

15. maj | **2017**

Analyse af Carlsbergs optimale kapitalstruktur under hensyntagen til rentabilitet, kreditvurdering og risiko

Forfattere

Kathrine Myrtue Thomsen

Maria Rafn Hochreuter

Vejleder

Michael E. Jacobsen

Kandidatafhandling

Cand.merc.fir.

Institut for finansiering

Copenhagen Business School

Antal sider/anslag ekskl. bilag: 115 sider / 250.342 anslag



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Executive summary

The objective of this thesis is to determine the optimal capital structure of Carlsberg in relation to profitability, creditworthiness and risk in the period 2011-2015. This is determined by analyses of the historic capital structure of Carlsberg compared to profitability, creditworthiness and risk. The analyses are compared to a peer-group analysis to expose relations between Carlsberg's choice of capital structure and the average capital structure in the brewing industry.

The analyses are supported by sensitivity analyses which examine the effect of changes in capital structure on profitability, creditworthiness and risk. On basis of the sensitivity analyses the optimal capital structure for Carlsberg, and also for the brewing industry in general, is decided. Furthermore, it is examined whether Carlsberg's optimal capital structure is attributable to the brewing industry or to the company's characteristics.

This thesis concludes that changes in capital structure have a large effect on creditworthiness and risk but a lesser effect on profitability. In terms of creditworthiness, a high equity financing is preferred, since large financial liabilities increase the bankruptcy and liquidity risk. With regards to profitability a high debt financing is preferred, since leverage increases profitability if the company has profitable key ratios. The risk perspective includes market risk premiums, risk-free interest rates and the interest tax-shield, according to which the minimum risk often will be situated at the minimum point on a convex curve. Therefore, a compromise has to be made between profitability, creditworthiness and risk, when the optimal capital structure is determined.

The optimal capital structure for Carlsberg in the period 2011-2015 is found to be 30-50% debt, which approximately corresponds to the level of Carlsberg's historic capital structure. The optimal capital structure of the peer-group is 40-50% debt, and thus indicates a general level of optimal capital structure in the brewing industry. This is supported by the analysis of two businesses comparable to Carlsberg, Pandora and Orkla, whose optimal capital structure differs considerably from Carlsberg's. Thus, the level of optimal capital structure for Carlsberg is attributable to the brewing industry, and a general level of optimal capital structure exists in the brewing industry.

Indholdsfortegnelse

Executive summary.....	1
1. Indledning	4
2. Problemformulering.....	6
3. Metode.....	7
3.1 Dataindsamling	9
3.2 Afgrænsning	9
4. Kapitalstrukturteori.....	11
4.1 Modigliani & Miller	11
4.2 Agentomkostninger	15
4.3 Konkursomkostninger	16
4.5 Trade-off teori.....	16
4.6 Asymmetrisk information og signalling-teori	18
4.7 Pecking order teori	18
4.8 Tilpasning af kapitalstrukturen	19
4.9 Delkonklusion på kapitalstruktur teori	21
5. Introduktion til peer-gruppe	23
5.1 Peer-gruppe inden for samme branchen.....	25
5.2 Peer-gruppe uden for bryggeribranchen.....	28
6. Regnskabsanalyse.....	30
6.1 Reformulering af resultatopgørelse.....	30
6.2 Reformulering af balance	31
6.3 Klassificering af regnskabsposter	31
7. Introduktion til rentabilitet-, kredit- og risikoanalyse.....	34
7.1 Rentabilitetsanalyse	34
7.2 Kreditanalyse.....	38
7.3 Kapitalomkostninger	41
7.3.1 Estimering af kapitalstruktur	41
7.3.2 Estimering af egenkapitalomkostninger.....	42
7.3.3 Estimering af fremmedkapitalomkostninger	44
8. Analyse af kapitalstruktur	46

9.	Analyse af rentabilitet.....	49
9.1	Egenkapitalforrentning og kapitalstruktur	52
10.	Analyse af kreditværdighed	56
10.1	Kort- og langsigtede likviditetsnøgletal	56
10.2	Altman's Z-score	61
10.3	Kredit rating.....	62
10.4	Delkonklusion på analyse af kreditværdighed.....	64
11.	Analyse af risiko.....	66
12.	Følsomhedsanalyse.....	73
12.1	Følsomhedsanalyse af rentabilitet	73
12.2	Følsomhedsanalyse af kreditværdighed	79
12.3	Følsomhedsanalyse af risiko	85
13.	Optimal kapitalstruktur.....	90
14.	Analyse af generel optimal kapitalstruktur	97
14.1	Rentabilitet	97
14.2	Kreditanalyse	100
14.3	Risikoanalyse	105
14.4	Optimal kapitalstruktur for Orkla og Pandora	111
15.	Konklusion.....	114
16.	Litteraturfortegnelse	116
17.	Tabel- og figuroversigt.....	122
18.	Bilagsfortegnelse	125

1. Indledning

Aktieselskaber finansierer sig gennem gæld og egenkapital, og forholdet mellem gæld og egenkapital betegnes som virksomhedens kapitalstruktur. Virksomheden kan regulere kapitalstrukturen løbende og tilpasse den til nye strategier og markedsforhold. Nogle virksomheder vælger at fastsætte en "target kapitalstruktur", men det kan være svært at vurdere, hvad der er det optimale valg mellem gæld og egenkapital, da flere forskellige faktorer har indflydelse på valget af den optimale kapitalstruktur.

Bryggeribranchen arbejder generelt ikke med en target kapitalstruktur, men tilpasser kapitalstrukturen løbende. Branchen er præget af høj konsolidering gennem opkøb, og de største aktører på markedet bliver stadigt større og mere internationale (Goldman Sachs, 2014; s. 8). Carlsberg er blandt de fire¹ største virksomheder i bryggeribranchen, og har i perioden 2003-2013 øget sin markedsandel med 285%² gennem opkøb. Bryggeribranchen har derfor ofte behov for kapital til at finansiere deres store investeringer i nye opkøb, og må overveje hvad ændringer i kapitalstrukturen har af effekt på virksomhedens risiko og adgang til finansiering. På den anden side bør der også tages højde for den positive effekt af skattefradrag, som den øgede gældsættelse medfører.

Carlsberg har ifølge årsrapporten løbende haft fokus på virksomhedens kapitalstruktur for derigennem at opfylde koncernens og aktionærernes interesser, men har ikke fastsat en target kapitalstruktur. Carlsberg har ved ændringer i kapitalstrukturen til hensigt at skabe profitabel vækst, og har desuden et strategisk fokus på virksomhedens kredit rating (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 97). For Carlsberg inddrages profitabel vækst dermed også i overvejelserne omkring kapitalstruktur, og den optimale kapitalstruktur bliver derfor en afvejning mellem rentabilitet, kreditværdighed og risiko.

På den ene side taler kreditværdighed for høj egenkapitalfinansiering, da høje finansielle forpligtelser øger risikoen for konkurs. På den anden side trækker rentabilitet i retning af høj fremmedkapitalfinansiering, idet gearing af en virksomhed med lønsomme nøgletal ofte øger rentabiliteten. Hertil kommer risiko-parameteren, som indregner markedsrisikopræmier, risikofrie renter og renteskatteskjold, hvorefter den minimale risiko ofte vil ligge med et minimumspunkt på en konveks kurve. Der må derfor indgås et kompromis mellem rentabilitet, kreditværdighed og risiko når den optimale kapitalstruktur skal findes.

Danmarks Nationalbank publicerede i 2014 en analyse af danske virksomheders kapitalstruktur, produktivitet og adgang til finansiering. Her konkluderedes, at virksomheder med høj soliditetsgrad har større fleksibilitet i valg af finansieringskilder, og at finansiell gearing vil mindske soliditeten – alt andet lige. Desuden konkluderedes, at gældsfinansiering frem for egenkapitalfinansiering kan være fordelagtigt i det danske skattesystem (Danmarks Nationalbank, 2014, 4. kvartal). Den

¹ MarketLine Industry Profile, 2016

² Goldman Sachs, 2014; s. 8

optimale kapitalstruktur er en afvejning mellem flere faktorer; som Michael Møller (2005) udtrykker det:

Så mange faktorer øver indflydelse på hvilken kapitalstruktur, der er optimal, at man skal være forsigtig med faste synspunkter. Konkursomkostninger trækker i retning af høj egenkapitalandel; skatter trækker ofte i retning af lav egenkapitalandel.

Afhandlingen søger at fastlægge den optimale kapitalstruktur for Carlsberg og for bryggeribranchen i forhold til rentabilitet, kreditværdighed og risiko, samt at belyse hvilke faktorer der bør inddrages i overvejelserne omkring fastlæggelse af kapitalstruktur.

2. Problemformulering

Afhandlingens formål er at bestemme den optimale kapitalstruktur for Carlsberg i forhold til rentabilitet, kreditværdighed og risiko. Med udgangspunkt i en femårig periode fra år 2011 til 2015 ønskes at belyse, hvordan ændringer i kapitalstrukturen påvirker de tre faktorer, og hvilken kapitalstruktur der er optimal for Carlsberg i perioden.

Analyserne sammenholdes med en peer-gruppe analyse med det formål at undersøge, om der er sammenhæng mellem Carlsbergs valg af kapitalstruktur og kapitalstrukturen i bryggeribranchen. Herigennem undersøges, om der findes et generelt niveau for optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen. Desuden undersøges, om Carlsbergs optimale kapitalstruktur kan tilskrives bryggeribranchen, eller om andre sammenlignelige virksomheder uden for bryggeribranchen har samme optimale kapitalstruktur.

På baggrund heraf er afhandlingens problemformulering:

Hvad er Carlsbergs optimale kapitalstruktur i forhold til rentabilitet, kreditvurdering og risiko, og findes der en generel optimal kapitalstruktur for bryggeribranchen?

Følgende underspørgsmål bidrager til at konkretisere problemformuleringen:

- Hvad er den teoretisk optimale kapitalstruktur?
- Er der sammenhæng mellem kapitalstruktur og rentabilitet, kreditværdighed og risiko for Carlsberg og peer-gruppen?
- Hvad er effekten af ændringer i Carlsbergs og bryggeribranchens kapitalstrukturer på rentabilitet, kreditværdighed og risiko?
- Er der konsistens mellem den optimale kapitalstruktur hos Carlsberg og i bryggeribranchen?
- Er der sammenhæng mellem Carlsbergs optimale kapitalstruktur og den optimale kapitalstruktur for virksomheder med sammenlignelige karakteristika inden for andre brancher?

Underspørgsmålene har til formål at give en helhedsvurdering af Carlsbergs rentabilitet, kreditvurdering og risiko. Den optimale kapitalstruktur bestemmes med fokus på at maksimere virksomhedens rentabilitet og opnå bedst mulig kreditværdighed under hensyntagen til virksomhedens risiko.

3. Metode

Dette afsnit har til formål at give læseren et overblik over afhandlingens struktur og metodevalg, der er truffet til besvarelse af problemformuleringen.

Den overordnede metodiske tilgang består af en kombination mellem en finansiell teoretisk tilgang og en regnskabsanalytisk tilgang. Den teoretisk optimale kapitalstruktur er baseret på finansieringsteori i relation til faget "Corporate finance", mens hovedområderne rentabilitet, kreditvurdering og risiko tager udgangspunkt i en regnskabsanalytisk tilgang i henhold til faget "Regnskabsanalyse". Denne tilgang gør, at der brydes med ensidede teoretiske antagelser fra finansieringsteori såsom konstante kapitalomkostninger, WACC. Desuden muliggør udvælgelsen af de tre hovedområder og den regnskabsmæssige tilgang, at afhandlingen ikke baseres på forudsætninger om udvikling i fremtiden, som ved værdiansættelse. Hovedområderne er derfor valgt med det formål at gøre afhandlingen mere virkelighedsnær og realistisk.

Afhandlingen anvender udelukkende sekundær empiri i form af litteratur, årsrapporter, markedsrapporter, brancheanalyser og informationer hentet fra internettet. Afhandlingen anvender kvantitative metoder til belysning af Carlsbergs optimale kapitalstruktur og til at fastlægge en generel optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen.

Analysen indeholder både en tidsserie- og en tværsnitsanalyse. Den historiske periode er år 2011 til 2015, som danner grundlaget for vurdering af optimal kapitalstruktur. Der foretages en tidsserieanalyse over perioden af virksomhedernes finansielle nøgletal på baggrund af reformulerede regnskaber. Perioden i tidsserieanalysen medtager år 2010, da der anvendes gennemsnitstal i pengestrømsopgørelsen til beregning af nøgletal i Standard & Poor's kredit rating. Bevæggrunden for tidsserieanalysen er, at det ønskes at identificere tendenser for finansiell gearings indflydelse på de tre hovedområder gennem perioden, samt at undersøge om der har været år med særlige forhold, som har haft indflydelse på finansielle nøgletal og optimal kapitalstruktur.

Tværsnitanalysen består af to separate analyser. Den første del er analyse af en udvalgt peer-gruppe til Carlsberg, bestående af andre lignende virksomheder i bryggeribranchen. Den anden tværsnitanalyse består af to udvalgte virksomheder, som er sammenlignelige med Carlsberg på forskellige parametre. Forskellen på analyserne er, at de to udvalgte virksomheder ikke opererer i bryggeribranchen, men i andre brancher. De to virksomheder inddrages i undersøgelsen af, om der findes en generel optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen og for at give analysens resultater robusthed.

Alle virksomheder, som indgår i tværsnitanalysen, er nøje udvalgt efter bestemte karakteristika som virksomhedsstørrelse, samme regnskabsstandard (IFRS) og med fokus på at virksomhederne er globale aktører.

Både tidsserie- og tværsnitsanalysen kan indeholde støj, hvilket der igennem afhandlingen vil være fokus på for ikke at risikere misvisende resultater. De relevante støjkilder beskrives og betragtes igennem afhandlingen.

Analysen er baseret på ultimo-tal, dels fordi der generelt anvendes ultimo-tal til kreditanalyse, og dels fordi der ønskes at se på et øjebliksbillede. Dette øjebliksbillede giver mulighed for at analysere effekten af ændringer i kapitalstrukturen i enkelte år.

Først gennemgås teorier om kapitalstruktur, som danner grundlag for analyser og antagelser. Herefter introduceres peer-grupperne henholdsvis inden for og uden for bryggeribranchen og valget af peer-grupperne begrundes.

Til brug for analyse og følsomhedsanalyse er der foretaget en regnskabsanalyse af alle analyserede virksomheder, for at gøre regnskaberne sammenlignelige. Regnskabsanalysen præsenteres for Carlsberg og nødvendige antagelser specificeres og begrundes.

Herefter følger en introduktion til de anvendte metoder i analyserne samt følsomhedsanalyserne, og beregningerne bag analyser og følsomhedsanalyser uddybes.

I analyse-afsnittet foretages en rentabilitets-, kredit- og risikoanalyse af de historiske forhold for perioden 2011-2015. Der tages udgangspunkt i Carlsberg, og resultaterne fra de tre analyser sammenholdes med tilsvarende analyser for en branchespecifik peer-gruppe, for at underbygge resultaternes validitet, og for at undersøge om der findes et generelt niveau for kapitalstruktur i bryggeribranchen.

Analysen af de historiske forhold følges op af en følsomhedsanalyse af rentabilitet, kreditværdighed og risiko. Her undersøges effekten i de tre nævnte faktorer ved ændringer i kapitalstrukturen, med det formål at fastlægge en optimal kapitalstruktur i hvert af de fem analyserede år. Følsomhedsanalysen sammenholdes med en peer-gruppe analyse, dels for at skabe robusthed i valget af Carlsbergs optimale kapitalstruktur, og dels for at undersøge om der findes et generelt niveau for den optimale kapitalstruktur i bryggeribranchen.

Resultaterne fra analyserne munder ud i et afsnit, som fastlægger Carlsbergs optimale kapitalstruktur for den femårige periode. Desuden fastlægges også peer-gruppens optimale kapitalstruktur i form af et gennemsnitligt niveau for de fire peer-gruppe virksomheder.

Herefter inddrages en ny peer-gruppe uden for bryggeribranchen, bestående af virksomheder med fælles karakteristika og sammenlignelige parametre som Carlsberg. Formålet med denne analyse er at belyse, hvorvidt den fundne optimale kapitalstruktur er forbeholdt bryggeribranchen, eller om den kan tilskrives virksomhedstypen og de fælles karakteristika.

De teoretiske påstande om kapitalstruktur bygger alle på en række forudsætninger, som ikke er muligt at opfylde i praksis. Den virkelige verden indeholder blandt andet omkostninger, risiko og skat, som bryder med visse af disse teoretisk optimale kapitalstrukturer. Derfor belyses betydningen af omkostninger, risiko og skat på valget af kapitalstruktur. Dette følges op af et afsnit, som beskriver hvordan ændringer i kapitalstrukturen kan foretages.

Afhandlingen afsluttes med en samlet konklusion.

3.1 Dataindsamling

Til afhandlingens analyser anvendes regnskaber fra Carlsberg og peer-gruppens årsrapporter. Årsrapporterne kan være behæftet med fejl, og/eller virksomhederne kan have ønsket at manipulere data af konkurrencemæssige hensyn. Eftersom årsrapporterne er underskrevet af uafhængige revisorer, lægges det til grund, at regnskabsdata er pålidelige.

Til analyserne anvendes desuden data udarbejdet af Fernández til at estimere risikopræmier, og Danmarks Statistik som estimat for risikofrie renter, samt tabeller fra Damodaran til at beregne kredit rating. Både Fernández og Damodaran anses for pålidelige kilder, da de er hyppigt citeret i lærebøgerne om kapitalstruktur, ligesom Danmarks Statistik anses for værende troværdig.

Til bedømmelse af nøgletal i kreditanalysen anvendes minimumsniveauer, som er fundet i Plenborg og på Investopedia. Nøgletals-niveauerne herfra kan potentielt være mere/mindre stringente, men vurderes at være realistiske på baggrund af Plenborgs funktion som lærebog inden for regnskabsanalyse, og Investopedia som værende verdens største finansielle oplysnings-hjemmeside. Fra Infancials hentes værdier for beta levered og de respektive D/E-forhold til estimering af WACC, samt historiske aktiekurser til beregning af markedsværdien af egenkapital, som benyttes i risikoanalysen. Infancials er en anerkendt og uafhængig finansiell database, som vurderes at være en troværdig kilde.

Markedsrapporter, brancheanalyser og markedsstatistikker er hentet fra Euromonitor og MarketLine, som begge er uafhængige udbydere af markedsanalyser og derfor anses for pålidelige kilder.

3.2 Afgrænsning

Afhandlingen afgrænses til det europæiske marked, som anvender de internationale regnskabsstandarder, IFRS. Denne afgrænsning grunder i dels konsistent regnskabspraksis, og dels i at Carlsbergs tre³ største konkurrenter befinder sig på det europæiske marked. Royal Unibrew medtages som Carlsbergs primære konkurrent på hjemmemarkedet.

Analysen laves for en femårig periode for at få cyklus på resultaterne, så resultaterne ikke påvirkes af særlige forhold i enkelte år. Den analyserede periode er årene 2011-2015, og der afgrænses derfor fra de nyeste årsregnskaber og kvartalsregnskaber fra år 2016, selvom disse blev offentligt tilgængelige inden denne afhandlings afleveringsdato d. 15/05/2017. Skæringsdatoen for indsamling af regnskaber er derfor d. 01/04/2016. Afgrænsningen fra år 2016 er foretaget som følge af, at to af bryggeribranchens største aktører blev slået sammen i år 2016, idet AB InBev opkøbte SABMiller og dermed opnåede en markedsandel på ca. 27%⁴, svarende til tre gange så stor en markedsandel som deres nærmeste konkurrent, Heineken. Dette vurderes at være en så ekstraordinær begivenhed, at år 2016 ikke kan sammenlignes med de tidligere år. Afhandlingen behandler derfor heller ikke fusionen.

³ Carlsbergs tre største konkurrenter baseret på markedsandel var i 2015; Anheuser-Busch InBev, SABMiller og Heineken (MarketLine Industry Profile, 2016 og bilag 1).

⁴ Euromonitor, 2016; s. 6 og Passport, 2016; s. 9.

Analysen tager udgangspunkt i Carlsberg og resultaterne sammenholdes med en peer-gruppe-analyse. Der foretages derfor ikke en fuld analyse af de enkelte virksomheder i peer-gruppen, dog kommenteres der på eventuelle særlige forhold i løbet af perioden.

Afhandlingen baseres på historiske tal, idet formålet er at belyse, hvilken effekt en ændring i kapitalstrukturen i pågældende år ville have haft på rentabilitet, kreditværdighed og risiko. Der afgrænses derfor fra at estimere fremtidige værdier. I forlængelse heraf afgrænses ligeledes fra en strategisk analyse, da fokus er de historiske regnskaber og sammensætningen af virksomhedens finansiering, og da det ikke er formålet at estimere fremtidige værdier. Af denne årsag tages der ikke kontakt til Carlsberg, da analysen baseres på offentligt tilgængelige regnskaber og information.

Der anvendes bogførte værdier igennem analysen, og der afgrænses derfor fra markedsværdier. Der anvendes bogførte værdier i rentabilitets- og kreditværdighedsanalysen, hvorfor der også anvendes bogførte værdier i risiko-analysen for at opnå konsistens i resultaterne. Derudover er det uvist, hvordan markedet vil reagere på ændringer i kapitalstrukturen, og det vurderes derfor at risiko-analysen vil være præget af for mange skønsmæssige vurderinger, såfremt der anvendes markedsværdier til WACC-beregning.

4. Kapitalstrukturteori

Kapitalstrukturteori omhandler, hvorvidt kapitalstruktur har betydning for virksomhedens værdi, altså om det er muligt at skabe værdi gennem beslutninger om kapitalstruktur. Den teoretisk optimale kapitalstruktur minimerer virksomhedens kapitalomkostninger og herved maksimerer virksomhedens værdi (Hillier, 2011; s. 429).

Kapitalstruktur består i forholdet mellem gæld og egenkapital, målt til markedsværdi, som bruges til at finansiere virksomhedens investeringer, hvor summen af markedsværdien af gæld og markedsværdien af egenkapital er lig med virksomhedens værdi. Den optimale kapitalstruktur betragtes som det D/E-forhold, der giver de lavest mulige gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, WACC (Hillier, 2011; s. 429 og Parum, kap. 17).

Der findes forskellige teorier om kapitalstruktur. Modigliani og Miller (herefter M&M) publicerede i 1958 proposition I, som var banebrydende inden for kapitalstrukturteori. Efterfølgende udgav M&M proposition II, som inddrager skatter, og angiveligt er en korrektion til den første udgivelse (Brusov, 2015; s. 9). Sidenhen har trade-off teorien fra 1973, som inddrager agent- og konkursomkostninger, og pecking order teorien fra 1984, vedrørende asymmetrisk information og valget mellem intern og ekstern finansiering, vundet indpas i teoribøgerne om kapitalstruktur.

I følgende afsnit beskrives først M&M's propositioner I og II, og herefter gennemgås de øvrige teorier om kapitalstruktur; trade-off teorien og pecking order teorien.

4.1 Modigliani & Miller

M&M proposition I viser, at under forudsætning af perfekt kapitalmarked er kapitalstruktur irrelevant. Kapitalstruktur har altså ingen indflydelse på virksomhedens værdi, målt som den samlede værdi af alle virksomhedens udestående aktier. Derfor gælder at hvis ændringer i kapitalstrukturen påvirker virksomhedens værdi, skyldes det imperfektioner på markedet, som eksempelvis gældens påvirkning på virksomhedsskat.

