806	-3.719

	3,22%	873	997	1.219	1.746	4.658
	3,72%	701	759	889	1.012	1.396
	4,22%	582	608	646	703	805
	4,72%	493	503	515	532	556

Tabel 18: følsomhedsanalyse på værdiestimat, egen tilvirkning

Det ses af følsomhedsanalysen, at værdiestimatet ændrer sig væsentligt ved selv relativt mindre ændringer i de underliggende value drivers. Alt andet lige vil en påvirkning af OG som value driver betyde en ændring i værdiestimatet på mellem 829 kr. og 889 kr., som er forskellen mellem worst og best case, hvilke svarer til en ændring på 7,25 %.

Forskellen for omsætningsvæksten i terminalperioden for base case scenariet er et værdiestimat mellem 677 kr. og 1.349 kr., hvilke svarer til en ændring på 99,26 %.

Samtidig er den største forskel i ændring af værdiestimatet $rwacc$, i base case scenariet, hvor alle andre variabler er lige. Her ændres værdiestimatet fra 498 kr. til 2.026 kr. svarende til en ændring på 306,83 %. Den store effekt sker fordi ændringen ikke blot påvirker terminalperioden, men også hele budgetperioden, så alle frie case flows og residualoverskud bliver diskonteret hårdere.

Værdimodellerne vurderes derigennem at være meget følsomme overfor ændringer i de underliggende value drivers, og det vurderes derfor også relevant at perspektivere til resultat af en relativ værdiansættelse.

Der er et kritisk område. Når vækstraten i terminalperioden bliver større end $rwacc$ ses det, at der er et negativt værdiestimat. Derfor skal værdiestimaterne i dette område ses bort fra, da det aldrig vil blive relevant.

7.7. Multipelanalyse

Multipelanalysen er en relativ værdiansættelsesmodel som bygger på ”loven om en pris”. Modellen tager udgangspunkt i markedets prissætning af aktien og stiller derigennem ingen krav til budgettering, hvilket mindsker analysearbejdet. Modellen antager efficiente markeder, hvorpå det antages, at markedskursen af aktien indeholder alt tilgængelig information.

Datagrundlaget for analysen er markedskursen, der er prisfastsat som en minoritetsaktiepost, hvorfor det ikke er nødvendigt at korrigere for en kontrolpræmie. Med anvendelse af markedskursen, er det vigtigt at være opmærksom på, om markedskursen kan være påvirket af opkøbsindikationer. Der er derfor set bort for SAB Miller, der er blevet opkøbt af Anheuser-Busch Inbev i løbet af 2016/2017. De øvrige markedskurser

vurderes relativt korrektpristfastsat og er derfor anvendelige til brug i følgende markedsbaserede værdiansættelsesmodel.

Jeg har valgt at foretage multipelanalyse på Carlsbergs kerne peer-group, Heineken og Anheuser-Busch Inbev, der sammen med Carlsberg udgør ca. 45 % af markedet for øl.

Multipelanalyse					
Kerne peergroup	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT
Heineken	0,27	2,61	0,14	4,83	4,62
Anheuser Busch Inbev NV	0,53	5,30	0,09	8,45	10,73
Middelværdi	0,40	3,95	0,12	6,64	7,67
Standardafvigelse	0,19	1,90	0,03	2,56	4,32

Tabel 19: Multipelanalyse for peer-group, egen tilvirkning

Formålet med min analyse er blot at perspektivere det bestemte værdiestimat fra de kapitalværdibaserede modeller til resultatet af den relative værdiansættelse. Derfor vil de anvendte multipler ikke blive forklaret nærmere eller sammenlignet på tværs af de forskellige selskaber.

Som tidligere nævnt er formålet med analysen blot for at vurdere den relative markedspristfastsættelse af Carlsberg foretaget af minoritetsaktionærer, og der er derfor ikke gået nærmere i dybden med analysen af peer-group selskaberne. Med baggrund i multiplerne opnås følgende relative pristfastsættelse:

Carlsberg	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT
Carlsberg	0,75	6,11	0,37	6,98	10,79
(KPG) middelværdi	0,40	3,95	0,12	6,64	7,67
Discount (KPG)	-90%	-55%	-219%	-5%	-41%

Tabel 20: Relativ pristfastsættelse i forhold til peer-group, egen tilvirkning

Det ses af ovenstående figur, at Carlsberg målt, på multiplerne indeholdende markedsværdien af egenkapitalen, er relativt overvurderet i forhold til kerne peer-groups(KPG) efterfølgende (KPG). Dette er illustreret ved, at Carlsberg har en højere P/S, P/E og PB i forhold til (KPG). Det samme er gældende, når vi ser på Carlsberg målt på deres gældsfri værdi (Enterprise Value), her vil (KPG) også handles til en discount i forhold til Carlsberg, fordi Carlsberg også ud fra disse tal er overvurderet. EV forsøger at udelade effekten af den finansielle gearing, hvorfor multipler giver en indikation om købsprisen for driften i selskabet. At Carlsberg er relativt overvurderet i forhold til EV multiplerne, kan skyldes at Carlsbergs effektive drift er relativt dyr i forhold til deres gældsfrie værdi.