Perfekt kapitalmarked

Et perfekt kapitalmarked er defineret som et marked, hvor der ikke er arbitragemuligheder, idet markedet består af symmetrisk information, som indebærer at der ikke er signaleringsmuligheder (financial-dictionary.com).

Forskellige betingelser skal være opfyldt, for at der er tale om et perfekt kapitalmarked. Investorer og virksomheder kan handle værdipapirer til markedspriser, hvor den konkurrencemæssige markedspris er nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Der ses bort fra skatter, transaktionsomkostninger og konkursomkostninger i et perfekt kapitalmarked, under den forudsætning at disse ikke eksisterer. Den sidste betingelse er, at virksomhedens finansieringsbeslutninger ikke giver ny information og ikke har indflydelse på pengestrømme fra investeringer (Berk, 2014; s. 525). Det perfekte kapitalmarked antager desuden, at direktionen er rationel, og der ikke findes interessekonflikter og dermed heller ingen agentomkostninger, som er

omkostninger der opstår ved interessekonflikter, jf. afsnit 4.2 om agentomkostninger (Parum, 2015; kap. 17 og kap. 12).

M&M Proposition I

M&M Proposition I hævder, at under perfekt kapitalmarked er markedsværdien af en virksomhed uafhængig af kapitalstrukturen. Andelen af gældsfinansiering har altså ingen påvirkning på virksomhedens værdi og kapitalomkostninger, forudsat at aktivsiden holdes konstant.

Proposition I bekræftes ved, at virksomhedsgæld og personlig gæld er perfekte substitutter. Investorer kan låne og udlåne på egen hånd og under samme vilkår som selskaber, hvorfor renten vil være ens. Investorer har således mulighed for at vælge en alternativ kapitalstruktur ved selv at geare deres egen portefølje og opnå samme resultat (Berk, 2014; s. 525-526).

Markedsværdien af en gearet virksomhed, V_L , er derfor lig med markedsværdien af en ugearet virksomhed, V_U (Hillier, 2011; s. 458):

$$V_L = V_U \quad (1.1)$$

Hvor virksomhedens værdi er lig med summen af markedsværdien af gæld, D , og markedsværdien af egenkapital, E , uanset om virksomheden er gearet eller ej (Berk, 2014; s. 530):

$$V_L = V_U = E + D \quad (1.2)$$

Ifølge M&M Proposition I påvirker virksomhedens finansieringsbeslutning altså ikke virksomhedens værdi. I følgende afsnit gennemgås M&M proposition II, hvor finansiell gearing og egenkapitalomkostninger inddrages.

M&M Proposition II

M&M proposition II beskriver, hvordan finansiell gearing påvirker afkastet på egenkapitalen, også kendt som egenkapitalomkostninger, og understreger, at for en gearet virksomhed vil det forventede afkast på aktiver, r_A , stige i takt med D/E -forholdet (Parum, 2015; s. 352).

Det forventede afkast på en portefølje er lig med det gennemsnitlige afkast på de individuelle aktiver porteføljen består af. Det forventede afkast på en portefølje, som består af alle virksomhedens eksisterende værdipapirer, er givet ved (Parum, 2015; s. 352):

$$WACC = r_A = \left(\frac{E}{D+E}\right)r_E + \left(\frac{D}{D+E}\right)r_D \quad (1.3)$$

Virksomhedens samlede forventede afkast, r_A , svarer derfor til virksomhedens gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, WACC, som udgør et vægtet gennemsnit af afkastet på egenkapitalen, r_E , og afkastet på gælden, r_D , også kaldet fremmedkapitalomkostninger eller lånerenten. Virksomhedens kapitalomkostninger anvendes til at diskontere pengestrømme fra projekter med samme risiko som virksomheden (Parum, 2015; s. 352).

Ved at isolere r_E i formel (1.3) fås, at afkastet på egenkapitalen for en gearet virksomhed, r_E , er lig med det forventede afkast på aktiver, r_A , for en ugearet virksomhed, plus en risikopræmie for finansiell risiko, som er givet ved: $(r_A - r_D)(D/E)$, (Parum, 2015; s. 352).

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) \left(\frac{D}{E} \right) \quad (1.4)$$

Det første led, r_A , refererer til virksomhedens driftsaktiviteter og indeholder virksomhedens forretningsmæssige risiko, og er ikke påvirket af finansieringsbeslutningen. Jo større forretningsmæssig risiko og dermed r_A , desto større afkastkrav på egenkapitalen, r_E , – alt andet lige. Andet led er bestemt af virksomhedens finansieringsbeslutning, herunder D/E-forholdet, og vil være nul, hvis virksomheden er fuldt egenkapitalfinansieret. Hvis virksomheden vælger gældsfinansiering påvirkes virksomhedens finansielle risiko på egenkapitalen. Aktionærerne vil kræve kompensation for at påtage sig finansiell risiko, og det vil få r_E til at stige (Hillier, 2011; s. 437-438).

Ovenstående udtryk (1.4) viser altså, at r_E stiger i takt med D/E-forholdet. På trods heraf forbliver WACC uændret (1.3) i det perfekte kapitalmarked, da en forøgelse i forventet afkast på egenkapitalen, r_E , modsvares af en forøgelse i risiko ved ændringen af (E/V) og (D/V). Dermed forbliver kapitalomkostningerne og virksomhedens værdi uændret (Berk, 2014; s. 530 og Parum, 2015; s. 352).

Kapitalstrukturens påvirkning på beta beskrives kort i det følgende. Virksomhedens beta for aktiver, β_A , er lig med beta på en portefølje som består af virksomhedens gæld og egenkapital, og er derfor et vægtet gennemsnit af beta for egenkapital, β_E , og beta for gæld, β_D (Berk, 2014; s. 534-535 og Parum, 2015; s. 354-355):

$$\beta_A = \frac{E}{E+D} \beta_E + \frac{D}{E+D} \beta_D \quad (1.5)$$

Samlet set påvirker finansiell gearing ikke virksomhedens samlede risiko og det forventede afkast på virksomhedens aktiver. Finansiell gearing resulterer i at gælden og egenkapitalen bliver mere risikabel, da aktionærerne vil kræve et højere afkast for at påtage sig mere finansiell risiko. Beta for en ugearet virksomhed måler altså markedsrisikoen på virksomhedens underliggende aktiver, og kan anvendes til at beregne kapitalomkostningerne for sammenlignelige investeringer. Den ugearede beta vil forblive upåvirket, hvis virksomhedens kapitalstruktur ændres uden ændringer i investeringer. Beta for egenkapital vil påvirkes af ændringer i kapitalstrukturen, som følge af ændring i risikoen, og udtrykkes ved at isolere β_E (Berk, 2014; s. 534-535 og Parum, 2015; s. 354-355):

$$\beta_E = \beta_A + (\beta_A - \beta_D) \left(\frac{D}{E} \right) \quad (1.6)$$

Virksomhedens egenkapital-beta vil også øges i takt med D/E-forholdet (Berk, 2014; s. 534-535 og Parum, 2015; s. 354-355).

M&M med virksomhedsskat

I en verden med virksomhedsskat gælder, at gæld har to effekter. De renter, som betales på gæld, er fradragsberettigede, og gør det fordelagtigt at være gældsfinansieret – alt andet lige. Virksomhedens skat reduceres således, når gældsandelen forøges som følge af en skattebesparelse, også kaldet renteskattebeskyld. Den anden effekt består i konkursomkostninger, som skal tages i betragtning, når virksomhedens gældsandel forøges, da sandsynligheden for, at virksomheden ikke kan overholde sine finansielle forpligtelser, bliver større. I dette afsnit ses nærmere på skatter, men der ses bort fra

konkursomkostninger, som ikke indgår i M&M's kapitalstrukturteori, og konkursomkostninger behandles derfor først i næste afsnit om trade-off teori, jf. afsnit 4.4.

M&M proposition I med virksomhedsskat viser, at værdien af en virksomhed påvirkes af renteskatteskjoldet:

$$V_L = V_U + PV \text{ af renteskatteskjoldet} \quad (1.7)$$

Nutidsværdien (PV) af renteskatteskjoldet er givet ved:

$$\frac{T_C * D * R_D}{R_D} = T_C * D \quad (1.8)$$

Hvor T_C er den marginale virksomhedsskat. Forventet afkast på gælden efter-skat er givet ved (Parum, 2015; s. 359):

$$r_D(1 - T_C) \quad (1.9)$$

På baggrund heraf får kapitalstruktur betydning for virksomhedens værdi, når der tages højde for skat. Den optimale kapitalstruktur vil i dette tilfælde være 100% gæld. Det understøttes ved at se på M&M proposition II med virksomhedsskat, hvor virksomhedens kapitalomkostninger er givet ved:

$$WACC \text{ efter skat} = \left(\frac{E}{V}\right)r_E + \left(\frac{D}{V}\right)r_D(1 - T_C) \quad (1.10)$$

Når virksomheder skal diskontere projekter med en gennemsnitlig risiko, anvendes forventet afkast efter skat på gælden, til at beregne WACC efter skat.

Til beregning af WACC estimeres r_E :

$$r_E = r_A + (r_A - r_D)\left(\frac{D}{E}\right)(1 - T_C) \quad (1.11)$$

Hvor r_A er kapitalomkostningerne for en ugearet virksomhed.

M&M proposition II siger, at i en verden uden skat er virksomhedens kapitalomkostninger de samme, uanset størrelse af gearing, men hvis virksomheden opnår renteskatteskjold på rentebetalinger, vil efter-skat WACC falde, når gælden stiger. Med virksomhedsskat vil virksomhedens værdi altså forøges når gældsandelen forøges (Parum, 2015; s. 359-360).

Den traditionelle teori

Ovenstående teori har taget udgangspunkt i at minimere kapitalomkostninger, WACC, for at maksimere virksomhedens værdi. Finansiell gearing kan påvirke driftsindtjeningen på flere områder, og i tilfælde af at virksomheden ikke har konstant driftsindtjening, vil forudsætningen, i M&M proposition I, ikke være opfyldt. Som tidligere vist gælder, at når gældsandelen stiger, reduceres WACC, da aktionærerne kræver et større forventet afkast. Ifølge M&M proposition II stiger r_E ikke mere, end at WACC holdes konstant (Parum, 2015; s. 356). Den traditionelle tilgang er, at r_E vil forøges ved finansiell gearing, men i mindre grad end forudsat i M&M's proposition II. Dette gælder dog ikke for virksomheder, som har en overdreven gældsandel, hvor r_E vil øges med mere end under M&M proposition II. Finansiell gearing vil altså have en påvirkning på WACC, således at WACC først vil falde og derefter stige. I vendepunktet vil WACC ramme minimum ved en bestemt gældsandel.

Den traditionelle tilgang stemmer altså overens med M&M's propositioner under forudsætning af perfekt kapitalmarked (Parum, 2015; s. 357-360).

Opsummering

M&M's proposition I viser, at kapitalstruktur er irrelevant under forudsætning af perfekt kapitalmarked. M&M's propositioner giver en grundlæggende forståelse for kapitalstrukturteorien, og det er vigtigt at vide, under hvilke forudsætninger M&M's teori er gældende. Kapitalstruktur har betydning på et marked med imperfektioner. M&M's proposition II med virksomhedsskat viser, at en øget gældsandel har en positiv påvirkning på virksomhedens værdi på grund af renteskatteskjoldet, hvorfor 100% gæld vil være den optimale kapitalstruktur. På kapitalmarkedet i den virkelige verden er der også andre imperfektioner at tage højde for, som ikke indgår i M&M's propositioner, og disse vil have indflydelse på virksomhedens værdi og hermed den optimale kapitalstruktur (Parum, 2015; s. 345).

4.2 Agentomkostninger

Efter M&M proposition II bør virksomhedens gældsniveau udnytte skatteskjoldet til fulde. Litteraturen peger på, at dette imidlertid ikke sker i praksis. Studier af virksomheders rentebetalinger i forhold til den skattepligtige indkomst (EBIT) viser, at virksomheder over hele verden kun udnytter omkring en tredjedel af renteskatteskjoldet (Berk, 2017; s. 574-575). Det indikerer, at det er nødvendigt at se på, hvordan konkurs- og agentomkostninger påvirker valget af kapitalstruktur, da en øgning af gæld vil øge risikoen for misligholdelse af virksomhedens finansielle forpligtelser, og dermed øge sandsynligheden for konkurs (Berk, 2017; s. 575).

I en kriseramt virksomhed kan der opstå interessekonflikter mellem kreditorer og aktionærer, og de omkostninger, som konflikterne medfører, betegnes som agentomkostninger. Direktionen har ofte aktier i virksomheden og er valgt ind med godkendelse fra bestyrelsen, så derfor vil direktionen naturligt have interesse i at maksimere værdien af virksomhedens egenkapital (Berk, 2017; s. 597). Når en virksomhed har optaget gæld, kan der opstå interessekonflikter, når investeringsbeslutninger har forskellige konsekvenser for værdien af henholdsvis egenkapitalen og fremmedkapitalen, og sådanne konflikter opstår oftest når sandsynligheden for konkurs er høj (Berk, 2017; s. 597). I en kriseramt virksomhed kan direktionen således træffe beslutninger til gavn for aktionærerne på bekostning af kreditorerne, idet visse beslutninger vil sænke markedsværdien af virksomheden (Berk, 2017; s. 597 og Hillier, 2011; s. 462).

Agentomkostninger kan forekomme ved:

1. Overdreven risikovillighed eller overinvestering, hvor direktionen foretager risikable investeringer (negative NPV⁵-projekter), som i bedste fald udsætter konkursen og i værste fald sænker virksomhedens værdi.
2. Underinvesteringer i form af fravalg af projekter med positiv NPV idet projekterne skal finansieres gennem egenkapitalen. Dette vil sænke virksomhedens værdi.

⁵ Net Present Value

3. Virksomheden malkes for kapital, idet direktionen udbetaler ekstra dividender og eventuelt frasælger aktiver, hvis en konkurs er nært forestående. Med færre likvider og færre aktiver vil der være mindre værdi i virksomheden til kreditorerne i tilfælde af konkurs.

Alle tre strategier gavner aktionærene på bekostning af kreditorerne. Långivere er dog bevidste om sandsynligheden for denne adfærd, når risikoen for konkurs er høj. Derfor vil kreditorer, som beskyttelsesværn, øge lånerenten på gælden, når konkursrisikoen er høj. Denne højere lånerente vil øge virksomhedens finansielle omkostninger og dermed også konkursrisikoen. Dermed bliver det aktionærene, som i sidste ende betaler for agentomkostningerne igennem øgede finansielle omkostninger. Der kan imidlertid også opstå interessekonflikter mellem direktion og aktionærer, hvis direktionen forfølger egne mål, om eksempelvis vækst, på bekostning af aktionærernes værdi. I sådanne interessekonflikter kan tilstedeværelsen af fremmedkapital være gavnlig, da kreditorernes juridiske krav på renter og afdrag lægger bånd på direktionen og dermed tilskynder til optimal drift af virksomheden (Møller, 2005; Børsen og denstoredanske.dk). Omfanget af agentomkostninger vil stige med konkursrisikoen, som stiger når gældsandelen øges, og dette vil påvirke valget om optimal kapitalstruktur. I agentomkostningsteori er det derfor ønskeligt at holde gældsandelen lav, så interessekonflikter og agentomkostninger undgås (Berk, 2014; s. 553-556, Hillier, 2011; s. 462-463 og Møller, 2005; Børsen).

4.3 Konkursomkostninger

Konkursomkostninger opstår, når virksomheden går konkurs, eller når en konkurs er nært forestående, og konkursomkostningerne består af direkte og indirekte omkostninger. De direkte konkursomkostninger består af juridiske og administrative omkostninger, som er forbundet med at afvikle konkursen, og omfatter som oftest omkostninger til eksterne rådgivere, såsom advokater, revisorer, konsulenter og kuratorer. De indirekte konkursomkostninger opstår typisk allerede inden virksomheden har indgivet konkursbegæring, når virksomheden er kriseramet og der dannes forventning om at en konkurs er nært forestående. Herved taber virksomheden kunder og omsætning, mister leverandører eller må acceptere strammere krav fra leverandørerne, formår ikke at inddrive tilgodehavender og må sælge aktiver til underpris. De indirekte omkostninger overstiger som oftest de direkte omkostninger ved konkursen og undersøgelser viser, at de indirekte konkursomkostninger kan løbe op i 10-20% af virksomhedens værdi. Ved en høj gældsandel vil virksomhedens finansielle omkostninger være tilsvarende høje. Sandsynligheden for konkurs og dermed for pådragelse af konkursomkostninger stiger derfor også ved højere gældsandele. Som følge heraf vil konkursomkostninger alt andet lige tale for 100% egenkapitalfinansiering, da konkursomkostningerne kun pådrages ved høj konkursrisiko (Berk, 2017; s. 587-590, Damodaran, 2006; s. 3-5 og Møller, 2005; Børsen).

4.5 Trade-off teori

Trade-off teorien giver, som M&M's proposition II, incitament til gældsoptagelse med udgangspunkt i renteskatteskjoldet. Til forskel fra M&M tager trade-off teorien højde for potentielle konkursomkostninger, og dermed er gældsoptagelse ifølge trade-off teorien kun fordelagtigt op til

dét niveau, hvor renteskatteskjold og konkursomkostninger udligner hinanden. Der er derfor tale om et "trade-off" mellem renteskatteskjold og konkursomkostninger.

Trade-off teorien angiver værdien af den gearede virksomhed til:

$$V^L = V^U + NV(\text{renteskatteskjold}) - NV(\text{konkursomkostninger}) \quad (1.12)$$

V^L = værdien af den gearede virksomhed

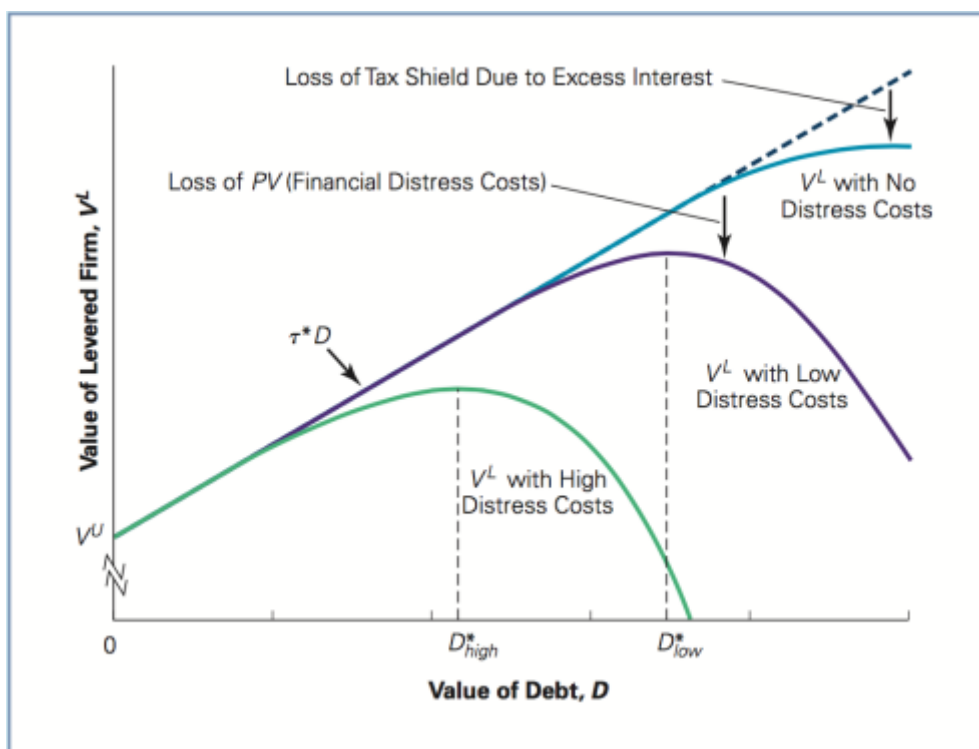
V^U = værdien af den ugearede virksomhed

NV = nutidsværdi

Nutidsværdien af konkursomkostningerne udregnes på baggrund af sandsynligheden for konkurs, størrelsen af omkostningerne samt diskonteringsrenten for konkursomkostningerne (Berk, 2017; s. 594 og Damodaran, 2006; s. 3-9).

En øget gældsoptagelse medfører en større udnyttelse af renteskatteskjoldet, men medfører samtidig flere finansielle forpligtelser og dermed større risiko for misligholdelse af de finansielle forpligtelser, og dermed større risiko for konkursomkostninger (Berk, 2017; s. 594-596).

Nedenstående figur 4.1 viser, at ved et stigende gældsniveau, D , stiger fordelene af skatteskjoldet, r^*D , indtil omkostningerne ved gælden bliver for store. Det optimale gældsniveau, D^* , findes der, hvor effekten af renteskatteskjoldet og omkostningerne ved gælden udligner hinanden. Det er også her, at værdien af virksomheden, V^L , maksimeres (Berk, 2017; s. 595).



Figur 4.1. Kilde: Berk, 2014; s. 551

4.6 Asymmetrisk information og signalling-teori

Udover markedsimperfektionerne agent- og konkursomkostninger, som har affødt trade-off teorien, har markedsimperfektionen asymmetrisk information ført til "pecking order" teorien.

På et perfekt kapitalmarked antages det, at alle parter besidder den samme informationsmængde og at værdipapirer er korrekt prissat, men i praksis antages det, at direktionen og andre insidere i virksomheden besidder mere information om virksomheden end investorer. Denne asymmetriske information har betydning for beslutninger vedrørende virksomhedens kapitalstruktur, da investorer er overladt til deres egen fortolkning af ændringer i kapitalstrukturen, da de ikke har samme dybdegående kendskab til virksomheden som direktionen (Berk, 2017; s. 609-610).

Eksempelvis opfattes optagelse af gæld typisk positivt af investorer, idet øget gæld giver et større skattefradrag, hvilket er fordelagtigt i virksomheder med overskud. Investorernes fortolkninger på udmeldinger vedrørende kapitalstruktur, kan få direktionen til at spekulere i at optage gæld, for at sende positive signaler til investorerne. Denne udnyttelse af gældsfinansiering kaldes "signalling", idet direktionen kan signalere positive tegn til investorerne ved at skrue på virksomhedens kapitalstruktur (Berk, 2017; s. 609-611).

På samme måde tolker investorer på aktieemissioner, og denne adfærd betegnes som "adverse selection". Udstedelse af nye aktier opfattes typisk negativt, idet direktionen antageligvis kun er interesseret i at sælge aktier, når de finder virksomheden overvurderet, hvilket medfører, at investorerne ikke er villige til at betale den fulde pris for aktierne (Berk, 2017; s. 611-614).

4.7 Pecking order teori

Asymmetrisk information, signalling og adverse selection leder til "pecking order" teorien, som blev fremstillet af Stewart Myers i 1984, og som beskriver, hvilke metoder virksomheden foretrækker til at rejse kapital. Som følge af investorernes negative fortolkning af aktieemissioner, bør dette være den sidste udvej til rejsning af kapital. Pecking order teorien antager, at der som følge af asymmetrisk information findes en hakkeorden for, hvilken metode virksomheden foretrækker til at rejse kapital:

1. Der foretrækkes intern finansiering over ekstern finansiering.
2. Dividendepolitikken tilpasses virksomhedens investeringsmuligheder, og ændringer i udbetalingen af dividender undgås.
3. Hvis der ikke kan rejses tilstrækkelig kapital ved intern finansiering, udstedes de sikreste værdipapirer først, hvorved gældsfinansiering foretrækkes over egenkapitalfinansiering.

Hakkeordenen forklarer, hvorfor de mest profitable virksomheder oftest låner mindst, hvilket ikke skyldes lave target kapitalstrukturer, men at der ikke er behov for ekstern finansiering. Mindre profitable virksomheder optager gæld, fordi de ikke har tilstrækkeligt med likvide midler til at finansiere nye investeringer, og fordi gældsfinansiering foretrækkes over egenkapitalfinansiering (Berk, 2017; s. 614-616 og Myers, 2001; s. 91-93).

4.8 Tilpasning af kapitalstrukturen

Når virksomheden har fundet den optimale kapitalstruktur, er det nødvendigt at justere på enten gæld eller egenkapital, hvis den aktuelle kapitalstruktur ikke ligger på det optimale niveau. Justering af kapitalstrukturen kan gøres ved tre metoder; aktietilbagekøb, udbyttebetaling og ny aktietegning. Metoderne gennemgås i det følgende, og følges op af et afsnit vedrørende aktionærernes præferencer i forhold til tilpasning af kapitalstrukturen.

Aktietilbagekøb

Aktietilbagekøb er en metode til tilpasning af kapitalstrukturen. Aktietilbagekøb finansieres ved enten at trække på virksomhedens likvide midler eller ved at forøge nettorentebærende gæld, også kaldet lånefinansieret aktietilbagekøb (Plenborg, 2017; s. 203).

En virksomhed kan foretage aktietilbagekøb på fire forskellige måder; 1) på åbent marked. Her annoncerer virksomheden, at de ønsker at tilbagekøbe egne aktier, på tilsvarende vis som aktionærer køber aktier på markedet. 2) Ved at aflægge et købstilbud, hvor virksomheden angiver et bestemt antal aktier til en bestemt pris som ønskes tilbagekøbt af aktionærerne, og aktionærerne kan så vælge, om de vil tage imod tilbuddet eller ej. 3) Hollandsk auktion, hvor virksomheden anfører en række priser, som de er villige til at betale for tilbagekøb af egne aktier. Herefter afgiver aktionærerne et tilbud på, hvor mange aktier de ønsker at sælge til de forskellige priser. Virksomheden beregner så den laveste pris, som aktierne kan købes til. 4) En enkelt aktionær, hvor virksomheden tilbagekøber aktierne direkte af en enkelt storaktionær (Koller, 2015; s. 664-665 og Parum, 2014; s. 403).

Når virksomheden foretager et lånefinansieret aktietilbagekøb, reduceres antallet af udestående aktier og det vil mindske egenkapitalen. Aktietilbagekøb medfører, at de finansielle nøgletal forbedres, herunder "earnings per share" (EPS), forudsat at afkastgraden er større end nettolånerenten, men det har ikke effekt på virksomhedens samlede indtjening. Det vil sige, at i det tilfælde vil virksomhedens værdi forøges, når skat er taget i betragtning. Som tidligere vist falder kapitalomkostningerne, som følge af en forøgelse af gælden på grund af skattefradraget. På trods af at virksomhedens værdi forøges, medfølger altså også en større risiko (Plenborg, 2017; s. 202-209 og Koller, 2015).

Udbyttebetaling

Udbyttebetaling er en udbetaling af virksomhedens fortjeneste til aktionærerne i form af enten penge eller aktier. Det udbetalte udbytte trækkes fra virksomhedens overførte overskud på egenkapitalen, hvorved egenkapital reduceres.

Ifølge M&M er dividendepolitik irrelevant under perfekte kapitalmarkeder. Aktietilbagekøb og udbyttebetaling har altså ingen indflydelse på virksomhedens værdi i en verden uden skatter og transaktionsomkostninger. I den virkelige verden giver udbyttebetaling og aktietilbagekøb positive signaler om fremtidige forventninger til virksomheden, som har betydning for virksomhedens værdi. Tilsvarende er valget mellem aktietilbagekøb og udbyttebetaling relevant for virksomheden grundet personlige skatter. Aktietilbagekøb har en væsentlig fordel med hensyn til aktionærernes personlige skat i forhold til udbyttebetaling. Aktionærer betaler kun skat ved aktietilbagekøb, hvis de vælger at sælge aktier og hvis de har en kapitalgevinst på de solgte aktier. Hvorimod aktionærer ved

udbyttebetaling skal betale skat af modtagne udbytter. Udbyttebetaling kan være ufordelagtigt for aktionærer, som fører en passiv investeringsstrategi i form af ”køb og behold” over en lang tidshorisont, da udbetalte udbytter vil fremskynde skatter (Hillier, 2011; s. 497 og Koller, 2015; s. 663).

Markedet kan reagere forskelligt på henholdsvis aktietilbagekøb og udbyttebetaling. Et aktietilbagekøb eller en ekstra udbyttebetaling betragtes ofte som engangsforseelser, mens almindelig udbyttebetaling anses for at være blivende. Hvis virksomhedens udbyttebetalinger forøges, sendes et positivt signal til markedet om fremtiden, som kan få aktieprisen til at stige. Ulempen ved at forøge udbytter er, at aktionærerne ofte vil forvente, at virksomheden vil betale høje udbytter på lang sigt. Det modsatte gælder hvis udbyttebetalingen mindskes, da det sender et signal om, at direktionen forventer, at den aktuelle dividende-politik ikke kan opretholdes, jf. afsnit 4.6. Aktieprisen vil ofte falde som følge heraf. (Hillier, 2011; s. 492 og Koller, 2015; s. 664).

Ny aktietegning

Virksomheden kan vælge at udstede flere aktier og derigennem få tilført ny kapital. Ny aktietegning vil øge mængden af udestående aktier og ligeledes øge andelen af egenkapitalen. Udstedelsen af aktier kan ske til markedskurs eller favørkurs. Ved markedskursemission udbydes aktierne på offentlige markeder, til den kurs de eksisterende aktier er vurderet til. Udstedes aktierne i stedet til favørkurs tilbydes de hidtidige aktionærer en fortegningsret, oftest til en favørkurs der er lavere end markedskursen (denstoredanske.dk, andelskassen.dk og Brealey, 2013; s. 385-390).

Asymmetrisk information og teorierne om signalling og adverse selection vil medføre en faldende aktiekurs, når der udstedes nye aktier. Det skyldes, at aktietegningen signalerer til investorerne, at direktionen finder virksomhedens værdi overvurderet og derfor ønsker at sælge nye aktier til overpris, da direktionen modsætningsvist må formodes, ikke at ville sælge nye aktier, såfremt aktiekursen fandtes at være undervurderet (Hillier, 2011; s. 469 og Berk, 2014; s. 566-570).

Beskatning af aktionærer

Med baggrund i at der gælder forskellige skatteregler for de forskellige typer af aktionærer, vil den optimale kapitalstruktur i forhold til beskatning afhænge af, hvilken aktionærtype der er tale om (Møller, 2001; s. 7-10 og Møller, 2005).

Set fra Carlsbergs perspektiv med danske øjne, vil udenlandske investorer generelt antages at være ubeskattede og vil derfor foretrække at selskabsskattebetalingen minimeres gennem en høj gældsandel. Ved tilpasning af egenkapitalen vil den udenlandske investor foretrække tilbagekøb af egne aktier frem for udbyttebetaling, da det indebærer omkostninger at refundere den danske udbytteskat (Møller, 2001; s. 8).

Hvad angår pensionsinvestorer er disse også ubeskattede og foretrækker høj gældsfinansiering.

For private investorer er kapitalstrukturen underordnet. For at undgå realisationsbeskatning vil den private investor foretrække opkøb af egne aktier ved ændringer i egenkapitalen (Møller, 2001; s. 8).

Fonde og private virksomheder har generelt ingen præference for kapitalstruktur, men foretrækker generelt opkøb af egne aktier frem for udbyttebetaling, dog kan fonde i visse tilfælde foretrække udbytte (Møller, 2001; s. 9).

Det er således umuligt at vælge en kapitalstruktur, som tilgodeser alle aktionærer på én gang. 87% af Carlsbergs aktionærer er udenlandske, og Carlsbergs største aktionærer udover Carlsbergfonden er Massachusetts Financial Services (6,53% af aktiekapitalen), Artisan Partners (3,59%) og Invesco Advisers (3,33%) (carlsberggroup.com og 4-traders.com). Disse tre storaktionærer er alle amerikanske investeringsselskaber, og det antages derfor, at de vil have en præference for høj gældsandel og tilbagekøb af egne aktier frem for udbytte. Da størstedelen af Carlsbergs aktionærer desuden er udenlandske, antages det, at en meget stor andel af Carlsbergs aktionærer vil foretrække en høj gældsandel.

4.9 Delkonklusion på kapitalstruktur teori

Ifølge M&M er kapitalstruktur irrelevant i et perfekt kapitalmarked. I en verden med skatter bør renteskatteskjoldet udnyttes og derfor bør gældsandelen maksimeres. I den virkelige verden bør der, ud over skatter, også tages højde for imperfektioner, som konkursomkostninger, agentomkostninger og asymmetrisk information, som alle påvirker den optimale kapitalstruktur.

Hvis konkursrisikoen er høj, vil virksomheden pådrage sig konkursomkostninger og agentomkostninger. Sidstnævnte vil medføre øgede omkostninger på fremmedkapitalen i form af højere lånerente i takt med højere konkursrisiko. Trade-off teorien søger at finde den optimale kapitalstruktur imellem renteskatteskjoldet og konkurs- og agentomkostninger. Her findes den optimale kapitalstruktur, der hvor effekten af renteskatteskjoldet udlignes af omkostningerne til gæld og potentiel konkurs, og det er samtidig her virksomhedens værdi maksimeres.

Signalling teorien gør klart, at det er nødvendigt at tage højde for, hvilke signaler forskellige finansielle beslutninger sender til investorerne ved tilpasning af kapitalstruktur. Ændringer i kapitalstrukturen vil desuden medføre transaktionsomkostninger, og som følge af omkostningerne og de u hensigtsmæssige signaler kapitalstrukturændringerne vil medføre, vil nogle virksomheder undlade at tilpasse deres kapitalstruktur, selvom den ikke befinder sig på det optimale niveau (Berk, 2014; s. 572).

Asymmetrisk information vil ifølge pecking order teorien medføre en hækkeorden for valg af finansiering. Virksomheder vil herefter foretrække intern finansiering over ekstern finansiering, og om nødvendigt prioritere gæld over egenkapital.

L. Shyam-Sunder og S. C. Myers udarbejdede i 1980 et studie af pecking order og trade-off teorierne i den virkelige verden. Her fandt de frem til, at pecking order teorien udkonkurrerede trade-off teorien, særligt for store modne virksomheder med adgang til offentlige obligationsmarkeder, da disse virksomheder sjældent udsteder egenkapital. Pecking order teorien var imidlertid mindre anvendelig for yngre, mindre vækst-virksomheder, da disse virksomheder i højere grad vælger egenkapitalfinansiering når ekstern finansiering er nødvendig (Brealey, 2013; s. 470).

Når virksomheden tilpasser kapitalstrukturen kan der vælges mellem aktietilbagekøb, udbyttebetaling eller ny aktietegning. Ved fastlæggelse af den optimale kapitalstruktur bør der foretages en helhedsvurdering, som inddrager konkursomkostninger, agentomkostninger og beskatning af aktionærer i overvejelserne. Desuden vil en ændring af kapitalstrukturen medføre transaktionsomkostninger og eventuelt udløse udbyttebeskatning for aktionærerne, og derfor er det

ikke udelukkende fordelagtigt at tilpasse kapitalstrukturen, selvom den ikke befinder sig på det optimale niveau (Berk, 2014; s. 572 og Møller, 2005). For Carlsbergs vedkommende vil konkurs- og agentomkostninger trække i retning af høj egenkapitalfinansiering, mens størstedelen af Carlsbergs aktionærer vil foretrække høj gældsfinansiering, hvilket må inddrages i vurderingen af Carlsbergs optimale kapitalstruktur.

5. Introduktion til peer-gruppe

Med udgangspunkt i kapitalstrukturteorien vil de følgende afsnit analysere Carlsbergs optimale kapitalstruktur i forhold til rentabilitet, kreditværdighed og risiko. Resultaterne sammenholdes med en peer-gruppe, for at undersøge hvorvidt Carlsbergs resultater følger trenden for branchen, og for at underbygge anvendeligheden af Carlsbergs resultater.

I det følgende introduceres bryggeribranchen og peer-gruppen, og valget af peers begrundes. Dernæst reformuleres årsregnskaber for alle virksomhederne til analysebrug, hvorefter der laves analyser af kapitalstruktur i forhold til rentabilitet, kreditværdighed og risiko. Disse analyser danner herefter udgangspunkt for de følgende følsomhedsanalyser af rentabilitet, kreditværdighed og risiko, som søger at finde frem til den optimale kapitalstruktur for Carlsberg og i bryggeribranchen igennem alle analyserede år.

Efter den optimale kapitalstruktur er fastlagt for Carlsberg og for bryggeribranchen, sammenlignes resultatet med virksomheder uden for bryggeribranchen, som ligner Carlsberg i produktion, størrelse og marked. Denne analyse udføres for at underbygge resultaterne for Carlsbergs optimale kapitalstruktur eller i modsat fald at undersøge, hvorfor Carlsberg afviger fra disse andre sammenlignelige virksomheder.

Resultaterne fra de tre analyser sammenholdes med tilsvarende analyser for en udvalgt peer-gruppe til Carlsberg. Peer-gruppens inddragelse har dels til formål, at undersøge om der er sammenhæng mellem valg af kapitalstruktur og rentabilitet, kreditvurdering og risiko inden for bryggeribranchen, dels at undersøge om der findes en optimal kapitalstruktur for hele bryggeribranchen repræsenteret ved de analyserede virksomheder. Peer-gruppe analysen skaber desuden robusthed i valget af den optimale kapitalstruktur for Carlsberg. Herudover inddrages en peer-gruppe uden for bryggeribranchen men med samme karakteristika og sammenlignelige parametre som Carlsberg, for at undersøge om der findes en generel kapitalstruktur i bryggeribranchen.

I følgende analyser af Carlsberg inddrages en peer-gruppe analyse til sammenligning af den optimale kapitalstruktur via en tværsnitsanalyse, også kaldet benchmark-analyse, kombineret med en tidsserieanalyse. Effekten ved ændringer i kapitalstrukturen på rentabilitet, kreditvurdering og risiko for Carlsberg sammenholdes med peer-gruppen, for at undersøge om der er sammenhæng i resultaterne mellem Carlsberg og peer-gruppen, og for at undersøge påvirkningen af finansiel gearing i bryggeribranchen over en femårig tidsperiode.

I følgende afsnit introduceres tidsserieanalyse og tværsnitsanalyse for at afdække relevante opmærksomhedspunkter, som kan skabe støj i analysen. I det efterfølgende afsnit beskrives kort den udvalgte peer-gruppe til Carlsberg, hvor der argumenteres for valget af de enkelte peer-virksomheder og hvordan de kan anvendes til sammenligning med Carlsberg. Dette afsnit er opdelt i to peer-grupper; den primære peer-gruppe og den sekundære peer-gruppe. Den primære peer-gruppe består af virksomheder som har samme kerneforretningsområde; bryggeri, og er dermed en analyse som har til formål at konkludere, hvorvidt der er en sammenhæng i den optimale kapitalstruktur i bryggeribranchen. Ydermere er formålet at konkludere, om der inden for branchen er sammenhæng i graden af ændringer i rentabilitet, kreditvurdering og risiko ved finansiel gearing.

Den sekundære peer-gruppe består af virksomheder, som opererer i forskellige brancher, men er sammenlignelige med Carlsberg på andre parametre, såsom markedsandel og finansielle nøgletal. Formålet med at inddrage den sekundære peer-gruppe er at undersøge, hvorvidt der er en sammenhæng mellem Carlsbergs optimale kapitalstruktur og sammenlignelige virksomheders kapitalstruktur. Herved belyses det om en eventuel ensartet/forskelligartet optimal kapitalstruktur, i henholdsvis bryggeribranchen og hos de sammenlignelige virksomheder, er branchebetinget eller kan tilskrives de sammenlignelige parametre. Det overordnede formål ved inddragelse af begge peer-grupper er, at finde den optimale kapitalstruktur for Carlsberg gennem sammenligning med lignende virksomheder, og på baggrund af en helhedsvurdering at belyse hvorvidt disse virksomheder har en kapitalstruktur, som forbedrer rentabilitet, kreditvurdering og risiko.

Tidsserieanalyse og tværsnitsanalyse

Finansielle nøgletal anvendes til at vurdere virksomhedens performance og kan bidrage til at identificere områder, hvor der bør foretages yderligere analyser. Finansielle nøgletal kan sammenlignes på tværs af perioder via en tidsserieanalyse, eller på tværs af virksomheder i samme industri ved en tværsnitsanalyse (Plenborg, 2012; s. 63).

Det grundlæggende i en tidsserie- og tværsnitsanalyse er, at finansielle nøgletal kan give brugbar information til beslutningstagen. Tidsserieanalysen foretages for at identificere tendenser gennem perioden, samt om der har været regnskabsår, hvor særlige forhold har haft indflydelse på de finansielle nøgletal. Tværsnitsanalysen anvendes til at undersøge performance i en virksomhed, Carlsberg, i forhold til en branche, peer-gruppen.

Der kan være forskellige støjkilder i tidsserie- og tværsnitsanalyser, som kan påvirke informationen fra nøgletallene og medføre fejlfortolkning og dårlige beslutninger. Støjkilder skal derfor identificeres og behandles for at opnå et retvisende billede af virksomhedens performance, og danne grundlag for god beslutningstagen (Plenborg, 2012; s. 64).

Inden for tidsserie- og tværsnitsanalyse findes følgende støjkilder:

Forskel i regnskabspraksis: Regnskabspraksis skal være identisk over tid og på tværs af virksomhederne for at opnå sammenlignelighed. Hvis regnskabsposterne ikke er beregnet ens vil posterne indeholde støj og der vil ikke være gennemsigtighed i de finansielle nøgletal. Carlsberg og peer-gruppen aflægger alle regnskaber efter IFRS, hvilket giver et godt grundlag for at undgå forskel i regnskabspraksis.

Ekstraordinære og usædvanlige poster: Disse regnskabsposter skal identificeres og klassificeres korrekt, så de ikke indgår som en del af driften og i beregning af finansielle nøgletal.

Køb og salg af forretningsenheder og nye produkter/markeder: Disse støjkilder er relateret til tidsserieanalysen. Hvis virksomheden har ændret risikoprofil over tid, kan virksomhedens finansielle nøgletal have begrænset relevans, når de sammenlignes over tid. Det gælder eksempelvis, hvis en virksomhed har introduceret produkter på nye markeder, som ændrer virksomhedens samlede risiko. Her vil ændringer i lønsomheden måske være forårsaget af en højere risiko og dermed forringes informationen fra de finansielle nøgletal. Der skal derfor korrigeres for ændret risiko over tid på forventet afkastkrav.

Sammenligning af forskellige typer af virksomheder: Når virksomheder sammenlignes på tværs skal det være inden for samme branche, således at de virksomheder der sammenlignes har samme risikoprofil. Selvom virksomhederne befinder sig i samme branche, kan virksomhedernes risikoprofil variere, eksempelvis hvis virksomhederne opererer på forskellige markeder.

Forskellige definitioner af finansielle nøgletal: Virksomheder kan definere finansielle nøgletal forskelligt, hvilket kan være en støjkilde i tværsnitsanalyser. Derfor anvendes der ikke finansielle nøgletal fra de officielle årsrapporter. Nøgletallene beregnes derimod på baggrund af analytiske opgørelser af virksomhedernes resultatopgørelse og balance. Dette sikrer, at alle virksomhedernes nøgletal er beregnet ens og kan sammenlignes.

For at kunne finde den optimale kapitalstruktur på baggrund af historiske tal, er det nødvendigt at sikre, at de finansielle nøgletal er retvisende, og at der kan sammenlignes på tværs af perioden og virksomhederne. Derudover skal der tages højde for særlige forhold, som påvirker virksomhedernes rentabilitet og risiko over perioden. Det overordnede formål med tidsserie- og tværsnitanalysen er, at gøre de finansielle nøgletal anvendelige til vurdering af, hvilken effekt virksomhedens kapitalstruktur har på virksomhedens lønsomhed og risiko.

Udvælgelse af peer-gruppe

En peer-gruppe udvælges på baggrund af parametre som er sammenlignelige med den analyserede virksomhed. Peer-gruppen bør have samme regnskabspraksis, indregningsmetode til rentabilitetsnøgletal, forventninger til vækst i omsætning og indtjening, og samme operationel og finansiell risiko. Peer-gruppen er valgt ud fra at opfylde så mange som muligt af disse forudsætninger, da det vil være umuligt at finde en peer-gruppe, som opfylder alle forudsætningerne.

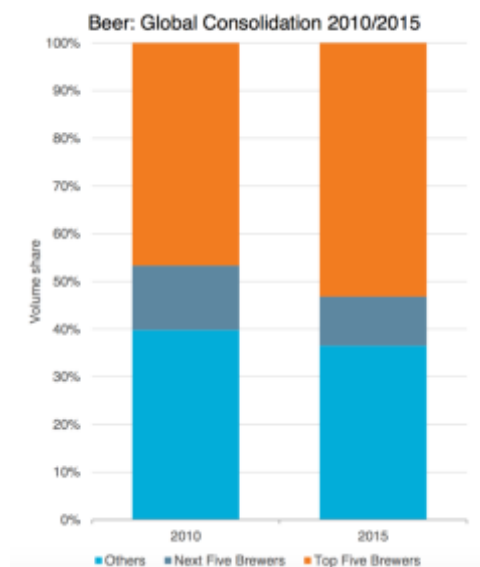
5.1 Peer-gruppe inden for samme branchen

Bryggeribranchen består af produktionsvirksomheder, hvis fokus er at producere og distribuere øl, læskedrikke og andre alkoholiske drikke. Bryggeribranchens primære forretningsområde er øl. De største aktører i branchen har deres ophav i Vesteuropa og i USA, hvor øl historisk set har været en meget populær drik og en del af den vestlige kultur.

Det seneste årti har bryggeribranchen dog oplevet en mætning på det vestlige marked. Omsætningen af øl målt i volumen har været flad eller aftagende som følge af konkurrerende produkter som vin og spiritus, stigende priser på korn, glas og aluminium og et øget samfundsmæssigt fokus på sundhed og ernæring (Carlsberg årsrapport, 2015 & The Wall Street Journal). Bryggeriernes strategi har derfor været at øge deres markedsandele gennem opkøb. Dette har udmøntet sig dels i opkøb på det vestlige marked, for derigennem at opnå øget markedsandele, og dermed øget forhandlingsstyrke til at kunne presse og sænke produktionsomkostningerne. Den anden side af opkøbsstrategien er foregået på nye markeder, såsom Østeuropa og Kina, hvor der er oplevet en øget interesse for øl gennem henholdsvis øget vækst og fravalg af hård spiritus til fordel for øl (Passport, november 2016 og Goldman Sachs, 2014; s. 8-9).

Bryggeribranchen er derfor en industri bestående af nogle stærkt globaliserede store virksomheder med datterselskaber, associerede virksomheder og joint ventures over hele verden. Det er en branche som er præget af et mættet vestligt marked, og hvor fusioner og opkøb derfor i det seneste årti er blevet en del af virksomhedernes vækststrategi.