Resultatet af den relative værdiansættelse er dermed konkluderende. Carlsberg er vurderet relativt højt prisfastsat i forhold til multiplerne, der medregner prisen på egenkapitalen, og samtidig vurderes Carlsberg relativt højt prisfastsat, i forbindelse med multiplerne, der medregner værdien af virksomheden på gældsfri basis.

8. Konklusion

Det primære formål med denne opgave har været at udarbejde en værdiansættelse af Carlsberg og derigennem beregne kursen for Carlsberg aktien 30.12.2016. Ud fra dette skulle der foretages en vurdering af, om Carlsberg aktien var overvurderet eller undervurderet, og i den forbindelse komme med en køb- eller salgsanbefaling.

Denne opgave har gennemgået en makroøkonomisk regnskabsanalyse samt efterfølgende værdiansættelse af Carlsberg.

Carlsberg blev grundlagt i 1847, og virksomheden er i dag et af verdens største bryggerier, da virksomheden for tiden indtager en plads som det fjerde største bryggeri globalt set. De tre største bryggerier er AB Inbev, SAB Miller og Heineken i nævnte rækkefølge. Carlsberg opdeler sine aktiviteter i 3 regioner, hvor salget i Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien er stagnerende eller faldende i nettoomsætningen for 2016. Siden Carlsbergs opkøb af Scottish & Newcastle i 2008, sammen med Heineken, har Carlsberg indtaget en position som markedsleder på det russiske marked. Derudover står bryggeriet stærkt i konkurrencen på flere af markederne i Nord- og Vesteuropa.

Den strategiske analyse af Carlsberg gav et overblik over hvilke faktorer på samfunds- og brancheniveau samt internt i virksomheden, der påvirker Carlsbergs forretning.

Skærpet lovgivning om markedsføring og miljøbeskyttelse samt stigende afgifter på nogle af selskabets vigtigste markeder, herunder specielt i Rusland, er nogle af de forhold, der er med til at presse Carlsberg i fremtiden. Til gengæld er den generelle økonomiske vækst, stigende befolkningstal og ændringer i forbrugernes købsadfærd faktorer, som virksomheden formentlig kan udnytte positivt.

På det globale ølmarked er der hård konkurrence, eftersom de største bryggerier står stærkt. Det er derfor også svært for nye udbydere at komme ind på markedet, når de store bryggerier opnår stordriftsfordele, og derfor kan producere til lave omkostninger.

På en del af Carlsbergs markeder i Nord- og Vesteuropa er tendensen, at forbrugerne substituerer mere og mere til at efterspørge vin i stedet for øl. Til gengæld er forbruget af øl stigende i såvel Østeuropa som Asien.

Rentabilitetsanalysen af Carlsbergs historiske regnskabstal viste, at selskabet generelt har opnået en fornuftig rentabilitet igennem den historiske periode fra 2012 til 2016. Der har dog været negative udsving i 2014 og 2015 på grund af, at der blev foretaget en nedskrivningstest samt restrukturerings- og tilpasningstiltag. Der har samtidig været et meget lavt niveau af den finansielle gearing, hvilket skaber mulighed for eventuelle opkøb i den nærmeste fremtid.

Carlsberg har haft en del fokus på effektiviseringer de senere år, hvilket den nye strategiplan SAIL'22 også har fokus på. SAIL'22 skal være med til at fastholde indtjeningen frem mod 2022.

Overordnet set bygger forventningerne til fremtiden på, at Carlsberg opnår en lavere vækst i deres 3 regioner, end man hidtil har oplevet, og at selskabet formår at udføre effektiviseringer og derved minimere deres omkostninger.

På baggrund af ovenstående er der blevet udarbejdet et budget for Carlsberg for en 5-årig periode samt med en terminalværdi. Denne budgettering er baseret på de historiske regnskabstal og de muligheder samt trusler der er på Carlsbergs hovedmarkeder.