Fra 2010 til 2015 er de fem største bryggerier⁶ i verden gået fra en samlet markedsandel på 46,8% til 53,2% (Passport, november 2016). Afhandlingen fokuserer på Carlsberg og dennes peers. Carlsberg, AB InBev, SABMiller og Heineken er de største aktører på det vestlige og det globale marked, mens Royal Unibrew er Carlsbergs største konkurrent på hjemmemarkedet. Markedsandelene nedenfor er målt i mio. hektoliter ud af den samlede verdensproduktion.



Figur 5.1. Konsolidering i bryggeribranchen 2010/2015.

Kilde: Passport, november 2016.

	Markedsandel 2011, %	Markedsandel 2015, %
AB InBev	18,46	23,75
SABMiller	11,40	12,77
Heineken	8,61	9,78
Carlsberg	6,21	6,25
Royal Unibrew	0,22	0,34

Tabel 5.1, egen tilvirkning. For uddybende beregninger henvises til bilag 1.

Introduktion til peers

I følgende analyser består Carlsbergs peer-gruppe af Heineken, Anheuser-Busch InBev (AB InBev), SABMiller og Royal Unibrew, som alle er globale bryggeri-virksomheder ligesom Carlsberg. Carlsberg samt de tre førstnævnte peers er de største bryggerier i verden baseret på markedsandel, dog er peer-virksomhederne væsentlig større end Carlsberg, som det fremgår af tabel 5.1 ovenfor. Royal Unibrew adskiller sig fra de øvrige analyserede virksomheder ved at have en markedsandel, som er væsentlig mindre, jf. tabel 5.1. Royal Unibrew er imidlertid sammenlignelig med Carlsberg på mange andre parametre, som eksempelvis at Royal Unibrew er Carlsbergs primære konkurrent på hjemmemarkedet i Danmark, og begge virksomheder er danske bryggerier, som opererer på samme hovedmarkeder; Øst- og Vesteuropa. Forskellen i størrelser anses for at være positivt for analysen, idet det giver indblik i kapitalstrukturen for virksomheder, som er både større og mindre end Carlsberg, og det belyser, hvorvidt der er konsistens i valget af kapitalstruktur på tværs af størrelse.

⁶ AB InBev, SABMiller, Heineken, Carlsberg og China Resources.

I det følgende præsenteres de fire virksomheder, som indgår i den udvalgte peer-gruppe i bryggeribranchen, med en kort beskrivelse af virksomhedernes hovedmarkeder, markedsandel, kredit rating og eventuel target kapitalstruktur.

Anheuser-Busch InBev

AB InBev har hovedsæde i Belgien og er det bryggeri i verden med størst markedsandel liggende på 23,75%⁷ (2015-tal). AB InBevs primære markeder er Nordamerika, Mexico, Latinamerika, Europa og Asia Pacific. AB InBev angiver ikke en target kapitalstruktur, men oplyser at der løbende arbejdes på at optimere kapitalstrukturen, med henblik på at maksimere virksomhedens værdi og sikre finansiering, som giver fleksibilitet til at udføre strategiske projekter. Samtidig fokuseres på at opretholde "investment-grade"-rating og minimere investeringer med et afkast under AB InBevs gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger (AB InBev Årsrapport, 2015; s 165).

Standard & Poors kredit rating for AB InBev var A- for langsigtede forpligtelser og A-2 for kortsigtede forpligtelser i 2015.

SABMiller

SABMiller har hovedsæde i England og er det næststørste bryggeri i verden med en markedsandel på 12,77%⁸ inden for øl og læskedrikke. SABMiller operer på markederne Nordamerika, Latinamerika, Afrika, Europa og Asia Pacific. SABMiller har en kredit rating på Baa1 fra Moody og A- fra Standard & Poor, men har tidligere været nede på en rating på BBB+ fra Standard & Poor. SABMiller oplyser ikke om en target kapitalstruktur, men deres kapitalstruktur-politik er at have en stærk kapital, for at sikre investorers, långiveres samt markedets tillid, og samtidig sikre fremtidig udvikling. SABMiller benytter finansielle nøgletal som nettorentebærende gæld i forhold til EBITDA og "interest coverage ratio" til løbende at evaluere virksomhedens kapacitet og kreditvurdering (SABMiller Årsrapport, 2015; s. 148).

Heineken

Heineken har hovedsæde i Holland og beskæftiger sig med produktion og distribution af alkoholiske og ikke-alkoholiske drikkevarer. Heinekens hovedmarkeder er Afrika, Mellemøsten, Østeuropa, Asia-pacific og Europa. Virksomhedens markedsandel er på 9,78%⁹ (2015-tal) og er dermed det tredjestørste bryggeri i verden. Det er ikke angivet i årsrapporten, hvorvidt Heineken har en kapitalstruktur-politik, men ifølge beskrivelsen af virksomhedens finansielle struktur oplyses det, at egenkapitalen har ligget på mellem 35,6% - 40,0% i perioden 2011 til 2015. Heineken har en kredit rating på Baa1/P-2 og BBB+/A-2 fra henholdsvis Moody og Standard & Poor i 2012, og forventes at ligge på det samme i 2015 (Heineken, Årsrapport 2015; s. 150).

Royal Unibrew

Royal Unibrew har hovedsæde i Danmark og en markedsandel på 0,34%¹⁰ på verdensplan (2015-tal). Royal Unibrew beskæftiger sig med produktion, salg og distribution af drikkevarer som øl og

⁷ For beregning af markedsandel henvises til bilag 1.

⁸ For beregning af markedsandel henvises til bilag 1.

⁹ For beregning af markedsandel henvises til bilag 1.

¹⁰ For beregning af markedsandel henvises til bilag 1.

læskedrikke. Virksomhedens hovedmarkeder er Østeuropa, Vesteuropa, Amerika og Afrika. Royal Unibrew har både en udlodningspolitik og målsætning for kapitalstruktur, som har været uændret i flere år. Virksomheden overvejer løbende aktietilbagekøb til justering af kapitalstrukturen, og i starten af 2015 tilbagekøbte Royal Unibrew 1.192.118 stk. egne aktier ultimo 2015 på baggrund af et påbegyndt aktietilbagekøbsprogram for at optimere kapitalstrukturen. Royal Unibrew fokuserer på at bibeholde en finansiell fleksibilitet og strategisk handlefrihed samt ”investment grade”-klassificering. Royal Unibrew har en target kapitalstruktur på minimum 30% egenkapital ved udgangen af et regnskabsår samt en maksimal nettorentebærende gæld på 2,5 gange EBITDA (Royal Unibrew Årsrapport, 2015; s. 7, 12, 17 og 68). Kredit rating er ikke oplyst.

Ovenstående virksomheder anvender alle samme regnskabspraksis, IFRS, som Carlsberg. På trods heraf kan der alligevel være variation i estimering af regnskabsparametre. Virksomhederne har samme operationelle karakteristika og det antages derfor, at de har samme operationelle risiko. Tilsvarende antages det, at virksomhederne har samme forventninger til vækst i fremtiden. Virksomhedernes finansielle nøgletal gøres sammenlignelige ved at reformulere de rapporterede resultatopgørelser og balancer, hvorefter rentabilitets- og kreditnøgletal vil blive indregnet efter samme metode for alle virksomheder.

5.2 Peer-gruppe uden for bryggeribranchen

Til peer-gruppe analysen uden for bryggeribranchen er udvalgt to peers, som befinder sig i hver deres branche. Her er valgt danske Pandora, som befinder sig i smykkebranchen, og norske Orkla, som befinder sig i fødevarerproduktionsbranchen¹¹. Ved udvælgelsen af peers uden for bryggeribranchen er der fokuseret på følgende parametre:

- Virksomhedstype
- Sektor
- Børsnotering
- Marked
- Virksomhedens levetid
- Markedsværdi
- Omsætning

Carlsberg er en produktionsvirksomhed, som befinder sig i den overordnede sektor ”consumer product and retail”, hvilket karakteriserer virksomheder, som producerer og videredistribuerer forbrugsprodukter. Det har derfor først og fremmest været essentielt, at peer-virksomhederne også er produktionsvirksomheder og at de befinder sig inden for samme sektor. Alle tre virksomheder er børsnoterede og har desuden deres ophav og hjemmemarked i Skandinavien. Herudover er virksomhederne internationale og opererer på et globalt marked. Pandora og Orklas markeder uddybes nedenfor. Alle tre virksomheder anses for værende modne virksomheder, idet de har

¹¹ Orkla producerer primært fødevarer men også andre forskellige typer af forbrugsvarer, som ikke hører under fødevarer-kategorien. Damodaran Online kategoriserer Orkla i fødevarerproduktionsbranchen.

eksisteret i mange år. Carlsberg blev etableret i 1847, Pandora i 1982 og Orkla i 1654, men trådte først ind i fødevarebranchen i 1986 (carlsberg.dk, pandora.dk og orkla.com). Pandora og Orkla er desuden valgt ud fra, at de har stort set samme omsætning og markedsværdi som Carlsberg i år 2015, hvilket er illustreret i tabel 5.2 nedenfor. Omsætningen er vurderet på baggrund af årsrapporterne fra år 2015, mens markedsværdien er beregnet på baggrund af antal udestående aktier og aktiekurs hentet hos NASDAQ OMX for d. 30/12/2015. Værdierne for Orkla er omregnet til DKK med valutakurs fra d. 30/12/2015.

2015	Markedsværdi, DKK mio.	Omsætning, DKK mio.
Carlsberg	93.432	91.012
Pandora	106.643	16.737
Orkla	56.636	26.230

Tabel 5.2, egen tilvirkning. For uddybende beregning henvises til bilag 2.

Pandora

Pandora designer, fremstiller og markedsfører smykker, og er en global virksomhed som opererer i over 70 lande (Pandora.net). Pandora indgår ligesom Carlsberg i det danske C20-indeks.

Pandora har i 2014 oprettet et nyt aktietilbagekøbsprogram, som forløber frem til ultimo 2016, med det formål at justere deres kapitalstruktur til efterlevelse af target kapitalstruktur (Pandora Årsrapport, 2015; s. 6). Pandora har fokus på optimal kapitalstruktur og har en politik herfor om at forholdet mellem nettogæld og EBITDA skal ligge mellem 0 og 1. Det er op til bestyrelsen at vurdere, om overskydende kapital skal udloddes gennem aktietilbagekøbsprogrammet eller udbetales som ekstraordinært udbytte, for herigennem at justere kapitalstrukturen til det optimale niveau (Pandora Årsrapport, 2015; s. 54). På baggrund af iværksættelse af aktietilbagekøbsprogrammet, som søger opnåelse af den optimale kapitalstruktur ultimo 2016, antages det derfor at Pandora vurderer, at deres kapitalstruktur ikke ligger på det optimale niveau. Det understøttes af, at Pandora oplyser, at aktietilbagekøbsprogrammet skal nedbringe aktiekapital til opnåelse af optimal kapitalstruktur (Pandora Årsrapport, 2015; s. 54).

Orkla

Orkla er et konglomerat og en global producent af forbrugsvarer og konceptløsninger til dagligvarebutikker, specialforhandlere, bagerier og lignende. Orklas forretningsområder består af fødevarer, konfektur & snacks, personlig pleje, fødevareingredienser og investeringer i associerede virksomheder og joint ventures. 40% af Orklas omsætning kommer fra fødevare-enheden, 17% fra konfektur & snacks, og 23% fra fødevareingredienser (Orkla Årsrapport, 2015; s. 9-15). Orkla kategoriseres derfor under branchen for fødevareproduktion, selvom 17% af omsætningen stammer fra produktion af produkter til personlig pleje. Orkla er et af de største børsnoterede selskaber i Norge, hvor virksomheden også har hovedsæde. Orkla opererer primært på det europæiske marked, særligt i Nord- og Østeuropa. Orkla angiver ikke en target kapitalstruktur, og oplyser blot at deres kapitalstruktur er robust og med finansiell fleksibilitet til at forfølge virksomhedens prioriteter (Orkla Årsrapport, 2015; s. 20).

6. Regnskabsanalyse

Afhandlingens perspektiv består af to interessenter henholdsvis de egenkapitalorienterede og fremmedkapitalorienterede. Det egenkapitalorienterede perspektiv er udgangspunktet for rentabilitetsanalysen, der benyttes til at belyse Carlsbergs kapitalstruktur set fra ejernes synsvinkel. Det fremmedkapitalorienterede perspektiv sætter fokus på adgang til finansiering, herunder långivning i kreditanalysen, hvor der ses fremadrettet for at vurdere virksomhedernes tilbagebetalingsevne – set fra de finansielle institutioners synsvinkel. Samlet set vil de to perspektiver vise, hvordan ændringer i kapitalstrukturen vil påvirke virksomhedens rentabilitet og kreditvurdering.

En analytisk tilgang til resultatopgørelsen og balancen tydeliggør, hvordan der skabes værdi i virksomheden. En virksomhed skaber værdi direkte igennem driftsaktiviteter eller indirekte gennem finansieringsaktiviteter, som er afledt af driften. Den analytiske resultatopgørelse og balance udarbejdes ved at separere aktiviteter relateret til kerneforretningen fra finansielle aktiviteter, og ved at re-klassificere regnskabsposter i henholdsvis drift og finansiering. Klassificeringen varierer fra virksomhed til virksomhed i forhold til regnskabspostens karakteristik og virksomhedens forretningsmodel. De analytiske opgørelser anvendes til nøgletalsanalyse såsom rentabilitetsanalyse og kreditanalyse (Sørensen, 2017; s. 903).

Virksomhedernes offentlige årsrapporter benyttes til at udarbejde den analytiske resultatopgørelse og balance. Inddragelse af årsrapportens noter gør det muligt at lave en mere detaljeret og udførlig beskrivelse af virksomheden. Nogle oplysninger vil ikke fremgå af de offentlige årsrapporter og det vanskeliggør klassificeringen af disse regnskabsposter, hvorfor det vil være nødvendigt at foretage nogle antagelser til placering af disse poster (Sørensen, 2017; s. 903).

6.1 Reformulering af resultatopgørelse

Formålet med en analytisk resultatopgørelse er at adskille virksomhedens driftsposter, som kun indeholder regnskabsposter relateret til virksomhedens kerneaktiviteter, fra finansiering. Det første, der tages stilling til ved klassificering af regnskabsposter i den analytiske resultatopgørelse, er, dermed hvorvidt posterne er drifts- eller finansieringsrelaterede. Efterfølgende identificeres særlige poster for hvorvidt posterne er transitoriske (ikke-tilbagevendende), og ikke en direkte del af kerneforretningen, eller permanente poster. I de fleste tilfælde er transitoriske poster en del af driften, men der kan være eksempler, hvor de skal behandles som finansiering. Eksempelvis er omstruktureringssomkostninger en driftsrelateret post, som typisk er en transitorisk post. Hvis virksomheden løbende skal tilpasse sig ændringer i markedet, må det forventes, at virksomheden omstruktureres i perioder, og at posten ikke indgår hvert år. En transitorisk post kan være en usædvanlig/ekstraordinær post, hvis den ikke er en del af virksomhedens daglige driftsaktiviteter, og i sådanne tilfælde skal den klassificeres efter NOPAT, således at den ikke influerer rentabilitetsnøgletallene (Plenborg, 2017; s. 117).

Til beregning af rentabilitetsnøgletal anvendes virksomhedens primære driftsresultat efter skat (NOPAT) og nettofinansielle omkostninger (NFO).

Afhandlingen ønsker at finde den optimale kapitalstruktur for Carlsberg gennem en femårig periode. De transitoriske poster, som ikke forventes at optræde i fremtiden, klassificeres som usædvanlige/ekstraordinære poster, så de ikke påvirker resultat af primær drift før skat (EBIT) og resultat af primær drift efter skat (NOPAT). Disse transitoriske poster kan dog have haft indflydelse på virksomhedens historiske kapitalstruktur, hvis de har haft en direkte likviditetspåvirkning. I så fald kan de have været anvendt til at ændre kapitalstrukturen, eksempelvis ved at virksomheden har brugt overskudslikviditeten (direkte relateret til regnskabsposten) til at tilbagebetale gæld. Regnskabsposter, som betragtes som særlige poster, gennemgås derfor nøje, og der argumenteres for valg af klassificering (Sørensen, 2017; s. 217-218).

6.2 Reformulering af balance

Den analytiske balance er en opdeling af driftsaktiver og -forpligtelser samt finansieringsaktiver og -forpligtelser. Finansieringsaktiviteterne afspejler, hvordan virksomheden rejser kapital, mens driftsaktiviteterne reflekterer, hvordan den rejste kapital anvendes til at skabe værdi i virksomheden. Opdelingen gør det blandt andet muligt at beregne nettorentebærende gæld og investeret kapital, som benyttes til beregning af virksomhedens D/E-forhold, rentabilitetsanalysen og kreditvurderingen. Driftsaktiver og -forpligtelser er poster, som er afledt af driftsaktiviteter, såsom produktion og salg af varer og tjenesteydelser. Finansielle aktiver og -forpligtelser er relateret til finansiering af driften, og der pådrages renter, hvorfor de kategoriseres som rentebærende (Sørensen, 2017; s. 204-205).

I følgende afsnit reformuleres Carlsbergs og peer-gruppens resultatopgørelse og balance for at gøre virksomhederne sammenlignelige og for at beregne rentabilitetsnøgletal og kreditnøgletal. Den regnskabsanalytiske tilgang gør effekten af ændringer i kapitalstrukturen i virksomhederne og på tværs af dem mere retvisende, så der fås et bedre udgangspunkt for at vurdere den optimale kapitalstruktur for Carlsberg. Regnskabsposter, som er åbenlyse i klassificering, gennemgås ikke i reformuleringen, hvorimod klassificering af øvrige regnskabsposter begrundes for både den analytiske resultatopgørelse og balance.

6.3 Klassificering af regnskabsposter

I dette afsnit begrundes klassificering af udvalgte regnskabsposter. De udvalgte poster består af poster, hvor klassificeringen i særlig grad afhænger af postens karakteristik og/eller virksomhedens forretningsmodel. Regnskabsposter, som er åbenlyse og ukomplicerede, er ikke uddybet i nedenstående afsnit, da det ikke findes nødvendigt at begrunde klassificeringen af disse. I de analytiske opgørelser anvendes der samme regnskabspraksis på tværs af virksomhederne for at gøre disse sammenlignelige. Hermed forstås, at hvis der foretages en antagelse om klassificering af en regnskabspost på baggrund af manglende information om posten, klassificeres den ens for alle virksomhederne for at skabe konsistens, og sikre at nøgletallene vil være sammenlignelige.

De analytiske opgørelser er for perioden 2010 til 2015 grundet anvendelse af gennemsnitstal for balancen til udarbejdelse af en pengestrømsopgørelse, som anvendes i kreditanalysen.

Skattesats

I den analytiske resultatopgørelse skal skatter separeres og fratrækkes driftsresultatet før skat (EBIT), for at få driftsresultatet efter skat (NOPAT). Virksomhedens skatter består af selskabsskat og skatteskjold på nettofinansielle omkostninger, samt øvrige skatter som skal adskilles fra driftsaktiviteter. Til beregning af skatteskjoldet og disse øvrige skattesatser benyttes den marginale eller effektive skattesats. Når virksomhedens skattepligtige indkomst overstiger de finansielle omkostninger, anbefales det at anvende den marginale skattesats frem for den effektive skattesats (Plenborg, 2012; s. 265). For virksomheder med mange forretninger i udlandet kan det synes rimeligt at anvende den effektive skattesats for at indregne effekten af de forskellige landes skattesatser. Anvendelse af den effektive skattesats hviler dog på en række antagelser, som er svære at opfylde i praksis, heriblandt antagelsen om, at virksomhedens finansielle omkostninger fordeles på samme måde som virksomhedens driftsmæssige indtjening. Herudover er den effektive skattesats påvirket af forskellige regnskabsmæssige afskrivningsmetoder for forskellige aktivtyper (Plenborg, 2012; s. 265). Derfor anbefales anvendelse af den marginale skattesats også for virksomheder med mange forretninger i udlandet (Plenborg, 2012; s. 265). Den marginale skattesats anvendes for de lande hvor virksomheden, som analyseres, har hovedsæde, og hvor den største skattebetaling antages at finde sted (Plenborg, 2012; s. 86-88).

Gevinster og tab på bortskaffelse af anlægsaktiver og immaterielle aktiver

Af de officielle regnskaber fremgår det ikke specifikt, hvordan posten er opstået. Regnskabsposten fremkommer som forskellen mellem netto salgsværdien og den bogførte værdi af det solgte aktiv (Sørensen, 2017; s. 221). Der er ofte taget højde for tidligere foretagne afskrivninger, men ikke i tilstrækkeligt omfang for scrapværdien ved fastlæggelse af afskrivningerne. Posten anses derfor for at være en justering af tidligere foretagne afskrivninger, og klassificeres som en del af afskrivninger.

Andel af resultat i associerede virksomheder

Regnskabsposten er et resultat af indtægter i associerede selskaber og er dermed ikke fra moderselskabet, hvilket er et argument for at klassificere posten som andet driftsoverskud (Sørensen, 2017; s. 226). Ifølge Plenborg er posten et finansielt aktiv, men visse finansielle aktiver kan klassificeres som værende driftsrelaterede og indgå som en del af investeret kapital, såfremt investeringen er i relation til kerneforretningen. Posten skal imidlertid klassificeres som et finansielt aktiv og fratrækkes nettorentebærende gæld, hvis investeringen ikke er driftsrelateret (Plenborg, 2012; s. 76). For Carlsberg og peers er investeringerne i associerede virksomheder, i virksomheder som opererer i bryggeribranchen og derfor i overensstemmelse med kerneforretningen. Regnskabsposten klassificeres derfor som driftsrelateret. Kapitalandele i associerede virksomheder er i de officielle resultatopgørelser indregnet efter skat, hvorfor skatten skal separeres, så driftsposten indeholder skat i den analytiske resultatopgørelse. Skatten på associerede virksomheder beregnes på baggrund af følgende formel:

$$\text{Skat på kapitalandele i ass. virksomheder} = \frac{\text{Kapitalandele i ass. virksomheder efter skat} * \text{skattesats}}{(1 - \text{skattesats})} \quad (1.13)$$

Denne skat kan dermed tillægges driftsposten, som vil figurere i driftsresultatet før skat (EBIT). Skatten trækkes ud efter EBIT for at få driftsresultat efter skat (NOPAT).

Omstruktureringsomkostninger

Regnskabsposten kan i visse tilfælde være driftsrelateret. Det afhænger af, om omkostningerne omfatter tilpasning af forretningen i forhold til den nuværende forretningsmodel og ændringer i markedsvilkår, samt hvorvidt posten er transitorisk eller tilbagevendende over en periode. I de fleste tilfælde vil posten formentlig betragtes som usædvanlig, men med undtagelse af virksomheder som opererer i brancher, hvor virksomheden er nødsaget til løbende tilpasning af forretningen grundet markedsmæssige forhold. Disse omstændigheder anses for at være gældende for Carlsberg og peer-gruppen, hvor omstruktureringsomkostninger ses at være tilbagevendende over perioden. Det er ofte oplyst i årsrapporterne, at de vedrører forbedringer af kerneaktiviteter og løbende markedstilpasning. Disse omkostninger forventes også at optræde i fremtiden, idet virksomhederne vil være nødsaget til at foretage tilpasninger af virksomheden og effektivisering af kerneaktiviteter for at forblive konkurrencedygtig.

Pensionsordninger

Ydelsesbaserede pensionsordninger er rentebærende og klassificeres dermed som en finansiel post. Bidragsbaserede pensionsordninger er ikke-rentebærende og indregnes direkte i resultatopgørelsen, og klassificeres dermed som driftsrelaterede (Deloitte, IFRS; s. 172).

Selskabsskat

Udskudt skatteaktiv opstår fra fremført skattemæssigt underskud eller fra aktiver (passiver), som er indregnet til en lavere (højere) værdi i balancen end i skatteregnskabet. Udskudt skatteaktiv betragtes ofte som driftsrelateret, fordi der ikke opnås renteindtægter, og et underskud opstår typisk i driften (Plenborg, 2012; s. 86-88). Ideelt set bør skatteaktiver og –forpligtelser opdeles i henholdsvis drift og finansiering i de analytiske opgørelser. For Carlsberg og peer-gruppe er der dog ikke lavet denne opdeling i årsrapporterne, og skatteposterne klassificeres derfor som driftsrelaterede. Det skyldes, at posterne primært er opstået på baggrund af materielle og immaterielle aktiver, som er driftsrelaterede, og at posterne desuden ikke er tilstrækkeligt specificeret i henholdsvis drift og finansiering til at kunne lave en opdeling.

I de analytiske opgørelser, som fremgår af bilag 3.1 til 3.7, findes uddybende noter som specificerer klassificering af regnskabsposterne.

7. Introduktion til rentabilitet-, kredit- og risikoanalyse

På baggrund af de reformulerede årsregnskaber analyseres virksomhedernes rentabilitet, kreditværdighed og risiko. I de følgende afsnit gennemgås de anvendte metoder som ligger til grund for analyserne. Metoderne består i beregning af specifikke nøgletal, og det begrundes hvorfor disse nøgletal er udvalgt.

7.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitet har stor betydning for en virksomheds fremtidige drift og sikrer, at virksomheden kan afgive et tilfredsstillende afkast til aktionærerne. Formålet med dette afsnit er at beskrive, hvordan lønsomhed på driften måles, og belyse effekten af finansiering på lønsomheden.

Rentabilitetsanalysen er baseret på tal fra de analytiske resultatopgørelser. Til beregning af rentabilitetsnøgletal anbefales det generelt at anvende gennemsnitstal for de analytiske balancer for at kunne belyse trends i en historisk periode (Plenborg, 2017; s. 95-96 og Koller, 2010; s. 164). I nærværende analyse anvendes imidlertid ultimo tal fra de analytiske balancer til beregning af rentabilitetsnøgletal, da formålet med analysen er at opnå et øjebliksbillede, samt at vurdere hvad effekten er ved ændringer i kapitalstrukturen i enkelte år.

Perspektivet for rentabilitetsanalysen er de egenkapitalorienterede interessenter. Formålet er derfor at opfylde aktionærernes interesse, med fokus på fremadrettet rentabilitet, med udgangspunkt i analyse af graden af og udviklingen i den historiske rentabilitet.

Egenkapitalforretning

En virksomheds finansielle præstationer kan betragtes som evnen til at forrente investeret kapital (Elling et al., 1999; s. 101). Der tages udgangspunkt i egenkapitalforrentningen, herefter EKF, som driftsrelateret rentabilitetsnøgletal, der afhænger af både operationel og finansiell gearing. Afkastningsgraden, herefter AG, kan også anvendes til at måle virksomhedens rentabilitet på den samlede investerede kapital, men er i modsætning til EKF uafhængig af kapitalstrukturen.

EKF medtager altså effekten af finansiell gearing på rentabiliteten, og afspejler det afkast, ejerne får fra deres investeringer i virksomheden. EKF kan beregnes som årets resultat efter skat divideret med bogført værdi af egenkapital (Plenborg, 2017; s. 117):

$$EKF = \frac{\text{Årets resultat efter skat}}{\text{Bogført værdi af egenkapital}} \quad (1.14)$$

Dekomponeret egenkapitalforrentning

EKF kan dekomponeres i tre forskellige faktorer; operationel rentabilitet, nettolånerente efter skat (NLR) og finansiell gearing, som påvirker størrelsen og udviklingen af EKF. Forholdet mellem EKF og de nævnte faktorer kan udtrykkes som (Plenborg, 2017; s. 117):

$$EKF = AG + (AG - NLR) * \frac{NRBG}{EK} \quad (1.15)$$

Den første faktor; den operationelle rentabilitet er afkastningsgraden, som udtrykker den samlede lønsomhed i driften. Den måler virksomhedens evne til at udnytte de tilgængelige ressourcer. Afkastningsgraden kan beregnes som driftsoverskud efter skat (NOPAT) divideret med investeret kapital, eller ved at multiplicere overskudsgraden (OG) med netto driftsaktivernes omsætningshastighed (AO):

$$AG = \frac{NOPAT}{Investeret\ kapital} = OG * AO \quad (1.16)$$

Til beregning af investeret kapital anbefales det generelt at anvende gennemsnitstal for begyndelsen og slutningen af perioden, eftersom kapital typisk kun bliver målt én gang i løbet af perioden, mens profit bliver målt løbende i året (Koller, 2010; s. 164 og Plenborg, 2012; s. 95-96). I nærværende analyse anvendes imidlertid ultimo tal fra de analytiske balancer til beregning af investeret kapital, da formålet med analysen er at opnå et øjebliksbillede, samt at vurdere hvad effekten er ved ændringer i kapitalstrukturen i enkelte år.

Overskudsgraden udtrykker indtægt-omkostningsforhold og måler virksomhedens evne til at generere driftsoverskud efter indregning af alle driftsomkostninger, og er givet ved:

$$OG = \frac{NOPAT}{Nettoomsætning} \quad (1.17)$$

Netto driftsaktivernes omsætningshastighed er et udtryk for kapitaludnyttelse. Den måler virksomhedens effektivitet i at bruge de ressourcer, som er investeret i driften. AO er givet ved:

$$AO = \frac{Nettoomsætning}{Investeret\ kapital} \quad (1.18)$$

Den næste faktor i beregning af EKF er (AG – NLR), kendt som ”rentemargin” eller ”spread”. Dette spread viser effekten af finansiel gearing på virksomhedens rentabilitet og uddybes i det følgende afsnit om sammenhængen mellem afkastningsgraden og egenkapitalforrentningen (Plenborg, 2012; s. 117-118). Nettolånerenten efter skat (NLR), også kaldet netto låneomkostninger, er defineret som (Plenborg, 2012; s. 117):

$$NLR = \frac{NFO\ efter\ skat}{nettorentebærende\ gæld} \quad (1.19)$$

Hvor NFO er netto finansielle omkostninger efter skat, som beregnes ved:

$$NFO\ efter\ skat = NFO\ før\ skat * (1 - t) \quad (1.20)$$

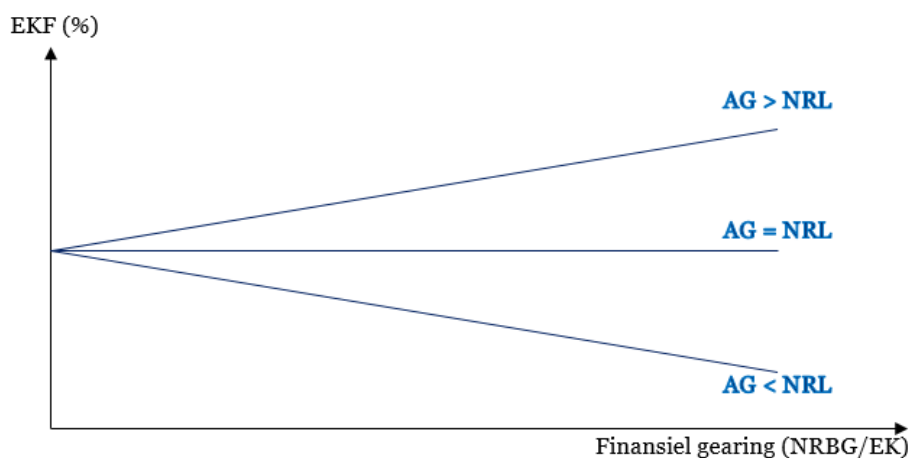
Nettorentebærende gæld måles som forskellen mellem rentebærende gæld og rentebærende aktiver.

Det sidste led, *NRBG/EK*, er forholdet mellem bogført værdi af nettorentebærende gæld (NRBG) og bogført værdi af egenkapitalen (EK), også kaldet finansiel gearing.

Sammenhæng mellem afkastningsgraden og egenkapitalforrentningen

EKF er altså påvirket af udviklingen i AG. Jo bedre virksomheden er til at udnytte sine ressourcer, desto større bliver AG og dermed EKF – alt andet lige. Det er som følge af enten en forbedring af

overskudsgraden eller ved en forøgelse af netto driftsaktivernes omsætningshastighed, som begge også er afhængige af underliggende faktorer (Sørensen, 2017; s. 281).



Figur 7.1. Forholdet mellem finansiell gearing og egenkapitalforrentning EKF (Plenborg, 2012; s. 118 og Elling et al., 1999; s. 102).

Ovenstående graf illustrerer, at hvis AG er større end NRL, således at der er en positiv spredning mellem AG og NRL, så betaler det sig at øge den finansielle gearing, og ejerne kan løfte rentabiliteten ved udelukkende at optage lån, altså "tjene" ved en forøgelse af fremmedkapitalen. Årsagen er, at når $AG > NRL$, vil EKF stige proportionalt med finansiell gearing. Samtidig gælder, at når den finansielle gearing stiger, forøges den finansielle risiko for ejerne og långivere som følge af forøgelsen af fremmedkapital. Det vil øge ejernes afkastkrav. En højere AG fører ofte også til bedre kredit rating (Plenborg, 2017; s. 142). Modsatrettet gælder, at finansiell gearing har en negativ effekt på EKF, når spredningen mellem AG og NRL er negativ.

Egenkapitalforrentning med minoritetsinteresser

En minoritetsinteresse opstår, når moderselskabet ikke ejer 100% af andelen i et datterselskab. Hvis virksomheden har minoritetsinteresser, bør der tages højde for det ved beregning af EKF. I de analytiske balancer er minoritetsinteresser klassificeret som en del af egenkapitalen ved beregning af investeret kapital. Investorer i moderselskabet drager ikke gavn af værdiskabelse, som tilhører minoritetsinteresser. Derfor omskrives EKF således, at den kun er et udtryk for EKF til ordinære aktionærer i moderselskabet:

$$EKF \text{ moderselskab} = \frac{\text{Resultat før skat efter minoritetsinteresser}}{EK \text{ for moderselskab}} \quad (1.21)$$

EKF kan dekomponeres til:

$$EKF \text{ moderselskab} = AG + (AG - NRL) * \frac{NRBG}{EK_{koncern}} * \text{moderselskabs andel af afkast} \quad (1.22)$$

Hvor moderselskabets andel af afkast kan beregnes som:

$$\text{Moderselskabs andel} = \frac{\text{moders andel af overskud/koncernoverskud}}{\text{moders andel af EK/koncernens egenkapital}} \quad (1.23)$$

Alternativt kan det beregnes ved en justering for minoritetsaktionærernes andel:

$$EKF_{moder} = EKF_{koncern} + (EKF_{koncern} - EKF_{min}) * \frac{EK_{min}}{EK_{moder}} \quad (1.24)$$

Hvor EK_{min} er egenkapitalforrentning for minoritetsaktionærer (Plenborg, 2012; s. 118-119).

Fordele og ulemper ved egenkapitalforrentning som rentabilitetsnøgletal

EKF har den fordel, at den medtager investeringer henholdsvis investeret kapital og egenkapital. Ulempen ved EKF, er at nøgletallet ikke inddrager risiko, herunder alternativomkostninger. EKF kan ikke fritstående bruges til at vise virksomhedens evne til at skabe værdi. EKF skal sammenlignes med ejernes alternativomkostning for at tage højde for risiko, og for at kunne vise om EKF er værdiskabende. EKF kan eksempelvis sammenlignes med ejernes afkastkrav (r_e), også kaldet ejernes kapitalomkostninger. Værdiskabelsen for ejerne kan beregnes ved at fratrække ejernes afkastkrav fra EKF, hvorved residual indkomsten (RI) beregnes:

$$RI = (EKF - r_e) * EK \quad (1.25)$$

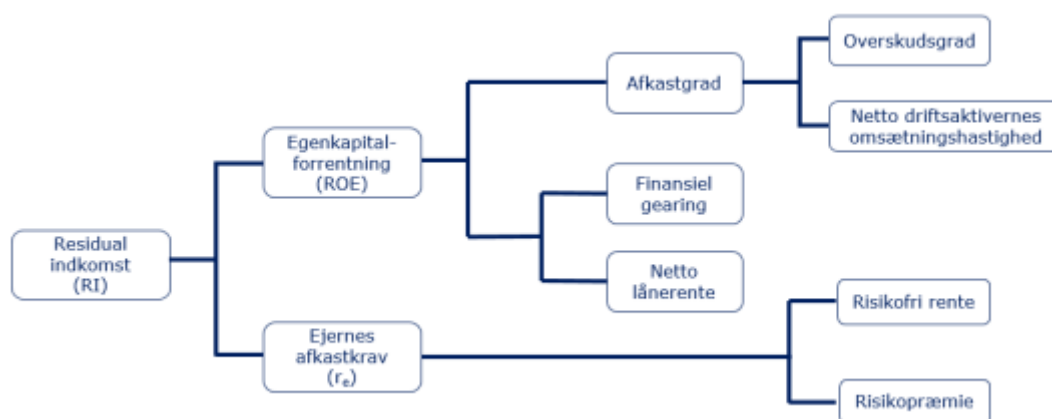
Residual indkomsten er den "økonomiske profit" til ejerne, hvor det gælder, at hvis $EKF > r_e$ er residual indkomsten positiv, hvorved der er skabt værdi til ejerne (Plenborg, 2017; s. 119, s. 432 og s. 437).

En anden ulempe ved EKF er, at nøgletallet er baseret på bogførte værdier af både aktiver og egenkapital, mens ejerne ønsker forventet afkast baseret på markedsværdier, som kan variere fra bogførte værdier (Plenborg, 2017; s. 432).

Opsummering

Rentabilitetsnøgletallet EKF anvendes i rentabilitetsanalysen for at belyse, i hvilken grad finansiel gearing påvirker Carlsberg og peer-gruppens lønsomhed. Desuden anvendes EKF til at identificere udviklingen af lønsomhed over perioden under hensyntagen til effekten af finansiering. Det overordnede formål er at identificere ved hvilken kapitalstruktur, virksomhederne har haft bedst lønsomhed, hvilket bidrager til at bestemme den optimale kapitalstruktur for Carlsberg.

Nedenstående figur illustrerer sammenhængen mellem rentabilitetsnøgletallene og opbygningen af den kommende rentabilitetsanalyse.



Figur 7.2. Sammenhængen mellem rentabilitetsnøgletal. Kilde: Plenborg, 2012; s. 120.

7.2 Kreditanalyse

Kreditanalyse er en evaluering af virksomhedens evne til at tilbagebetale dens forpligtelser i rette tid, hvor der ses på virksomhedens samlede gæld. En fundamental kreditanalyse er en undersøgelse af virksomhedens sandsynlighed for at misligholde sine forpligtelser, herunder betalingsstandsning, som kan føre til konkurs og likvidering af virksomhedens aktiver, samt estimering af det forventede tab i tilfælde af betalingsstandsning. En sådan undersøgelse vil ofte være baseret på en række skøn og dermed indeholde en del usikkerhed (Plenborg, 2017; s. 371 og 380).

Perspektivet i kreditanalysen er fremmedkapitalfokuserede interessenter i forbindelse med långivning, hvor fokus er at se fremadrettet med det formål at vurdere virksomhedens tilbagebetalingsevne. Virksomhedens kreditværdighed vurderes på baggrund af historiske regnskabstal og er derfor bagudrettet, hvilket ikke kan bruges til at forudsige fremtiden. Der anvendes ultimo regnskabstal på balancen, da det giver det mest præcise billede af likviditetsrisikoen.

Kreditanalysen er baseret på en regnskabsanalytisk tilgang. Kreditanalysen indeholder en nøgletalsanalyse af kort- og langsigtet likviditetsnøgletal, kredit rating på baggrund af Standard & Poor's kredit rating-nøgletal og estimering af konkursrisiko ved hjælp af en statistisk model. Det vurderes at være fyldestgørende til evaluering af virksomhedernes kreditværdighed, da kreditinstitutter også bruger finansielle nøgletal til kreditvurdering.

Nøgletalsanalyse

Nøgletalsanalysen indeholder målinger af forskellige typer af risiko til vurdering af kort- og langsigtet likviditetsrisiko, også kendt som kreditrisiko. Manglende likviditetsrisiko kan have konsekvenser for virksomheden – såsom at begrænse profitable investeringsmuligheder og direktionens handlefrihed – og føre til betalingsstandsning, som kan ende i konkurs.

En virksomheds kortsigtede likviditetsrisiko er defineret som virksomhedens evne til at imødekomme alle kortsigtede forpligtelser, mens virksomhedens langsigtet likviditetsrisiko er evnen til at imødekomme alle langsigtet forpligtelser.

Til måling af den kortsigtede likviditetsrisiko anvendes likviditetsgraden, også kendt som "current ratio", der indikerer i hvor høj grad virksomhedens omsætningsaktiver kan dække den kortfristede gæld.

$$\text{Likviditetsgrad} = \frac{\text{Omsætningsaktiver}}{\text{Kortfristet gæld}} \quad (1.26)$$

Jo højere likviditetsgrad, jo højere er sandsynligheden for, at omsætningsaktiverne kan dække de kortfristede gældsforpligtelser i tilfælde af likvidation. En tommelfingerregel siger, at en likviditetsgrad på minimum 2,0 afspejler en lav kortsigtet likviditetsrisiko (Plenborg, 2012; s. 156).

Solvensgrad kan benyttes til måling af langsigtet likviditetsrisiko. Virksomhedens solvensgrad kan benyttes til at vurdere, om virksomheden har en sund kapitalstruktur og tilstrækkelig kapital til at dække uforudsete tab på både kort og lang sigt. Solvensgraden er et af de bedste kreditnøgletal til tidligt at forudsige konkurs.

Solvensgraden kan måles som egenkapitalandelen divideret med aktiver i alt (Plenborg, 2017; s. 217):

$$\text{Solvensgrad} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Aktiver i alt}} \quad (1.27)$$

Alternativt ved finansiel gearing:

$$\text{Finansiel gearing} = \frac{\text{Nettorentebærende gæld i alt}}{\text{Egenkapital}} \quad (1.28)$$

Hvis virksomheden har en lav solvensgrad og høj finansiel gearing, indikerer det, at der er en lille kapitalreserve til uforusetete tab, og derfor en høj langsigtet likviditetsrisiko – og modsatrettet ved høj solvensgrad og lav finansiel gearing.

Det mest retvisende er at anvende markedsværdier til beregning af solvensgrad, hvis disse er tilgængelige. Både solvensgraden og finansiel gearingsgrad bør sammenlignes med branchebenchmark.

Rentedækningsgrad "interest coverage ratio" er et andet langsigtet likviditetsnøgletal, som måler virksomhedens evne til at imødekomme dens finansielle forpligtelser.

Rentedækningsgraden er givet ved:

$$\text{Rentedækningsgraden} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Netto finansielle omkostninger}} \quad (1.29)$$

Rentedækningsgraden angiver, hvor mange gange pengestrømme fra EBIT dækker de finansielle udgifter. Jo højere værdien er, desto lavere er den langsigtede likviditetsrisiko. En tommelfingerregel siger, at en rentedækningsgrad på mindre end 2,5 indikerer høj likviditetsrisiko (Investopedia.com, vedr. Interest coverage ratio).

Rating-modeller

Kredit rating-modeller udarbejdes af rating-bureauer som eksempelvis Standard & Poor og Moody. De er begge uafhængige rating-bureauer, som virksomheder kan betale for at få udarbejdet en officiel og fundamental kreditvurdering til eksempelvis lånoptagelse på markedet. Standard & Poor og Moody's rating-modeller er baseret på udvalgte finansielle nøgletal til rangering af virksomheder efter deres kreditrisiko. Ratingen af virksomhedens kreditværdighed afspejler virksomhedens sandsynlighed for tab ved betalingsstandsning og det forventede tab ved betalingsstandsning. Sandsynligheden for tab ved betalingsstandsning målt inden for et år, kan estimeres på baggrund af ratingen fra Moody's og/eller Standard & Poor's. I kreditanalysen anvendes rating-modellen fra Standard & Poor. Ratingen udregnes på baggrund af adskillige nøgletal heriblandt både kredit- og rentabilitetsnøgletal. Standard & Poor's rating-niveauer for de forskellige nøgletal og hvilken rating de udløser, fremgår af Plenborg (2012) i følgende tabel:

	High			Rating			Low
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT interest cover	21,4	10,1	6,1	3,7	2,1	0,8	0,1
EBITDA interest cover	26,5	12,9	9,1	5,8	3,4	1,8	1,3
Free operating cash flow / Total debt (%)	84,2	25,2	15,0	8,5	2,6	-3,2	-12,9
Return on capital (%)	34,9	21,7	19,4	13,6	11,6	6,6	1,0
Operating income / Revenue (%)	27,0	22,1	18,6	15,4	15,9	11,9	11,9
Long-term debt / Capital (%)	13,3	28,2	33,9	42,5	57,2	69,7	68,8
Total debt / Capital (%)	22,9	37,7	42,5	48,2	62,6	74,8	87,7

Tabel 7.1 S&P ratingmodel. Kilde: Plenborg, 2012; s. 277

AAA	AA	A	BBB	BBB-	BB+	BB	B	CCC	CC	C	D
Investment grade					Speculative grade						

Tabel 7.2. Ratingens tilhørende kategori. Kilde: Plenborg, 2012; s. 278.

Statistiske modeller

Statistiske modeller anses ikke for alene at være fyldestgørende til vurdering af kreditværdighed, men er brugbare til udvælgelse af nøgletal i kreditanalysen. Fordelen ved denne metode er, at den er mindre ressourcekrævende og nem at anvende. Der findes forskellige statistiske modeller til at forudsige, om virksomheden har risiko for konkurs.

Afhandlingen tager udgangspunkt i en multipel diskriminantanalyse ved hjælp af Altman's Z-score model, som klassificerer en observation til de to grupper; "konkurs" eller "ikke-konkurs". Modellen anvendes til at få en lineær kombination af koefficienter for finansielle nøgletal, som skelner imellem sunde selskaber (ikke-konkurs truede) og konkurstruede selskaber. Analysen består af fem diskriminant koefficienter, som multipliceres med bestemte finansielle nøgletal for at finde frem til en såkaldt Z-score (Plenborg, 2017; s. 384):

$$\begin{aligned}
 Z\text{-score} = & 1,2 \left(\frac{\text{Arbejdskapital}}{\text{Aktiver i alt}} \right) + 1,4 \left(\frac{\text{Overført resultat}}{\text{Aktiver i alt}} \right) + 3,3 \left(\frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiver i alt}} \right) \\
 & + 0,6 \left(\frac{\text{Markedsværdien af egenkapital}}{\text{Bogført værdi af forpligtelser}} \right) + 1,0 \left(\frac{\text{Omsætning}}{\text{Aktiver i alt}} \right)
 \end{aligned} \quad (1.30)$$

Virksomheder med en Z-score mindre end 1,81 har høj sandsynlighed for konkurs. Virksomheder med en Z-score mellem 1,81 og 2,99 ligger i en gråzone, hvor yderligere analyse bør foretages. Virksomheder med en Z-score større end 2,99 har lav sandsynlighed for konkurs (Plenborg, 2017; s. 384).