Værdiestimatet af de kapitalværdibaserede modeller blev bestemt 859 kr. 30.12.2016, hvilket sammenlignet med markedskursen 30.12.2016 på 609,50 kr.. Værdiestimatet antages dog at indeholde en kontrolpræmie, da de kapitalbaserede modeller tager udgangspunkt i, at det er en majoritetspost, der dækker over mulighederne for at påvirke cash flowet i selskabet. Når der blev korrigeret for kontrolpræmie, blev det kapitalbaserede værdiestimat bestemt til 602 kr. Resultatet tyder på at markedsværdien på Carlsberg aktien er overvurderet. Samtidig er analytikernes anbefaling, på baggrund af deres kursmål, hold eller sælg, hvilket underbygger mit værdiestimat.

Følsomhedsanalysen viste at det kapitalværdibaserede værdiestimat er meget følsomt overfor ændringer i de underliggende value drivers. Det vurderes samtidig at værdiestimatet er meget afhængigt af analytikerens antagelser og forventninger til udviklingen i fremtiden. Det er med til at øge usikkerheden om, værdiestimatet udviser en fair markedsværdi af Carlsbergs egenkapital.

Den multiple analyse gav en indikation på om Carlsberg aktien var relativt højt prisfastsat.

Ud fra mit resultat i min analyse kan det konkluderes, at Carlsberg aktien er overvurderet når vi ser på de anvendte forudsætninger og vækst forventninger i værdiansættelsesprocessen. Det er dog vigtig at gøre opmærksom på, at det ikke endegyldigt kan konkluderes, om Carlsberg aktien generelt er overvurderet, eller

om markedsværdien af egenkapitalen blot afspejler, at markedets forventninger til fremtiden er mere gunstige, end de forudsætninger og antagelser jeg har foretaget i denne opgave.

Den samlede konklusion på Carlsbergs aktie er forholdsvis stærkt eksponeret over for ændringer i de generelle forhold ved værdiansættelsen.

Anbefaling: Sælg

9. Litteraturliste

9.1 Bøger

Copeland, Tom & Koller, Tim & Murrin, Jack: "Valuation – measuring and managing the value of companies", 3rd edition 2010, McKinsey & Company, Inc., ISBN 0-471-36190-9

Jens O. Elling & Sørensen, Ole: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", 2. udgave, 1. oplag 2009, Gads Forlag, ISBN 87-13-04903-8

Porter, Michael E.: "Competitive Advantage", 1st edition 1985, The Free Press, A Division of Macmillan, Inc., ISBN 0-02-925090-0

Porter, Michael E.: "Competitive Strategy", 1st edition 1980, The Free Press, A Division of Macmillan, Inc., ISBN 0-02-925360-8

Rasmussen, Erik S. & Østergaard, Per: "Samfundsvidenskabelige metoder", 2. udgave, 1. oplag 2005, Syddansk Universitetsforlag, ISBN 87-7674-052-8

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jordan, Bradford D.: "Corporate Finance Fundamentals", 7th edition 2006, McGraw-Hill Education, ISBN 0-07-111641-9

9.2 Rapporter

Carlsbergs Årsrapport 2012
Carlsbergs Årsrapport 2013
Carlsbergs Årsrapport 2014
Carlsbergs Årsrapport 2015
Carlsbergs Årsrapport 2016
Carlsbergs Halvårsregnskab 2017

9.3 Lovsamlinger

Årsregnskabsloven
Markedsføringsloven

9.4 Noter

"Erhvervs- og Selskabsstyrelsens notat af 9. februar 2004 om tilpasning af årsregnskabsloven til IAS-forordningen"

"Fagligt notat om statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele"

9.5 Internetsider

<http://www.carlsberg.dk>
<http://www.carlsbergdanmark.dk>
<http://www.carlsberggroup.com>
<http://www.da.wikipedia.org/wiki/carlsberg>
<http://www.borsen.dk>
<http://www.reuters.com>
<http://www.ab-inbev.com>
<http://www.sabmiller.com>
<http://www.heinekeninternational.com>
<http://www.business.dk>
<http://www.wikipedia.org>
<http://www.onside.dk>
<http://www.alkoholpolitik.dk>
<http://www.ekstrabladet.dk>
<http://www.dr.dk>
<http://www.pwc.com>
<http://www.hjerteforeningen.dk>
<http://www.politiken.dk>
<http://www.valutakurser.dk>