Modellen bygger på historiske tal, hvorfor den ikke kan bruges til at forudsige en fremtidig konkurs. Ifølge Plenborg har Altman's model lav sandsynlighed for at fejlestimere virksomheders konkurs, når disse måles et år før konkursen. Modellen har 6% sandsynlighed for type 1 fejl, hvor virksomheden klassificeres som "ikke-konkurs", når den rent faktisk går konkurs og 3%

sandsynlighed for type 2 fejl, hvor virksomheden klassificeres som ”fremtidig konkurs”, men hvor virksomheden viser sig ikke at gå konkurs. Samlet set klassificerer modellen 95% af observationerne korrekt målt året før konkurs. Det understøtter, at modellen er brugbar til beregning af konkurs sandsynlighed (Plenborg, 2017; s. 383-384).

Altman’s Z-score vil indgå i kreditanalysen og anvendes til en helhedsvurdering af virksomhedernes kreditværdighed for den valgte periode.

Opsummering

De tre nævnte metoder – nøgletalsanalyse, kredit rating og Z-score beregning – anvendes i kreditanalysen og sammenholdes for at give en samlet vurdering af virksomhedens kreditværdighed. Rentabilitetsanalysen inddrages i kreditvurderingen, da rentabilitetsnøgletal, som eksempelvis afkastningsgraden, er brugbare til en fyldestgørende kreditvurdering (Plenborg, 2017; s. 381).

7.3 Kapitalomkostninger

I dette afsnit uddybes estimering af komponenterne i gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger (WACC), som blev introduceret i M&M’s teori (afsnit 4.1). I praksis er der ikke en ensartet metode til estimering af WACC, hvorfor det er meget kompliceret og baseret på forenkede antagelser (Rådgivningsudvalget, 2002; s. 49).

De gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger (WACC) udtrykker det minimale afkast, aktionærer kræver i compensation for den risiko, der påtages ved at investere i virksomheden (Hillier, 2011; s. 380). En virksomheds underliggende risiko transformeres derfor til måling af kapitalomkostninger.

I WACC, udtrykt fra M&M proposition II, erstattes markedsværdien af gæld (D) med markedsværdien af nettorentebærende gæld (NRBG), og markedsværdien af egenkapital er defineret som EK. WACC er derved givet ved:

$$WACC = \frac{NRBG}{NRBG+EK} * r_d(1 - t) + \frac{EK}{NRBG+EK} * r_e \quad (1.31)$$

Hvor *NRBG* er nettorentebærende gæld, *EK* er egenkapital, r_d er fremmedkapitalomkostninger, r_e er ejernes afkastkrav og *t* er selskabsskat.

7.3.1 Estimering af kapitalstruktur

Virksomhedens egenkapital og nettorentebærende gæld bør baseres på markedsværdier, da bogførte værdier ofte betragtes som en dårlig indikator for markedsværdier. Ulempen ved at bruge bogførte værdier opstår når finansielle nøgletal defineres forskelligt og regnskabspraksis varierer, hvorved virksomhederne ikke kan sammenlignes, hvilket ofte er tilfældet med virksomheder, som opererer i lande med forskellig regnskabspraksis (Damodaran, 2012; s. 511).

I nærværende afhandling er WACC dynamisk, og ændringer i komponenterne i WACC vil påvirke markedets forventninger og markedsværdierne. Markedets forventninger og reaktioner, når der foretages ændringer i underliggende komponenter i WACC, er uforudsigelige. Generelt er markedsværdier mere volatile end bogførte værdier, og det er problematisk ved sammenligning af

virksomheder i benchmark-analysen. Desuden anvendes ofte bogførte værdier, når virksomheder sætter en target kapitalstruktur, da rating bureauer primært benytter bogførte værdier til kredit rating (Fernández, 2011; s. 6). På baggrund heraf, og fordi der søges en konsistent tilgang igennem afhandlingen, anvendes bogførte værdier i både rentabilitets- og kreditanalysen. Derfor anvendes der bogførte værdier for egenkapitalen og nettorentebærende gæld.

7.3.2 Estimering af egenkapitalomkostninger

Egenkapitalomkostningerne, også kaldet ejernes afkastkrav, r_e , er det afkast, ejere af egenkapitalen forlanger, da samme afkast kan fås ved en alternativ investering til samme risiko. Fastlæggelse af ejernes afkastkrav beregnes med udgangspunkt i Capital Asset Pricing-modellen, CAPM.

Ifølge CAPM er ejernes afkastkrav givet ved:

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f) \quad (1.32)$$

Hvor r_f er den risikofrie rente, β er beta, som angiver den systematiske risiko på egenkapitalen, r_m er forventet afkast på markedsporteføljen, og $r_m - r_f$ er dermed markedets risikopræmie.

Ejernes afkastkrav beregnes hvert år, da det varierer over tid med den systematiske risiko.

I det følgende beskrives estimering af de enkelte komponenter i CAPM.

Estimering af den risikofrie rente

Den risikofrie rente udtrykker tidsværdien af penge i form af aktionærernes compensation for at udsætte forbrug til et senere tidspunkt. Det svarer til afkastet for ikke at påtage sig nogen risiko. I praksis anvendes en statsobligation som proxy for den risikofrie rente, med den underliggende antagelse at en statsobligation er risikofri. Den effektive 10-årige statsobligation¹², i de lande hvor virksomhederne har hovedsæde, benyttes til estimering af ejernes afkastkrav og senere hen til estimering af fremmedkapitalomkostninger (Sørensen, 2012; s. 44).

Estimering af risikopræmie

En risikopræmie er det merafst, som aktionærer kræver for at påtage sig systematisk risiko ved en risikobehæftet investering, frem for investering i det risikofrie aktiv. Markedsporteføljens risikopræmie er beregnet som forskellen mellem det forventede afkast på markedet og den risikofrie rente.

Det er generelt svært at fastlægge en risikopræmie, og det er et omdiskuteret emne i videnskabelig litteratur. Risikopræmien er ofte estimeret på baggrund af historiske afkast eller forventninger til fremtidige risikopræmier. Risikopræmien fastsættes på grundlag af estimerede risikopræmier udarbejdet af Fernández (iese.edu):

¹² Der henvises til bilag 4 for effektiv rente af statsobligationer i perioden 2011-2015 for de forskellige lande.

År	Danmark	Belgien	Holland	Storbritannien	Norge
2011	5,4%	6,1%	5,5%	5,3%	5,5%
2012	5,5%	6,0%	5,4%	5,5%	5,8%
2013	6,4%	6,1%	6,0%	5,5%	6,0%
2014	5,1%	5,6%	5,2%	5,1%	5,8%
2015	5,5%	5,5%	5,9%	5,2%	5,5%

Tabel 7.3. Risikopræmier. Kilde: Fernández.

Estimering af den systematiske risiko (β_e)

Beta måler den systematiske risiko, som er markedsrisikoen. Beta indikerer volatiliteten på en aktie i forhold til bevægelser i markedet. Hvis den systematiske risiko stiger, vil ejernes afkastkrav forøges, som følge af at aktionærerne kræver et større afkast som kompensation for at påtage sig mere risiko. En betaværdi på 0 indikerer en risikofri investering, og en betaværdi på 1 betyder, at aktien har samme systematiske risiko som markedsporteføljen. Er beta større end 1, så har aktien større systematisk risiko end markedet, sagt med andre ord så svinger aktien mere end markedet. Er beta mindre end 1, er aktien mindre volatil end markedet.

Betaværdien for en børsnoteret virksomhed estimeres typisk på baggrund af historiske afkast, men der er generelt stor usikkerhed i estimering af beta. Beta er påvirket af finansiell gearing ved, at når virksomheden optager mere gæld, så stiger risikoen på aktien og dermed også ejernes afkastkrav, som beskrevet i afsnittet om M&M's teori. Det vil altså være mangelfuldt at estimere beta på baggrund af historiske afkast, uden nogen påvirkning af ændringer i kapitalstruktur.

Afhandlingens formål er at se på effekten af ændringer i kapitalstruktur. Beta beregnes derfor i stedet ved først at "unlever" beta, det vil sige at fjerne al gæld og beregne beta under forudsætning af 100% egenkapitalfinansiering. Denne betaværdi kaldes også beta-aktiv, β_a , og afspejler kun operationel risiko, hvorfor beta-aktiv er konstant. Derefter beregnes "relevered" beta, som afspejler både den operationelle og den finansielle risiko. Denne betaværdi kaldes beta-egenkapital, β_e , og er beregnet med den kapitalstruktur, som virksomhederne har haft i perioden. Ved denne metode er det også muligt at se effekten af ændringer af kapitalstrukturen på ejernes afkast, samt hvor effekten kommer fra i form af beta som underliggende komponent.

Alternativt til denne metode kan man i stedet vælge at "unlever" og "relever" ejernes afkastkrav (Parum, 2015; s. 409-411, Investopedia.com & financetrainingcourse.com).

Beta "unlevered", β_a , beregnes ved:

$$\beta_a = \frac{\beta_e (levered)}{1 + (1-t) * \left(\frac{NRBG}{EK}\right)} \quad (1.33)$$

Derefter beregnes "relevered" beta baseret på de forskellige kapitalstrukturer. "Relevered" beta-egenkapital, β_e , er givet ved at isolere $\beta_e (levered)$ i ovenstående formel:

$$\beta_e (relevered) = \beta_a * \left(1 + (1-t) * \frac{NRBG}{EK}\right) \quad (1.34)$$

Metoden bygger på den antagelse, at virksomhedens gæld er konstant og kendt med sikkerhed, samt at den driftsmæssige pengestrøm er en uendelig pengestrøm.

Beta for Carlsberg og peers ved hjælp af Infinancials:

Virksomhed	Beta unlevered
Carlsberg	0,64
Royal Unibrew	0,50
Heineken	0,77
AB InBev	0,80
SABMiller	0,68

Tabel 7.4. Betaværdier. Kilde: Infinancials.

7.3.3 Estimering af fremmedkapitalomkostninger

Fremmedkapitalomkostninger, også kaldet lånerenten, er det afkast, som långivere kræver for at påtage sig risiko ved at låne kapital til selskabet.

Det antages, at markedsværdien af gæld er lig med den bogførte værdi af gæld, og dermed er lånerenten lig med den rente, som der betales på den nettorentebærende gæld (Fernández, 2013; s. 375).

Lånerenten efter skat, r_d er givet ved:

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t) \quad (1.35)$$

Hvor r_f er den risikofrie rente, r_s er et selskabsspecifikt risikotillæg og t er skattesatsen.

Estimering af det selskabsspecifikke risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg er også defineret som kreditspread, og det illustrerer risikopræmien på gæld. Långivere vil kræve en højere rente fra virksomheder, som de anser for risikofyldte. Rating bureauer vurderer risikoen på virksomheders gæld, hvorefter kredit ratingen kan anvendes til at estimere kreditspread'et. Kreditspread stiger i takt med dårligere kredit rating, hvilket afspejler, at långiverne kræver større kompensation for højere kredit-risiko (Plenborg, 2017; s. 363 og s. 409 & Koller, 2010; s. 257-260).

Damodarans estimerede kreditspread ved transformering af Moody's kredit rating, anvendes til at estimere kreditspreads (se bilag 5).

Estimering af selskabsskattesatsen

Lånerenten beregnes efter skat, så der tages højde for renteskatteskjoldet på gælden. Den marginale skattesats i de respektive lande, hvor virksomhederne har hovedsæde, anvendes til beregning af renteskatteskjoldet. Det anbefales at benytte den marginale skattesats til beregning af renteskatteskjoldet, da den effektive skattesats kan være kompliceret at beregne, når en virksomhed opererer i flere forskellige lande (Koller, 2010; s. 261 og Plenborg, 2017; s. 364). I afsnit 6.3 om regnskabsanalyse er argumentationen for anvendelse af marginal skattesats frem for effektiv skattesats uddybet.

Opsummering

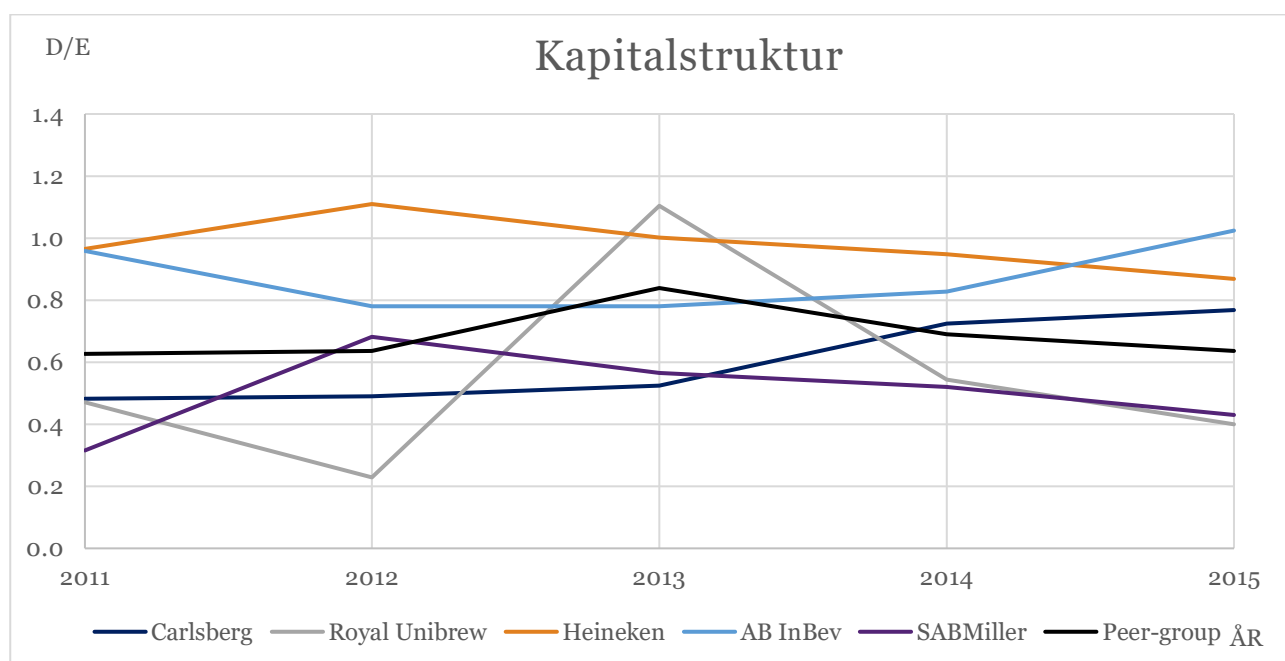
Der vil ofte være flere forskellige metoder til at estimere komponenterne i WACC. I afhandlingen benyttes de ovenfor beskrevne metoder. WACC beregnes for den enkelte virksomhed for hvert år i perioden. Beta-værdien er den eneste konstante værdi i beregningen, hvilket skyldes, at den er baseret på historisk volatilitet imellem virksomhedens aktie og markedet over en så lang periode som muligt.

I følsomhedsanalysen ændres på kapitalstrukturen for at belyse effekten på virksomhedens risiko, målt som WACC. Det forventes, at der vil være to modsatrettede effekter ved øget finansiel gearing. Den ene effekt vil mindske WACC som følge af mindre egenkapitalandel ved øget gearing. Den anden effekt vil øge WACC som følge af et større renteskatteskjold ved øget gældsandel. Den største af disse to effekter bestemmer, om WACC stiger eller falder ved øget finansiel gearing, og dermed hvor den mindste risiko findes. Dette er gældende, når der ses bort fra konkursomkostninger og ejernes personlige skatter, som vil reducere fordelene ved gæld.

8. Analyse af kapitalstruktur

I dette afsnit gives et indblik i virksomhedernes kapitalstruktur med fokus på Carlsberg. Udviklingen i Carlsbergs kapitalstruktur sammenlignes med peer-gruppen, og det undersøges, om der er særlige udsving i virksomhedernes kapitalstruktur i perioden.

Nedenstående graf illustrerer virksomhedernes kapitalstruktur målt som D/E-forholdet over perioden. Peer-gruppen er beregnet som et gennemsnit af Carlsbergs peers.



Figur 8.1. Kapitalstruktur år 2011-2015. Egen tilvirkning.

Carlsberg har haft en nogenlunde stabil kapitalstruktur i perioden 2011 til 2013 med et D/E forhold på 0,48 til 0,52. Carlsberg forøgede gældsandelen til henholdsvis 42% i 2014 og 43% i 2015. Carlsbergs D/E-forhold er lavere end peer-gruppens i perioden 2011 til 2013, men er særligt lavt i 2013, hvor Carlsberg har en gældsandel på 11% lavere end peer-gruppen. Denne difference skyldes primært Royal Unibrew, som har et særligt højt D/E-forhold i 2013. Royal Unibrew er den virksomhed, som har størst svingninger i kapitalstruktur. Royal Unibrew går fra et D/E forhold på 0,23 i 2012 til 1,10 i 2013. De øvrige virksomheder i peer-gruppen har en mere stabil kapitalstruktur. Det ses dog, at både Heineken og SABMiller har et D/E forhold, som stiger fra 2011 til 2012, og derefter falder jævnt fra 2012 og frem til 2015, hvor SABMiller ligger med et D/E-forhold på ca. 0,44 lavere Heineken. Carlsbergs D/E-forhold ligger højere end peer-gruppens i 2015 med en forskel på 0,13, og ligger næsten på niveau med peer-gruppen i 2014, hvor forskellen i D/E er på kun 0,03.

Carlsbergs største stigning i D/E-forholdet fra 2013 til 2015 skyldes, at egenkapitalen falder fra 71.499 mio. kr. til 55.997 mio. kr. som følge af reserver, som går fra -13.755 til -31.066, hvoraf 17.290 mio. kr. er relateret til valutaomregning. Valutaomregningen er primært forårsaget af fald på

valutakurser af russiske rubel (RUB) og Ukrainske Grynia UAH (Carlsberg Årsrapport, 2014; s. 67 og s. 100).

De store udsving i Royal Unibrews kapitalstruktur er forårsaget af både en meget svingende egenkapital og en meget svingende gæld. I 2013, hvor Royal Unibrew har det største udsving og højest D/E-forhold af alle virksomhederne, udbetalte Royal Unibrew ikke nogen dividender, som ellers ligger på et niveau på mellem ca. 140 mio. kr. og 400 mio. kr. I 2010 til 2012 lå Royal Unibrews overførte resultat på mellem 557 mio. kr. og 622 mio. kr. I 2013 tog det et spring til 1.095 mio. kr. og derefter fortsatte det med at stige. Det er mærkværdigt, at Royal Unibrew i netop det år, hvor resultatet forbedres med 473 mio. kr. i forhold til året før, vælger at undlade at udbetale udbytte som det eneste år. Royal Unibrew forklarer det med, at de ønsker at nedbringe gæld efter opkøb af Hartwall i Finland. Derfor har de valgt at indstille udbyttebetaling og aktietilbagekøb med en forventning om at genindstille udbyttebetalinger i 2015, som dog bliver genindført året før i 2014. Desuden oplyser Royal Unibrew, at deres politik for kapitalstruktur er uændret på trods af, at målsætningerne for en periode overskrides indtil gælden er nedbragt (Royal Unibrew Årsrapport, 2013; s. 5). Det ses, at Royal Unibrews kreditlån gik fra 0,6 mio. kr. i 2012 til 1.861 mio. kr. i 2013, hvilket er den primære årsag til, at den samlede gæld går fra 308 mio. kr. til 2.355 kr. i samme år, som følge af opkøbet af Hartwall (Royal Unibrew Årsrapport, 2013; s. 4-5). Royal Unibrew har efterfølgende nedbragt gælden både i 2014 og 2015, så den samlet ligger på 1.172 mio. kr. Det tyder altså på, at Royal Unibrew i 2014 og fremadrettet søger en mere stabil kapitalstruktur, og at en del af virksomhedens kapitalstrukturpolitik indebærer tilbagebetaling af gæld til justering af D/E-forholdet.

Der er ingen af virksomhederne, som har konstant kapitalstruktur gennem perioden. Alle virksomhederne har altså foretaget løbende ændringer i D/E-forholdet.

Peer-gruppens gennemsnitlige D/E-forhold ligger på 0,69 for perioden 2011 til 2015. D/E-forholdet svinger mellem 0,63 og 0,84. Hvis der udelukkende ses på de store internationale aktører inden for branchen – og dermed undlader Royal Unibrew, som også er den virksomhed, der har de største udsving – så ligger D/E-forholdet på mellem 0,69 og 0,84 med et gennemsnit på 0,75.

	2013	2014	2015
Industri, Europa	0,89	0,84	0,83
Industri, Global	0,66	0,64	0,65
Peer-gruppe	0,84	0,69	0,64
Carlsberg	0,52	0,72	0,77

Tabel 8.1. Kapitalstruktur i samlet bryggeribranche. Kilde: Damodaran Online

Kapitalstrukturen for den samlede europæiske branche for alkoholiske drikkevarer er afspejlet i ovenstående tabel 8.1 for årene 2013-2015¹³. I tabellen sammenlignes D/E-forholdet for Carlsberg, peer-gruppen og den europæiske samt globale branche¹⁴. Her ses det, at peer-gruppen ligger en anelse under niveauet for den samlede europæiske branche, og at Carlsberg har en væsentlig lavere gældsandel end den europæiske branche i 2013, hvorefter Carlsberg i 2014-2015 ligger tættere på den europæiske branche i forhold til peer-gruppen (Damodaran Online). Tallene for den samlede globale branche ligger til gengæld meget tæt på peer-gruppens kapitalstruktur, på nær i år 2013 hvor peer-gruppen har et væsentligt højere D/E-forhold end den samlede globale branche, hvilket må tilskrives det store udsving i Royal Unibrews kapitalstruktur i 2013 i forbindelse med opkøbet af Hartwall. Hvis Royal Unibrew undlades fra sammenligningen, har peer-gruppen et gennemsnitligt D/E-forhold, som ligger midt mellem gennemsnittet for henholdsvis den globale og europæiske branche.

Med udgangspunkt i ovenstående beskrivelse af D/E-forholdet for Carlsberg og peer-gruppen undersøges i det følgende, hvordan kapitalstrukturen har påvirket rentabiliteten gennem perioden.

¹³ Damodaran Online oplyser ikke det bogførte D/E-forhold for 2011 og 2012.

¹⁴ Da alle fem analyserede virksomheder har hovedsæde i Europa, indgår de i tallene for den europæiske branche.

9. Analyse af rentabilitet

Følgende afsnit belyser Carlsbergs egenkapitalforrentning (EKF) og sammenholder denne med peer-gruppens egenkapitalforrentning.

EKF blev tidligere kritiseret som rentabilitetsnøgletal grundet manglende inddragelse af risiko. Residual indkomsten beregnes for at sammenholde EKF med ejernes afkastkrav for at undersøge, om EKF rent faktisk er værdiskabende, når risiko inddrages i betragtningen.

Nedenstående tabel viser beregnet residual indkomst (uddybende udregning fremgår af bilag 6):

RI omregnet til mio. DKK	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	1.444	2.484	1.971	2.754	4.233
Royal Unibrew	272	323	361	510	611
Heineken	5.208	5.423	4.374	6.316	9.479
AB InBev	17.481	30.719	32.440	46.137	46.861
SABMiller	6.305	10.356	11.845	12.903	11.859
Peer-gruppe	29.266	46.821	49.020	65.866	68.810

Tabel 9.1. Residual indkomst. Kilde: valutakurser.dk d. 25/4-2017.