Bilag 1 - Reformuleret egenkapitalopgørelse

Reformuleret egenkapitalopgørelse, mio. kr.						
	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Bogført værdi af egenkapital primo (ekskl. MIN.)	43.489	52.437	67.811	70.261	65.866	64.248
Transaktioner med ejere						
Kapitaludvidelse			- -	-		-
Transaktionsomkostninger		-	- -	-		-
Køb/salg af egne aktier	-1	6	5	13	12	3
Afregning af aktiebaseret vederlæggelse	64	138	19	57	37	46
Aktiebaseret vederlæggelse	52	75	36	57	54	1
Betalt udbytte til aktionærer	1.373	1.373	1.220	915	839	763
Køb af aktier	807	105	184	332	1.897	176
Tilgang af køb af virksomheder		-	- -	-		-
Afgang ved salg af virksomheder		-	- -	-		-
Andet		-	- -	-		32
Nettodividende	2.193	1.325	1.382	1.260	2.707	957
Totalindkomst		-				
Nettoresultat	4.857	2.582	4.938	5.951	6.245	5.692
Minoritetsinteressers andel	371	344	524	480	638	543
Carlsbergs andel af årets resultat	4.486	2.926	4.414	5.471	5.607	5.149
Anden totalindkomst	5.029	4.697	18.406	6.661	1.495	2.574
Totalindkomst	9.515	7.623	13.992	1.190	7.102	2.575
Bogført værdi af egenkapital ultimo (ekskl. MIN.)	50.811	43.489	52.437	67.811	70.261	65.866

Bilag 2 - Reformuleret balance

Reformuleret balance, mio. kr.						
Driftsaktiver	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Immaterielle aktiver	76.736	72.920	82.409	94.236	91.216	89.041
Materielle aktiver	25.810	26.678	29.173	31.738	31.991	31.848
Kapitalandele i associerede virksomheder	4.701	4.676	4.277	3.771	6.241	5.051
Tilgodehavender	1.071	1.854	2.130	2.049	2.075	1.650
Udskudte skatteaktiver	1.610	1.697	1.430	1.130	1.170	1.199
Pensionsaktiver	-	-	-	-	4	5
Varebeholdninger	3.963	3.817	4.293	4.592	4.541	4.350
Tilgodehavender fra kunder	5.485	5.729	6.851	7.681	7.828	7.855
Tilgodehavende skat	278	324	196	203	60	129
Andre tilgodehavender	2.488	2.532	2.609	1.795	2.045	1.846
Periodeafgrænsningsposter	1.137	1.074	949	1.501	853	867
Likvide beholdninger	-	-	-	-	-	-
Aktiver bestemt for salg	125	469	723	-	27	570
Driftsaktiver i alt	123.404	121.770	135.040	148.696	148.051	144.411
Driftsforpligtelser	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Pensioner og lignende forpligtelser	4.878	5.235	4.626	3.292	3.957	3.263
Udskudt skat	6.250	5.924	7.147	9.215	9.682	9.652
Hensatte forpligtelser	3.642	3.374	3.010	2.567	1.230	1.001
Anden gæld	3.199	1.899	1.442	1.355	1.201	1.262
Leverandørgæld	13.497	12.260	12.048	12.614	11.862	11.021

Tilbagebetalingsforpligtelse vedr. emballage	1.681	1.819	2.034	1.812	1.381	1.291
Hensatte forpligtelser	722	648	510	441	619	511
Selskabsskat	935	601	796	614	537	527
Anden gæld mv.	8.233	9.794	9.323	9.741	9.766	10.490
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	15	88	-	-	18	828
Driftsforpligtelser i alt	43.052	41.642	40.936	41.651	40.253	39.846
Finansielle aktiver	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Værdipapirer, langfristet	-	-	-	-	133	134
Værdipapirer, kortfristet	-	-	-	-	21	24
Likvide beholdninger	3.502	3.131	2.418	3.612	5.760	3.145
Finansielle aktiver i alt	3.502	3.131	2.418	3.612	5.914	3.303
Finansielle forpligtelser	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Lån, langfristet	21.137	31.479	38.690	30.239	36.706	34.364
Lån, kortfristet	9.067	4.549	1.835	9.417	3.352	1.875
Finansielle forpligtelser i alt	30.204	36.028	40.525	39.656	40.058	36.239
Derved fås:	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Netto driftsaktiver, NDA	80.352	80.128	94.104	107.045	107.798	104.565
Netto finansielle forpligtelser, NFF	26.702	32.897	38.107	36.044	34.144	32.936
Egenkapital, EK (ekskl. MIN.)	50.811	43.489	52.437	67.811	70.261	65.866

Minoritetsinteresser (MIN.)	2.839	3.742	3.560	3.688	3.389	5.763
------------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Forklaringer til reformuleringen

Kapitalandele i associerede virksomheder

Ud fra koncernoversigten for associerede virksomheder i Carlsberg ses det, at de fleste associerede virksomheder helt klart har bryggerirelaterede aktiviteter som deres primære drift. Samtidig med dette må de associerede virksomheder dog også have finansieret sine aktiviteter, men eftersom der pga. manglende oplysninger i Carlsbergs årsregnskab ikke er mulighed for at foretage en opdeling, samt at finansieringsaktiviteterne i de associerede selskab forventes at være relativt små, er det valgt at klassificere hele balanceposten som et driftsaktiv.

Værdipapirer

Da investering i aktier og værdipapirer ikke er en del af Carlsbergs primære drift, er det besluttet at placere både kort- og langfristede værdipapirbeholdninger som finansielle aktiver.

Likvide beholdninger

Som udgangspunkt vil virksomheder have et behov for en vis mængde likviditet til at finansiere den daglige drift til betalinger af diverse regninger.

Det har dog ikke været muligt at finde oplysninger i Carlsberg årsregnskaber om hvor stor en del af den likvide beholdning, som kan betegnes som driftslikviditet.

Aktiver bestemt for salg

I alle årsregnskabernes balancer fremgår der en linje med Aktiver bestemt for salg, og dette vedrører primært salg af bygninger, som har været anvendt ved virksomhedens drift. Denne post er derfor klassificeret som et driftsaktiv. Tilsvarende er det med forpligtelserne for de aktiver, der er bestemt for salg, som klassificeres som en driftsforpligtelse.

Udskudt skat/skatteaktiver

Disse poster er specificeret ud, men pga. mangel på oplysninger har jeg antaget, at balanceposten relaterer sig til driften, hvorefter jeg har klassificeret posten som et driftsaktiv.

Pensioner og lignende forpligtelser

Pensioner og lignende forpligtelser har jeg klassificeret som en driftsforpligtelse, hvilket skyldes, at jeg har vurderet, at pensionsforpligtelserne er fremkommet som et resultat af kompensation for medarbejdernes arbejdsindsats i driftsaktiviteter.

Hensatte forpligtelser

Disse forpligtelser er blevet klassificeret som driftsforpligtelser, da de vurderes at være opstået som en del af den daglige drift af virksomheden.

Anden gæld

De forskellige gældsposter, som balanceposten består af, anses alle for at være driftsrelaterede, hvorfor de er placeret under drifts forpligtelser.

Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse, mio. kr.						
	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Omsætning	86.957	91.012	91.569	91.237	92.367	86.555
Øl- og læskedrikafgifter m.m.	-	-	-	-	-	-
	24.343	25.658	27.063	26.887	25.899	22.994
Nettoomsætning	62.614	65.354	64.506	64.350	66.468	63.561
Produktionsomkostninger	-	-	-	-	-	-
	31.195	33.429	32.725	32.423	33.831	31.788
Bruttoresultat	31.419	31.925	31.781	31.927	32.637	33.370
Salgs- og distributionsomkostninger	-	-	-	-	-	-
	18.476	19.158	18.695	18.181	18.912	18.483
Administrationsomkostninger	-	-	-	-	-	-
	5.220	4.909	4.633	4.415	4.185	-3.903
Driftsoverskud fra salg (før skat)	7.723	7.858	8.453	9.331	9.540	10.984
Skat af driftsoverskud	-	-	-	-	-	-
	2.623	1.154	1.949	2.204	2.268	-2.280
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	5.100	6.704	6.504	7.127	7.272	8.704
Andre driftsindtægter (netto)	198	235	369	22	145	249
Andre driftsomkostninger	-	-	-	-	-	-
Andet driftsoverskud (før skat)	198	235	369	22	145	249
Skat på andet driftsoverskud	-	-	-	-	-	-
	44	55	90	6	36	62
Andet driftsoverskud (efter skat)	154	180	279	17	109	187
Andel af resultat efter skat i ass. virks.	324	364	408	370	108	180
Særlige poster, netto	251	-	-	-	85	-
	8.659	1.353	435	85	268	
Reguleringer ført direkte på EK	5.029	-	-	-	1.495	-2.574
Totalindkomst fra driften	-	-	-	-	-	-

	10.859	6.108	12.569	418	9.069	6.229
Finansielle omkostninger	- 2.166	- 2.021	- 1.997	- 2.223	- 2.672	-2.648
Finansielle indtægter	919	490	806	717	900	630
Skatteeffekt	274	360	292	377	443	505
Netto finansielle omkostninger efter skat	- 973	- 1.171	- 899	- 1.130	- 1.329	-1.514
Koncernresultat	11.831	- 4.937	- 11.670	1.547	10.398	7.742
Heraf MIN	371	344	524	480	638	543
Totalindkomst	9.515	- 7.623	- 13.992	1.067	9.760	7.199

Forklaringer til reformuleringen

I den reformulerede resultatopgørelse er bruttoresultatet samt salgs- og distributionsomkostninger og administrationsomkostninger de samme som i den officielle resultatopgørelse. Herefter fås driftsoverskuddet før skat.