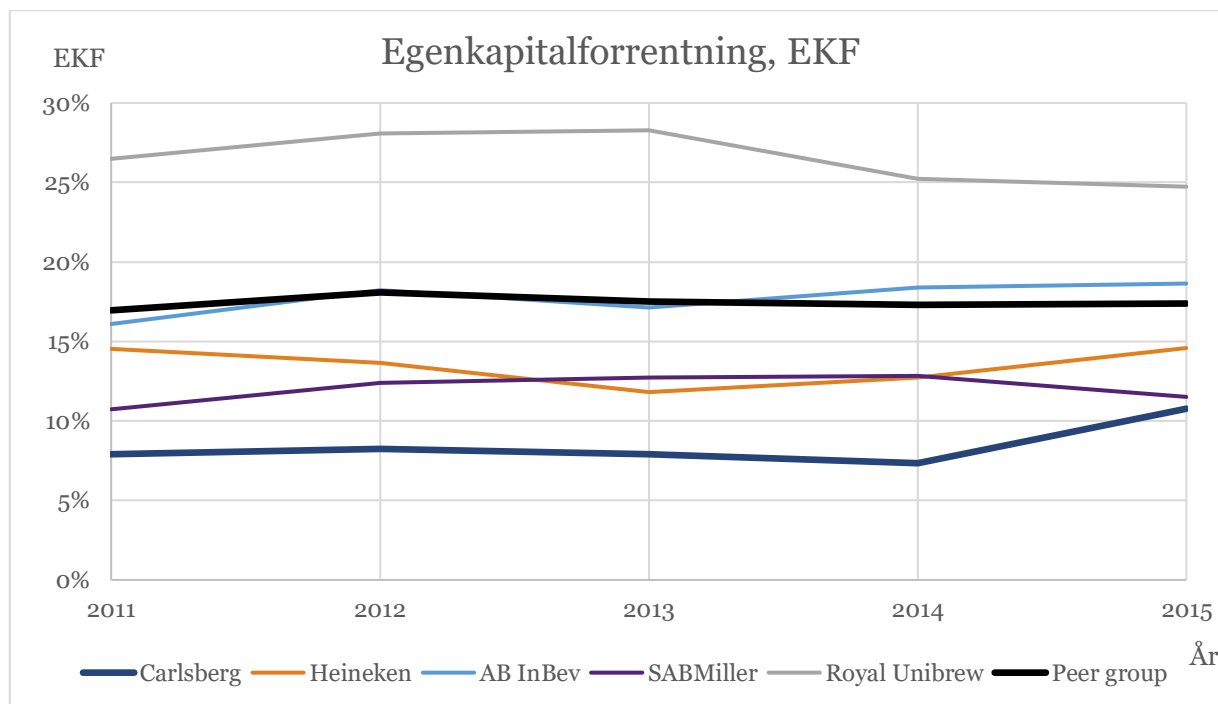
Alle virksomhederne skaber værdi til ejerne, hvilket betyder, at EKF er større end ejernes afkastkrav. Det ses ved, at alle virksomhederne har en positiv "økonomisk profit" til ejerne. Carlsberg ligger dog meget lavt i værdiskabelse til ejerne i forhold til peer-gruppen. AB InBevs residual indkomst ligger særligt højt grundet et stort spread mellem EKF og ejernes afkastkrav samt en høj egenkapital.

Det tyder på, at ovenstående residual indkomst på sin vis afspejler virksomhedernes størrelse, da denne er baseret på egenkapitalen, som influerer i residual indkomsten. Det underbygges af, at Royal Unibrew har størst spread mellem EKF og ejernes afkastkrav, men samtidig lavest residual indkomst grundet lav egenkapital. Det ses altså, at rangeringen på virksomheder med højest residual indkomst stemmer overens med rangeringen på markedsværdi i bryggeribranchen.

Beregningen af residual indkomst er ikke baseret på markedsværdi, selvom ejerne ønsker en værdiskabelse målt på markedsværdi.

Residual indkomst uddybes ikke yderligere, da det blot er medtaget som et supplement til rentabilitetsanalysen for at få et indblik i, hvordan inddragelse af risiko påvirker rentabilitet. Konklusionen er blot, at ejerne har størst værdiskabelse i de største virksomheder, og mindre værdiskabelse i de mindre virksomheder i bryggeribranchen, målt i forhold til estimering af ejernes afkastkrav.

I det følgende analyseres udviklingen i virksomhedernes EKF. Nedenstående graf og tabeller giver et overblik over udviklingen i EKF samt de dekomponerede elementer af EKF for Carlsberg og de fire peers. Den samlede peer-gruppe er beregnet som et gennemsnit af de fire peers.



Figur 9.1. Egenkapitalforrentning år 2011-2015. Kilde: Egen tilvirkning

Carlsberg	2011	2012	2013	2014	2015
EKF, moderselskab	7,82%	7,98%	8,07%	8,42%	11,87%
AG	6,72%	6,88%	6,51%	5,99%	7,94%
D/E	0,482	0,489	0,524	0,724	0,768
Netto lånerente	4,16%	3,61%	3,06%	2,09%	3,10%
Spread	2,55%	3,27%	3,45%	3,90%	4,84%

Peer-gruppe	2011	2012	2013	2014	2015
EKF	16,64%	17,34%	15,75%	16,41%	17,72%
AG	12,64%	13,16%	10,29%	11,24%	12,40%
D/E	0,627	0,637	0,839	0,691	0,637
Netto lånerente	4,65%	4,05%	3,10%	2,52%	3,24%
Spread	7,99%	9,12%	7,20%	8,71%	9,16%

Tabel 9.2. Uddybning af egenkapitalforrentning for Carlsberg og peer-gruppe.

Kilde: Egen tilvirkning (se bilag 7.1 for beregninger)

I årene 2011-2014 er der ingen bemærkelsesværdige udsving i EKF, og alle peer-gruppe virksomhederne følger nogenlunde gennemsnittet, på nær Royal Unibrew som ligger væsentlig over gennemsnittet for peer-gruppen. Der ses dog et udsving i kurven for Royal Unibrew i 2013, som skyldes et fald i Royal Unibrews afkastningsgrad (AG) som følge af en markant forøgelse af investeret

kapital i forbindelse med opkøbet af finske Hartwall, jf. afsnit 8. Udviklingen i peer-gruppen er forholdsvis stabil, og EKF svinger med 1,97% igennem hele perioden. Carlsbergs udvikling er stort set konstant, idet EKF svinger med kun 0,6% i årene 2011-2014. Carlsberg har i hele perioden den laveste EKF af alle virksomheder, hvilket primært skyldes, at Carlsberg havde en lavere afkastningsgrad end samtlige af de analyserede virksomheder. Det betyder, at Carlsberg har haft den mindst rentable drift uafhængigt af virksomhedens kapitalstruktur. I nedenstående tabel dekomponeres AG i henholdsvis overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AO). Det ses, at Carlsberg har en lav overskudsgrad sammenlignet med de andre virksomheder i branchen. Det vil sige, at Carlsberg har en lavere indtjening per "omsætnings-krone" efter omkostninger. Dette påvirker sammenligningen af EKF, idet den lave overskudsgrad medfører en tilsvarende lavere afkastningsgrad.

Overskudsgrad (OG)	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	8,2%	8,2%	7,6%	6,3%	7,3%
Heineken	11,2%	10,0%	10,7%	10,6%	12,2%
AB InBev	26,0%	27,4%	26,4%	24,8%	25,7%
SABMiller	14,4%	16,6%	17,6%	18,7%	16,4%
Royal Unibrew	10,7%	11,6%	11,7%	11,1%	12,4%
Peer-gruppe, gns.	15,6%	16,4%	16,6%	16,3%	16,7%

Aktivernes omsætningshastighed (AO)	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	0,82	0,84	0,86	0,95	1,09
Heineken	0,81	0,68	0,78	0,74	0,73
AB InBev	0,49	0,49	0,44	0,47	0,47
SABMiller	0,65	0,50	0,54	0,53	0,64
Royal Unibrew	1,76	2,07	1,00	1,39	1,47
Peer-gruppe, gns.	0,93	0,94	0,69	0,78	0,83

Tabel 9.3. Overskudsgrad og omsætningshastighed år 2011-2015. Egen tilvirkning.

Tilsvarende havde Royal Unibrew den højeste AG af alle de analyserede virksomheder, hvilket er årsagen til, at Royal Unibrews EKF ligger væsentligt over gennemsnittet for peer-gruppen. Som det fremgår af tabel 9.3, har Royal Unibrew en gennemsnitlig overskudsgrad på 10,7-12,4% gennem årene og en høj omsætningshastighed sammenlignet med de øvrige virksomheder. Det viser, at Royal Unibrew forrenter deres investerede kapital bedre end de øvrige virksomheder.

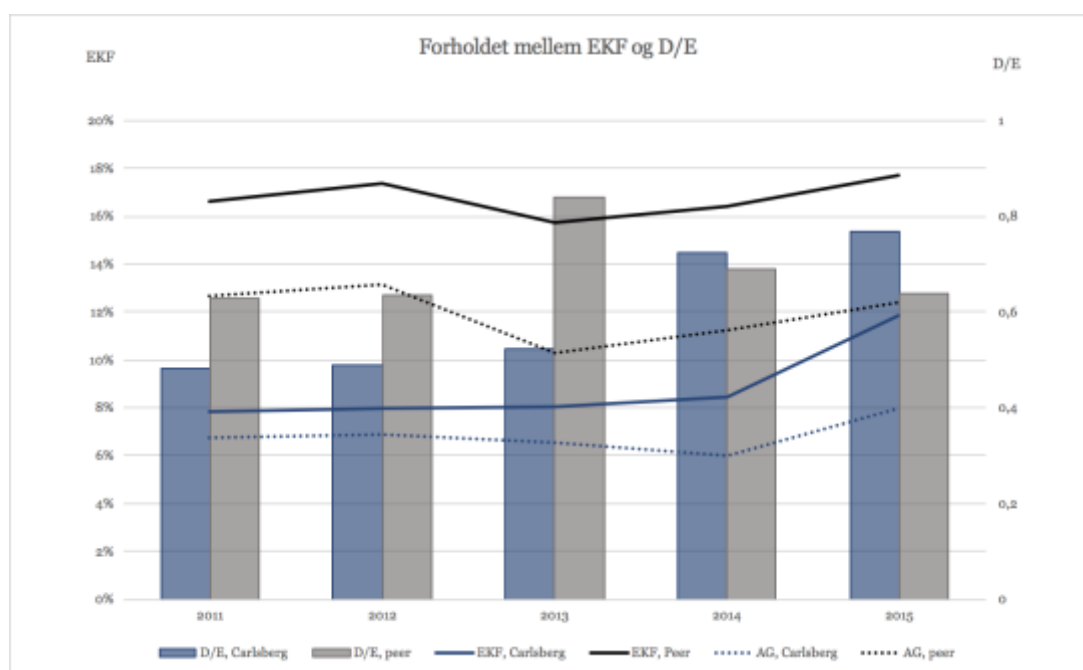
I år 2015 fremgår det af grafen, at der sker en væsentlig ændring i Carlsbergs EKF, som stiger fra 8,42% til 11,87%. Dette skyldes primært en stigning i AG på 1,95 procentpoint, som også øger spreadet. I 2015 iværksættes Carlsbergs nye strategi "Funding the Journey", hvilket medfører massive af- og nedskrivninger (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 15-16 og 90-92). Selvom analysen er

baseret på de reformulerede opgørelser, som er rensset for ekstraordinære af- og nedskrivninger, influerer disse stadig størrelsen af den investerede kapital, idet der er nedskrevet store summer på materielle og immaterielle aktiver. Investeret kapital er derfor faldende i 2015, og det medfører, at AG øges, selvom overskudsgraden ikke forbedres sammenlignet med de øvrige år.

Derudover øges Carlsbergs D/E-forhold igen en anelse i 2015, som følge af en reduceret egenkapital grundet valutakurstab samt et negativt koncernresultat, hvilket også påvirker EKF positivt (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 98).

9.1 Egenkapitalforrentning og kapitalstruktur

Forholdet mellem kapitalstruktur og egenkapitalforrentning for Carlsberg og peer-gruppen er illustreret i følgende figur.



Figur 9.2. Forholdet mellem EKF og D/E for Carlsberg og peer-gruppen. Egen tilvirkning.

Som det fremgår af figur 9.2, ligger grafen for egenkapitalforrentningen over grafen for afkastningsgraden, hvilket skyldes tilstedeværelsen af fremmedkapital. EKF følger ændringerne i AG, og påvirkes ikke umiddelbart af ændringer i kapitalstrukturen. I 2013 øges gældsandelen væsentligt for peer-gruppen som følge af Royal Unibrews ekstraordinært høje gældsoptagelse i forbindelse med opkøbet af Hartwall bryggeriet i Finland, jf. afsnit 8. På trods af den store stigning i D/E-forholdet følger EKF stadig den nedadgående trend i AG. Den store øgning i gældsandelen bidrog imidlertid til, at den negative hældning på kurven for EKF er mindre end på kurven for AG, og den øgede gældsandel havde derfor en synlig positiv effekt på EKF i 2013.

For Carlsbergs vedkommende var AG faldende i 2014, og samtidig steg D/E-forholdet væsentligt som følge af et markant fald i egenkapitalen grundet valutakurstab, jf. afsnit 8. I 2014 faldt netto lånerenten mens D/E-forholdet steg. Begge dele har positiv indflydelse på EKF, og det resulterede i

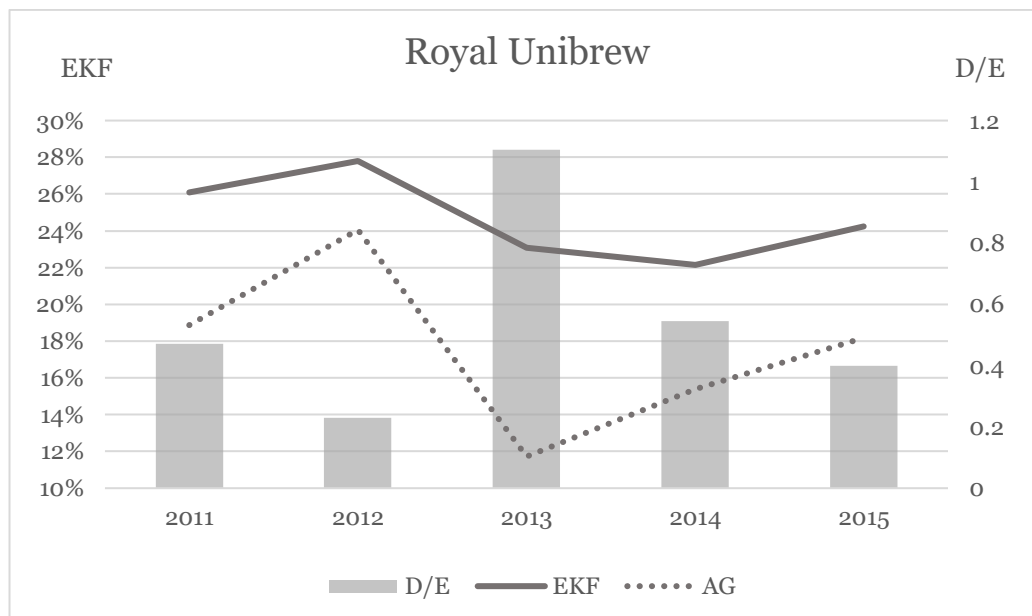
en lille stigning i EKF på trods af fald i AG. I år 2015 oplevede Carlsberg yderligere valutakurstab og dermed en faldende egenkapital, hvorfor D/E-forholdet steg yderligere. Det resulterede i en væsentlig stigning i EKF i forhold til AG. Da lånerenten steg i 2015, hvilket har en negativ effekt på EKF, tilskrives den markante stigning i EKF udelukkende det relativt høje D/E-forhold i 2014-2015.

Da kapitalstruktur påvirker EKF gennem spreadet mellem afkastningsgrad og netto lånerente, har den finansielle gearing påvirket Carlsbergs lønsomhed positivt i alle de analyserede år. Ved tilstedeværelsen af fremmedkapital vil EKF påvirkes stærkest af AG, og finansiell gearing vil have en positiv effekt på EKF når $AG > NLR$.

Skulle kapitalstrukturen have større indflydelse på EKF, skulle gældsandelen være væsentligt større end de repræsenterede niveauer. Såfremt gældsandelen overstiger egenkapitalandelen, vil kapitalstrukturen forstærke effekten af spreadet. Dette kan observeres hos Royal Unibrew i 2013, hvor D/E-forholdet lå på 1,1. Det fremgår af nedenstående tabel og figur, at Royal Unibrews afkastningsgrad samt spread var faldende fra 2012 til 2013 som følge af en stigning i investeret kapital. Til gengæld øgedes gældsandelen fra 19% til 52%, hvilket resulterede i at grafen for EKF har en væsentlig mindre negativ hældning end grafen for AG. Tilsvarende ses året efter, at gældsandelen mindskes væsentligt, hvorefter EKF falder på trods af en stigning i AG og en konstant NLR.

Royal Unibrew	2011	2012	2013	2014	2015
EKF	26,09%	27,80%	23,07%	22,15%	24,24%
AG	18,89%	24,05%	11,72%	15,38%	18,17%
D/E	0,472	0,229	1,104	0,545	0,399
Netto lånerente	3,68%	7,68%	1,44%	2,97%	2,98%
Spread	15,20%	16,38%	10,28%	12,41%	15,19%

Tabel 9.4. Uddybning af egenkapitalforrentning for Royal Unibrew. Egen tilvirkning.

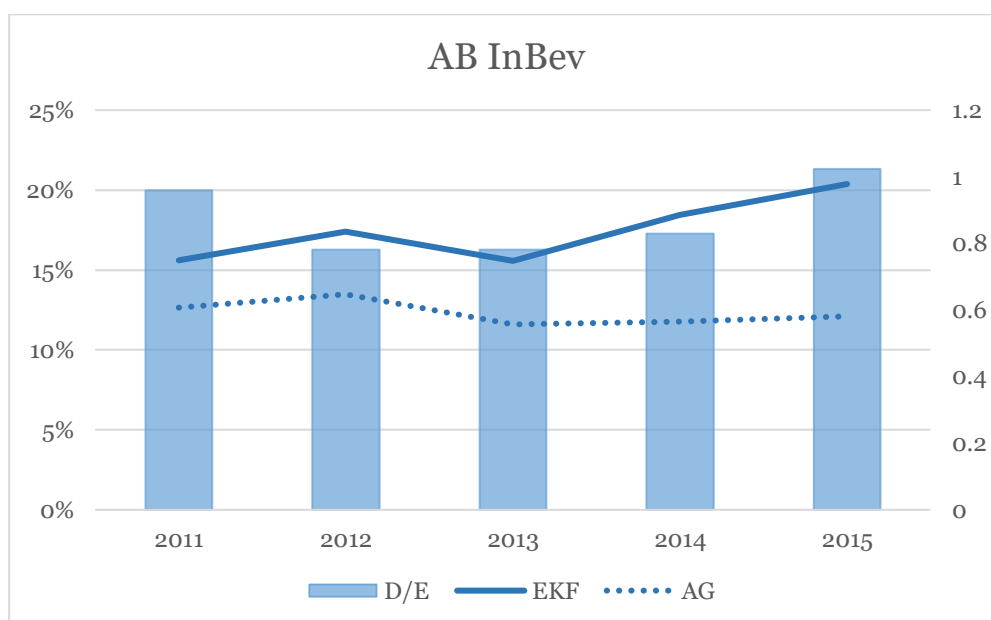


Figur 9.3. Forholdet mellem EKF og D/E for Royal Unibrew. Egen tilvirkning.

Følgende tabel og graf viser et lignende mønster hos AB InBev. I år 2015 har AB InBev et højt D/E-forhold på 1,02, grundet valutakurstab og dermed en mindsket egenkapitalandel (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 11). Her ses kun en beskedne stigning i AG på 0,34 procentpoint og en stigning i NLR, som har negativ effekt på EKF. På trods heraf ses en pæn stigning i EKF på 1,93 procentpoint, hvilket må tilskrives det øgede D/E-forhold.

AB InBev	2011	2012	2013	2014	2015
EKF	15,62%	17,40%	15,57%	18,44%	20,37%
AG	12,63%	13,48%	11,60%	11,76%	12,10%
D/E	0,959	0,780	0,781	0,828	1,024
Netto lånerente	5,58%	4,45%	3,37%	0,80%	2,17%
Spread	7,05%	9,03%	8,22%	10,95%	9,93%

Tabel 9.5. Uddybning af egenkapitalforrentning for AB InBev. Egen tilvirkning.



Figur 9.4. Forholdet mellem EKF og D/E for AB InBev. Egen tilvirkning.

Hvad angår Heineken og SABMiller er udviklingen i kapitalstruktur og EKF mere jævn, og samtidig svinger lånerenten i alle år, hvorfor kapitalstrukturens effekt på EKF er mindre tydelig. De uddybende grafer og tabeller for Heineken og SABMiller fremgår af bilag 7.2.

Delkonklusion på analyse af rentabilitet

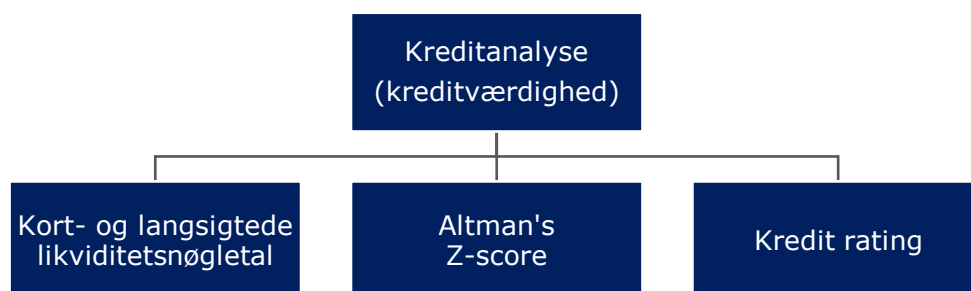
Udviklingen i EKF er for peer-gruppen forholdsvis stabil og svinger med 1,97% igennem hele perioden. Udviklingen i EKF for Carlsberg er stort set konstant i perioden 2011-2014, idet EKF svinger med kun 0,6%. Carlsberg har i hele perioden den laveste EKF af alle virksomhederne. Det skyldes primært, at Carlsbergs afkastningsgrad er lavere end peer-gruppens. Det skyldes, at Carlsberg har en lavere indtjening per "omsætnings-krone" efter omkostninger, hvilket udmønter sig i overskudsgraden og dermed også i EKF. I år 2015 stiger Carlsbergs EKF markant som følge af virksomhedens nye strategi, hvilket medfører et fald i den investerede kapital.

Som teorien tilskriver, og som det fremgår af ovenstående, vil fremmedkapital forstærke effekten af spreadet mellem afkastningsgraden og netto lånerenten, når gældsandelen overstiger egenkapitalandelen. Eftersom D/E-forholdet for Carlsberg og de øvrige analyserede virksomheder ligger under 1 i stort set alle år, har kapitalstrukturen ingen signifikant effekt på rentabiliteten i virksomhederne, og kapitalstrukturen er derfor ikke den afgørende faktor for EKF. EKF påvirkes i højere grad af ændringer i AG. Kapitalstrukturen har dog en hvis effekt på EKF, om end effekten ikke er ligeså stor som AG's påvirkning, idet tilstedeværelsen af fremmedkapital øger rentabiliteten, når spreadet er positivt. Særligt ved et højt D/E-forhold, hvor gældsandelen overstiger egenkapitalandelen, observeres tydeligt kapitalstrukturens effekt på EKF, idet kurven for EKF får en mindre/større hældning end kurven for AG.