Skatten beregnes på baggrund af den oprindelige skat i den officielle resultatopgørelse tillagt skattefordelen fra finansielle poster, som beregnes nedenfor, samt fratrasket skatten på andet driftsoverskud, som ligeledes beregnes nedenfor, og derved fremkommer skatten af driftsoverskuddet.

Herefter opstilles andet driftsoverskud, som består af regnskabsposter, der ikke er primære poster for virksomhedens regnskab. Derved fås andet driftsoverskud før skat. Skatten beregnes ved at tage den nuværende danske skatteprocent på 22 % (differentieret skattesats over perioden) af andet driftsoverskud før skat, som så skal fratrækkes.

Dernæst er oplistet øvrige poster, hvilket bl.a. er reklassificeringer for posteringer, som er ført direkte på virksomhedens egenkapital, og disse regnes sammen til totalindkomsten fra driften.

Herefter tages de finansielle poster, og der beregnes en skattefordel af disse poster, da netto finansielle omkostninger kan fratrækkes i skat. Skattefordelen beregnes som 22 % (differentieret skattesats over perioden) af de netto finansielle omkostninger før skat, og således fås de finansielle poster efter skat, som igen skal fratrækkes i den samlede opgørelse.

Til slut fratrækkes minoriteternes andel af koncernresultatet med samme begrundelse som tidligere omtalt, og derved fås virksomhedens totalindkomst, som stemmer overens med totalindkomsten fra den reformulerede egenkapital.

Bilag 4 – Oversigt over reformulerede poster

Oversigt over reformulerede poster (mio. kr.)						
Balancen		2016	2015	2014	2013	2012
Driftsaktiver	DA	123.404	121.770	135.040	148.696	148.051
Finansielle aktier	FA	3.502	3.131	2.418	3.612	5.914
Driftsforpligtelser	DF	43.052	41.642	40.936	41.651	40.253
Finansielle forpligtelser	FF	30.204	36.028	40.525	39.656	40.058
Egenkapital inkl. minoriteter	EK	53.650	47.231	55.997	71.499	73.650
Netto driftsaktiver	NDA	80.352	80.128	94.104	107.045	107.798
Netto finansielle forpligtelser	NFF	26.702	32.897	38.107	36.044	34.144
Resultatopgørelsen						
Driftsoverskud (efter skat)	DO	5.100	6.704	6.504	7.127	7.272
Finansielle indtægter	FI	919	490	806	717	900
Finansielle omkostninger	FO	2.166	2.021	1.997	2.223	2.672
Netto finansielle omkostninger	NFO	1.247	1.531	1.191	1.506	1.772
Totalindkomst ekskl. minoriteter	TI	9.515	-7.623	-13.992	-1.190	7.102

Bilag 5 – Beregnede nøgletal

Beregnede nøgletal						
Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012	Gns.
ROE	18,86%	-14,77%	-21,95%	-1,64%	9,78%	-1,94%
ROIC	6,36%	7,70%	6,47%	6,63%	6,85%	6,80%
OG	8,15%	10,26%	10,08%	11,08%	10,94%	10,10%
AOH	0,78	0,75	0,64	0,60	0,63	0,68
FGEAR	0,53	0,64	0,60	0,50	0,47	0,55
SPREAD	1,69%	3,04%	3,34%	2,46%	2,68%	2,64%
r	4,67%	4,65%	3,13%	4,18%	4,17%	4,16%

Bilag 6 – Budgettering – proformaregnskab

Value driver map	Historical period		Forecast horizon					Terminal period	
Forecast assumptions	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Revenue growth	1,3%	-4,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Operating expenses/revenue	79,6%	80,9%	81,5%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
EBITDA/revenue	20,4%	19,1%	18,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Depreciation/Intangible and tangible assets	4,5%	3,4%	3,9%	4,0%	4,3%	5,6%	5,6%	6,1%	6,8%
Interest rate	4,0%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Tax rate	23,5%	22%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Intangible and tangible assets/revenue	186,3%	197,1%	195,0%	195,0%	195,0%	175,3%	175,3%	181,1%	181,1%
Net working capital/revenue	63,7%	68,8%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
Net interest bearing debt/Invested capital	41,1%	33,2%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Income statement									
Revenue	65.354,0	62.614,0	63.866,3	65.143,6	66.446,5	67.775,4	69.130,9	70.513,5	71.923,8
Operating expenses	-52.003,0	-50.665,0	52.051,0	52.114,9	53.157,2	54.220,3	55.304,7	56.410,8	57.539,0
EBITDA	13.351,0	11.949,0	11.815,3	13.028,7	13.289,3	13.555,1	13.826,2	14.102,7	14.384,8
Depreciation and amortisation	-5.493,0	-4.226,0	-4.855,6	-5.093,9	-5.622,1	-6.603,3	-6.736,5	-7.775,0	-8.852,6
EBIT	7.858,0	7.723,0	6.959,6	7.934,8	7.667,2	6.951,8	7.089,6	6.327,7	5.532,2
Tax on EBIT	-1.154,0	-2.623,0	-1.531,1	-1.745,7	-1.686,8	-1.529,4	-1.559,7	-1.392,1	-1.217,1
NOPAT	6.704,0	5.100,0	5.428,5	6.189,2	5.980,4	5.422,4	5.529,9	4.935,6	4.315,1
Net financial expenses, beginning of year									
NIBD	-1.531,0	-1.247,0	-1.068,1	-1.117,7	-1.140,0	-1.162,8	-998,8	-1.018,8	-1.096,9
Tax shield	359,8	274,3	235,0	245,9	250,8	255,8	219,7	224,1	241,3
Net earnings	5.532,8	4.127,3	4.595,4	5.317,4	5.091,2	4.515,4	4.750,8	4.141,0	3.459,5
Balance sheet									
Intangible and tangible assets	121.770,0	123.404,0	124.539,2	127.030,0	129.570,6	118.785,9	121.160,9	127.707,8	130.261,9

Net working capital	-41.642,0	-43.052,0	-44.706,4	-45.600,5	-46.512,5	-47.442,8	-48.391,6	-49.359,5	-50.346,7
Invested capital (net operating assets)	80.128,0	80.352,0	79.832,9	81.429,5	83.058,1	71.343,1	72.769,3	78.348,3	79.915,3
Equity, begin	52.437,0	47.231,0	53.650,0	51.891,4	52.929,2	53.987,8	46.373,0	47.300,0	50.926,4
Net earnings	5.532,8	4.127,3	4.595,4	5.317,4	5.091,2	4.515,4	4.750,8	4.141,0	3.459,5
Dividends	-10.738,8	2.291,7	-6.354,1	-4.279,6	-4.032,6	-12.130,1	-3.823,8	-514,6	-2.441,0
Equity, end	47.231,0	53.650,0	51.891,4	52.929,2	53.987,8	46.373,0	47.300,0	50.926,4	51.944,9
Net interest-bearing debt	32.897,0	26.702,0	27.941,5	28.500,3	29.070,3	24.970,1	25.469,2	27.421,9	27.970,3
Invested capital (equity and NIBD)	80.128,0	80.352,0	79.832,9	81.429,5	83.058,1	71.343,1	72.769,3	78.348,3	79.915,3
Invested capital (NOA) - Invested capital (ENIBD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow									
NOPAT	6.704,0	5.100,0	5.428,5	6.189,2	5.980,4	5.422,4	5.529,9	4.935,6	4.315,1
Depreciation and amortisation	5.493,0	4.226,0	4.855,6	5.093,9	5.622,1	6.603,3	6.736,5	7.775,0	8.852,6
Net working capital	706,0	1.410,0	1.654,4	894,1	912,0	930,3	948,9	967,8	987,2
Investments, intangible and tangible assets	7.777,0	-5.860,0	-5.990,9	-7.584,7	-8.162,7	4.181,4	-9.111,6	-14.321,8	-11.406,8
Free cash flow to the firm (FCFF)	20.680,0	4.876,0	5.947,7	4.592,5	4.351,8	17.137,4	4.103,7	-643,4	2.748,1
Net interest-bearing debt (NIBD)	-8.770,0	-6.195,0	1.239,5	558,8	570,0	-4.100,2	499,2	1.952,7	548,4
Net financial expenses, beginning of year debt	-1.531,0	-1.247,0	-1.068,1	-1.117,7	-1.140,0	-1.162,8	-998,8	-1.018,8	-1.096,9
Tax shield	359,8	274,3	235,0	245,9	250,8	255,8	219,7	224,1	241,3
Free cash flow to equity (FCFE)	10.738,8	-2.291,7	6.354,1	4.279,6	4.032,6	12.130,1	3.823,8	514,6	2.441,0
Dividends	-10.738,8	2.291,7	-6.354,1	-4.279,6	-4.032,6	-12.130,1	-3.823,8	-514,6	-2.441,0
Cash surplus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Bilag 7 – Værdiansættelsesmodellerne DCF og RIDO

	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	T2023-
Nettoomsætning (Nord- og Vesteuropa)	38.811	37.597	37.597	37.597	37.597	37.597	37.597	38.349	39.116
Nettoomsætning (Østeuropa)	10.890	10.205	10.409	10.617	10.830	10.992	11.157	11.380	11.608
Nettoomsætning (Asien)	15.339	14.666	15.714	16.930	18.020	19.186	20.377	20.784	21.200
Nettoomsætning (andre)	314	146	146	146	146	146	146	146	146
Nettoomsætning i alt	65.354	62.614	63.866	65.290	66.593	67.921	69.277	70.659	72.070
Omsætningsvækst (Nord- og Vesteuropa)			0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,00%	2,00%
Omsætningsvækst (Østeuropa)			2,00%	2,00%	2,00%	1,50%	1,50%		
Omsætningsvækst (Asien)			7,15%	7,74%	6,44%	6,47%	6,21%		
Omsætningsvækst (andre)			0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%		
OG		8,15%	8,50%	9,50%	9,00%	8,00%	8,00%	7,00%	6,00%
DO		5.100	5.429	6.203	5.993	5.434	5.542	4.946	4.324
Anden DO i alt			-	-	-	-	-	-	-
DO i alt		5.100	5.429	6.203	5.993	5.434	5.542	4.946	4.324
AOH (ultimo tal)		0,78	0,80	0,80	0,80	0,95	0,95	0,90	0,90
NDA	80.128	80.352	79.832	81.613	83.241	71.496	72.923	78.510	80.077
Årlig vækst i ΔNDA		224	-520	1.781	1.628	-11.745	1.427	5.588	1.567
FCF		4.876	5.948	4.422	4.365	17.179	4.115	-641	2.757
ROIC (DO salg/NDA)		0,06	0,07	0,08	0,07	0,08	0,08	0,06	0,05
ROIC (DO i alt/NDA)		0,06	0,07	0,08	0,07	0,08	0,08	0,06	0,05
NFA		-26.702							

RIDO	2.119	2.440	3.233	2.957	2.337	2.882	2.233	1.404
WACC	3,72%							
Diskonteringsfaktor	1	0,964	0,930	0,896	0,864	0,833	0,803	0,774
PV DCF	4.876	5.735	4.111	3.912	14.844	3.428	-515	2.135
PV RIDO	2.119	2.352	3.005	2.650	2.019	2.401	1.794	1.087

Carlsberg A/S		
	Mio.kr.	Kurs
PV DCFF ultimo 2016 (2017-2023)	31.514	
PV RIDO ultimo 2016 (2017-2023)	14.222	
TV DCFF ultimo 2016	126.253	
TV RIDO ultimo 2016	63.194	
NDA	80.352	
NFA	-26.702	
Enterprise value (DCFF)	157.768	
Enterprise value (RIDO)	157.768	
Equity Value (DCFF) ultimo 2016	131.066	859
Equity Value (RIDO) ultimo 2016	131.066	859

DCFF	RIDO
31.514	14.222
126.253	63.194
	80.352
-26.702	-26.702
131.066	131.066

Bilag 8 – Multipelanalyse

Multipelanalyse	Kursværdi EUR 7,43 d. 31-12-2016										
	Kursværdi USD 7,05 d. 31-12-2016										
Multipelanalyse	Aktiekurs ult. 2016	aktier	EPS	Total Assests	Sales	EBITDA	EBIT	NFF	EQUITY	Marketcap	EV
Kerne peergroup											
Heineken	71,26	576.002.613	27,34	292.155	154.485	26.302	27.491	85.958	108.277	41.046	127.004
Anheuser Busch Inbev NV	100,06	1.693.240.000	18,89	1.821.586	320.895	115.338	90.818	804.856	502.940	169.426	974.282
Middelværdi											
Standardafvigelse											

	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT
Heineken	0,27	2,61	0,14	4,83	4,62
Anheuser Busch Inbev NV	0,53	5,30	0,09	8,45	10,73
Middelværdi	0,40	3,95	0,12	6,64	7,67
Standardafvigelse	0,19	1,90	0,03	2,56	4,32

	Aktiekurs ult. 2016	aktier	EPS	Total Assests	Sales	EBITDA	EBIT	NFF	EQUITY	Marketcap	EV
Carlsberg	309,50	152.556.804	20,70	126.906	62.614	11.949	7.723	26.702	56.650	47.216	83.352

Carlsberg	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT
Carlsberg	0,75	6,11	0,37	6,98	10,79
(KPG) middelværdi	0,40	3,95	0,12	6,64	7,67
Discount (KPG)	-90%	-55%	219%	-5%	-41%