10. Analyse af kreditværdighed

Kreditanalysen søger at vurdere Carlsbergs og peer-gruppens kreditværdighed på baggrund af en kreditvurdering af virksomhedernes tilbagebetalingsevne af forpligtelser. Kreditanalysen indeholder først en nøgletalsanalyse, bestående af kort- og langsigtede likviditetsnøgletal, dernæst Altman's Z-score beregning til beregning af konkursrisiko og til slut en kredit rating ved hjælp af Standard & Poors rating model til rangering af virksomhederne efter kreditrisiko. Tilsammen vurderes disse analyser at danne grundlag for en fyldestgørende vurdering af virksomhedernes kreditværdighed.

Nedenstående viser kreditanalysens bestanddele:



Figur 10.1. Kreditanalysens bestanddele. Egen tilvirkning

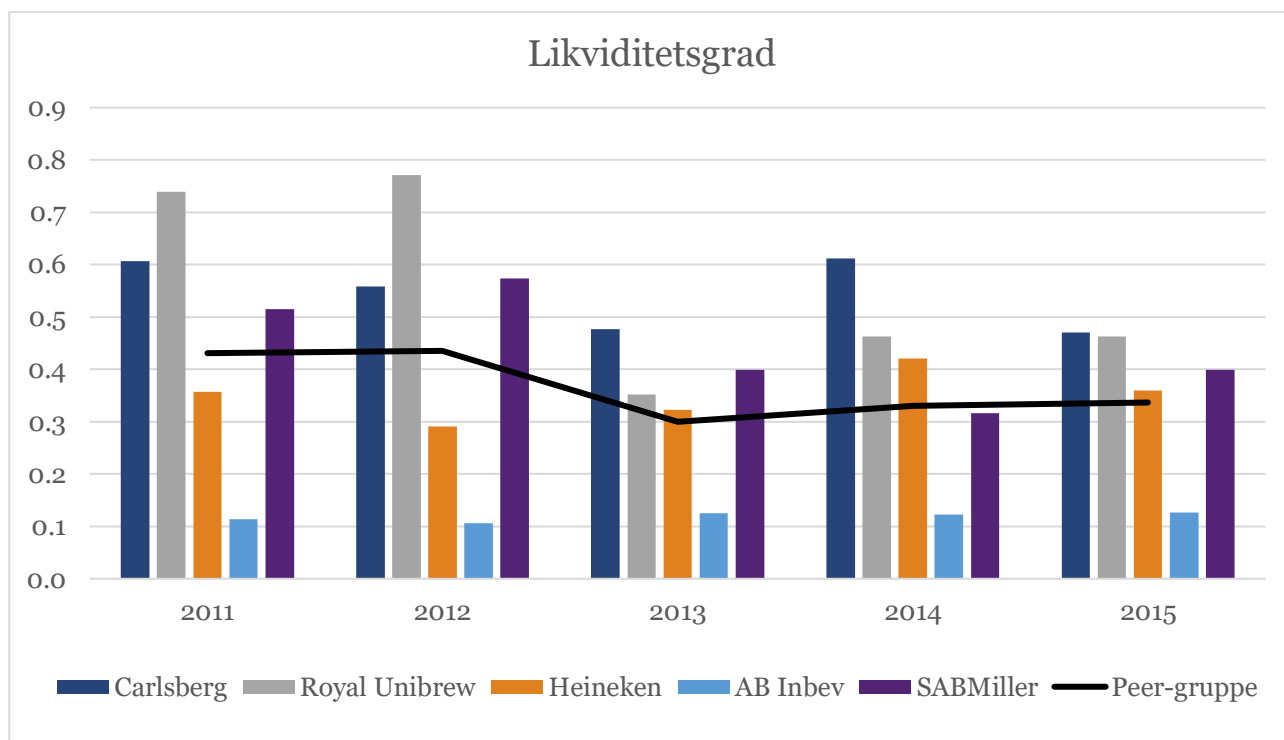
Formålet med kreditanalysen er at sammenholde Carlsberg med peer-gruppen for at få indblik i, hvorvidt Carlsbergs kreditværdighed svarer til den øvrige bryggeribranches kreditværdighed, eller om der er væsentlige variationer. I den efterfølgende følsomhedsanalyse belyses effekten af finansiel gearing på virksomhedernes kreditværdighed til vurdering af den optimale kapitalstruktur set fra et kreditvurderings-perspektiv.

Følgende analyse tager udgangspunkt i ultimo nøgletal for at give et øjebliksbillede af virksomhedens kreditvurdering ultimo regnskabsåret. Beregningen af kreditnøgletal fremgår af bilag 8.1 og opsummeres i bilag 8.2.

10.1 Kort- og langsigtede likviditetsnøgletal

Kortsigtet likviditetsnøgletal

Likviditetsgraden anvendes som kortsigtet likviditetsnøgletal og angiver i hvilken grad virksomhedens omsætningsaktiver kan dække den kortsigtede gæld, jf. afsnit 7.2. Nedenstående graf illustrerer virksomhedernes likviditetsgrad. Det fremgår, at Carlsbergs likviditetsgrad ligger over peer-gruppens i hele perioden uden særlige udsving. Sandsynligheden for at Carlsbergs omsætningsaktiver kan dække de kortfristede gældsforpligtelser i tilfælde af likvidation, er derfor større end peer-gruppens.



Figur 10.2. Likviditetsgrad. Egen tilvirkning.

Årsagen til at Carlsbergs likviditetsgrad faldt fra 2013 til 2014 med 0,08 skyldes ændringer i lån, herunder en re-klassificering af nogle udstedte obligationer fra langfristede gældsforpligtelser til kortfristede gældsforpligtelser. Dette medfører, at Carlsbergs kortsigtede forpligtelser er størst i 2013, men samtidig er virksomhedens langfristede gældsforpligtelser lavest i samme år.

Carlsbergs likviditetsgrad er lavest i 2015, hvor Carlsbergs omsætningsaktiver også er lavest, grundet et mindre fald i varebeholdninger og tilgodehavender fra kunder relateret til en lavere omsætning i 2015.

Royal Unibrew har højere likviditetsgrad end Carlsberg i 2011 og 2012. Der sker et udsving i 2013, hvor Royal Unibrew havde en særlig høj gældsandel, hvilket afspejledes i rentabilitetsanalysen. Den høje gældsandel i 2013 er forårsaget af opkøbet af Hartwall, jf. afsnit 8.

SABMillers likviditetsgrad ligger også højere end Carlsbergs i 2012. SABMillers omsætningsaktiver ligger nogenlunde stabilt over perioden, mens virksomhedens kortfristede forpligtelser er mere svingende og er højest i 2014, hvilket skyldes en forøgelse af lånet i relation til usikre obligationer. Der er ikke øvrige forhold, som særligt påvirker disse svingninger.

AB InBevs likviditetsgrad er bemærkelsesværdig lav over hele periode i forhold til konkurrenternes. AB InBevs kortsigtede likviditetsrisiko vurderes at være høj, da virksomhedens omsætningsaktiver har meget lav sandsynlighed for at kunne dække de kortfristede forpligtelser over hele perioden. AB InBevs kortsigtede likviditetsrisiko vurderes derfor at være høj.

Samlet set vurderes Carlsbergs kortsigtede likviditetsrisiko at være relativt lav i forhold til bryggeribranchens likviditetsrisiko. Alle virksomhederne har dog en likviditetsgrad på mindre end 2,0 gennem hele perioden, hvilket indikerer høj kortsigtet likviditetsrisiko, jf. afsnit 7.2. Det betyder at i tilfælde af likvidation vil ingen af virksomhederne formå at dække deres kortfristede forpligtelser

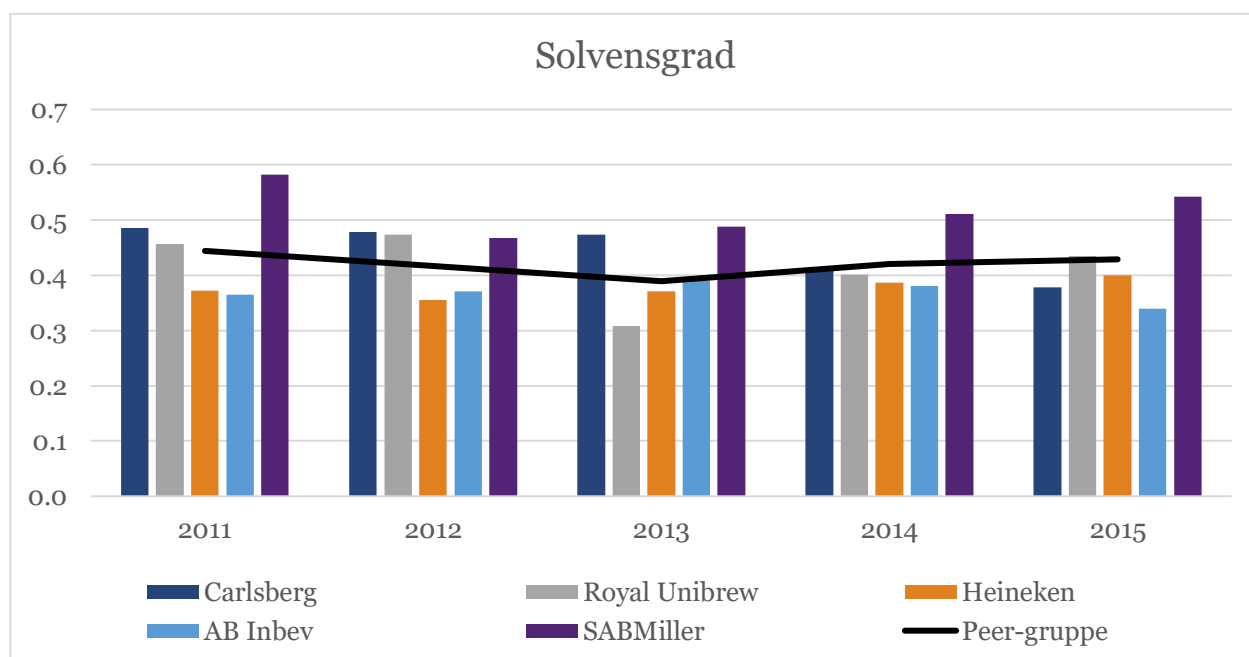
med deres omsætningsaktiver. Likviditetsgraden bør dog sammenholdes med branche-benchmark, da nøgletallet kan variere fra branche til branche (Plenborg, 2012; s. 155-156). Da alle de analyserede virksomheder, på nær AB InBev, ligger tæt på gennemsnittet for peer-gruppen, vurderes de derfor ikke at være i overhængende fare for betalingsstandsning, på trods af at den kortsigtede likviditetsrisiko er høj. AB InBev vurderes derimod at have høj likviditetsrisiko, da deres likviditetsgrad er usædvanligt lav, og da den er langt mindre end gennemsnittet for peer-gruppen.

Langsigtede likviditetsnøgletal

De udvalgte langsigtede likviditetsnøgletal; solvensgrad, finansiel gearing og rentedækningsgrad, benyttes til vurdering af virksomhedernes evne til at imødekomme langsigtede forpligtelser.

Solvensgrad

Nedenstående graf illustrerer solvensgraden for Carlsberg, peer-gruppe virksomhederne og peer-gruppen samlet set. Som angivet i introduktionen til kreditnøglenøgletal, jf. afsnit 7.2, sammenholdes solvensgraden med finansiel gearingsgrad for at undersøge, om virksomhederne har tilstrækkelig kapital til at dække uforudsete tab på kort og lang sigt, og dermed sandsynligheden for fremtidig konkurs.



Figur 10.3. Solvensgrad. Egen tilvirkning.

FGEAR	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	0,48	0,49	0,52	0,72	0,77
Royal Unibrew	0,47	0,23	1,10	0,54	0,40
Heineken	0,97	1,11	1,00	0,95	0,87
AB InBev	0,96	0,78	0,78	0,83	1,02
SABMiller	0,32	0,68	0,57	0,52	0,43
Peer-gruppe	0,68	0,70	0,86	0,71	0,68

Tabel 10.1. Finansiel gearing. Egen tilvirkning.

Carlsberg har en stigende likviditetsrisiko i perioden, som dog er meget lille i 2011-2013, hvorefter den øges i 2014 og 2015. Trenden stemmer overens med, at Carlsberg i de første tre år har en højere solvensgrad end peer-gruppen, og i de to sidste år en lavere solvensgrad end peer-gruppen. I 2014 falder solvensgraden med 0,06 i takt med, at FGEAR stiger med 0,2. Dette indikerer, at kapitalreserven til uforudsete tab mindskes, og det medfører en større likviditetsrisiko. I 2015 ses en mindre forøgelse af likviditetsrisikoen, hvor solvensgraden faldt med 0,03, og FGEAR steg med 0,05. Faldet i solvensgraden er forårsaget af en formindskelse i egenkapitalen, som er relativ større end den formindskelse, som ses i aktiverne i 2014 og 2015, jf. bilag 3.1 (reformuleret balance).

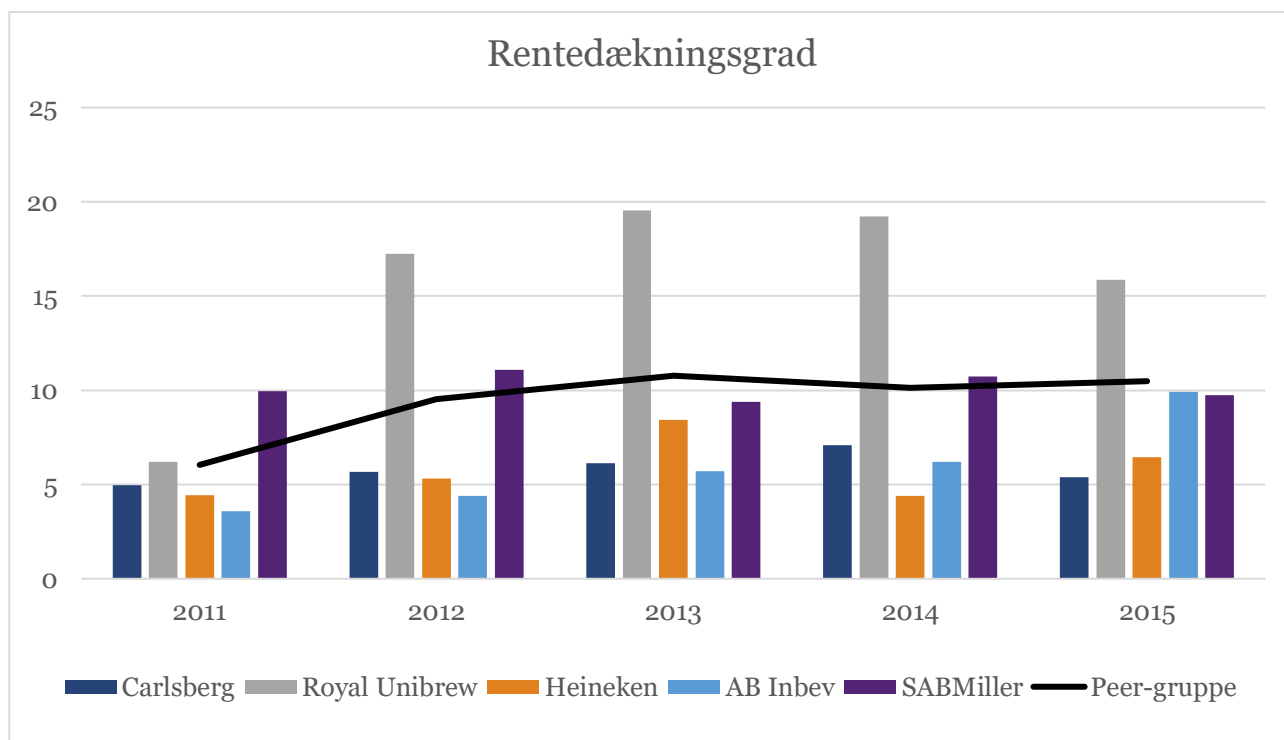
Solvensgraden og den finansielle gearing er stabil i 2011-2013, hvorefter solvensgraden er faldende i 2014 og 2015 i takt med stigende finansiell gearing. Reduktionen i egenkapitalen er primært relateret til valutaomregninger i begge år, jf. afsnit 8, men skyldes til dels også et lavere resultat for året. Den højere finansielle gearingsgrad, særligt i 2014, skyldes et fald i likvide beholdninger og en stigning i pensioner og lignende forpligtelser, relateret til aktuarmæssige tab og valutakursreguleringer (Carlsberg Årsrapport, 2014; s. 133).

Peer-gruppens solvensgrad og finansielle gearing ligger rimeligt stabil med et mindre udsving i 2013, hvor den finansielle gearing stiger. Det fremgår tydeligt, at SABMiller trækker solvensgraden op i peer-gruppen, og Heineken, AB InBev og til dels Royal Unibrew trækker solvensgraden i modsat retning. SABMiller har mindst likviditetsrisiko og hermed mindst sandsynlighed for fremtidig konkurs af alle virksomhederne. I 2013 har SABMiller en meget lav finansiell gearing og størst solvensgrad, og 2013 er derfor det år, hvor virksomheden har lavest likviditetsrisiko. Siden 2013 har SABMiller øget sin aktivbeholdning, ligesom der været forøgelser af egenkapital og gæld i perioden. Dette efterfølges dog af et fald i slutningen af perioden. Royal Unibrew ses igen at være virksomheden med de største udsving, og en særlig høj likviditetsrisiko i 2013, som følge af lav solvensgrad og høj finansiell gearing. Den lave solvensgrad i 2013 skyldes en forøgelse af aktiver på 143% fra 2012 til 2013, som er relateret til materielle og immaterielle aktiver i forbindelse med opkøbet af Hartwall. Da egenkapitalen ikke fulgte med i samme relative størrelsesorden i 2013, medførte det en markant forøgelse af fremtidig konkurssandsynlighed for Royal Unibrew. I de efterfølgende år reduceredes konkurssandsynligheden primært ved tilbagebetaling af gæld og vækst i egenkapitalen, samtidig med at aktivbeholdningen holdt sig tæt på niveauet for 2013.

Rentedækningsgrad

Rentedækningsgraden måler virksomhedernes evne til at imødekomme deres finansielle forpligtelser og benyttes til at vurdere den langsigtede likviditetsrisiko.

Carlsbergs rentedækningsgrad ligger mellem 4,96 og 7,07, hvilket viser, at Carlsbergs pengestrømme fra EBIT kan dække de netto finansielle udgifter ca. 5 til 7 gange, og likviditetsrisikoen er derfor lav. Carlsbergs rentedækningsgrad er lavere end peer-gruppens i hele perioden, idet peer-gruppens rentedækningsgrad ligger på 6,04-10,78. Peer-gruppens høje rentedækningsgrad skyldes særligt Royal Unibrew, som trækker gennemsnittet op i perioden 2012-2015, hvor Royal Unibrews rentedækningsgrad ligger mellem 17,26 og 19,56. Det skyldes, at Royal Unibrew har relativt lave netto finansielle omkostninger i forhold til driftsresultatet før skat, og at Royal Unibrew har stor vækst i EBIT over perioden, som følge af høj omsætningsvækst.



Figur 10.4. Rentedækningsgrad. Egen tilvirkning

Rentedækningsgraden kan omregnes til kredit rating ved brug af Damodarans omregnings-tabel, jf. bilag 5. Nedenstående tabel viser virksomhedernes kredit rating baseret udelukkende på rentedækningsgraden. I afsnit 10.3 beregnes kredit ratingen ved brug af Standard and Poor's (S&P) rating model, hvorefter kredit ratingen på baggrund af rentedækningsgraden sammenholdes med S&P's kredit rating model, som benytter flere kreditnøgletal til vurdering af virksomhedens kreditrisiko.

Rating iflg. rentedækningsgrad	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	A	A+	A+	AA	A
Royal Unibrew	A+	AAA	AAA	AAA	AAA
Heineken	A	A	AA	A	A+
AB InBev	A-	A	A+	A+	AAA
SABMiller	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Peer-gruppe	A+	AAA	AAA	AAA	AAA

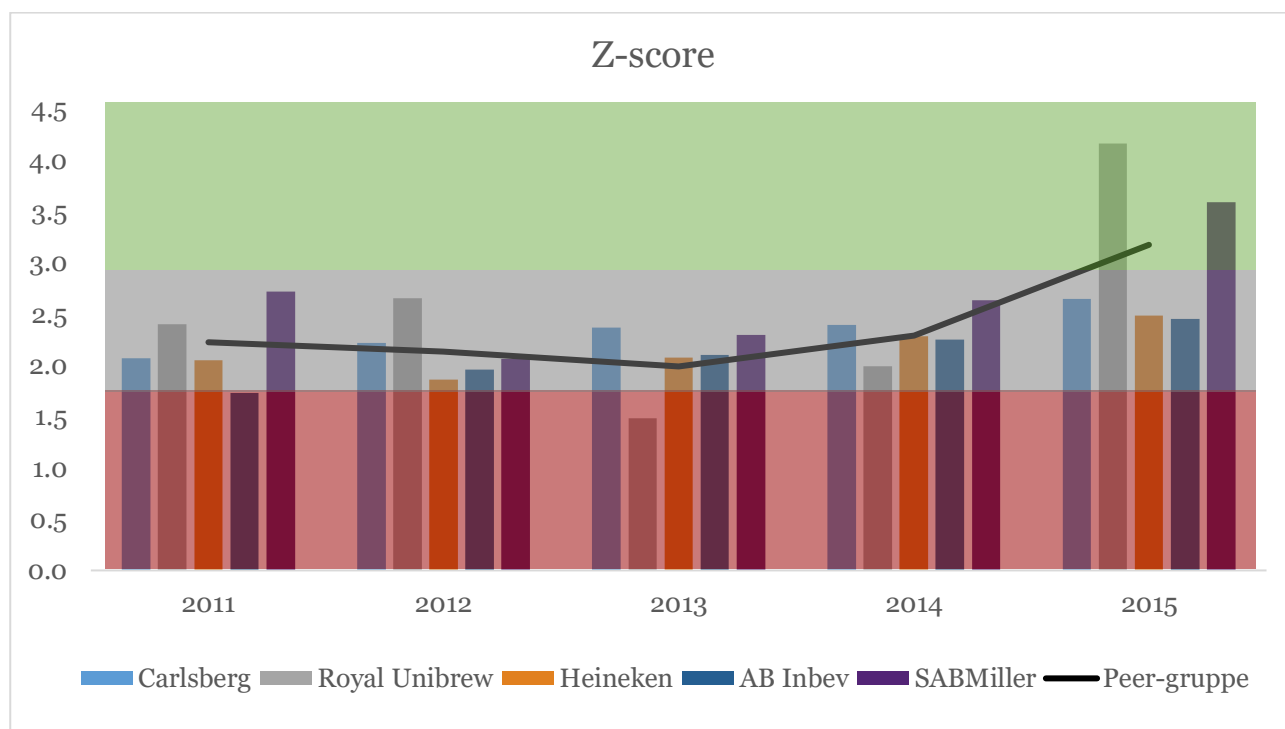
Tabel 10.2. Kredit rating på baggrund af rentedækningsgrad og Damodarans estimer. Egen tilvirkning.

Ovenstående rating viser, at Carlsberg i hele perioden ligger i "investment grade" med en rating på A til AA, hvilket betyder, at Carlsberg har en stærk evne til at imødekomme finansielle forpligtelser. Carlsbergs kredit rating er lavere end peer-gruppens, som har højest rating i 2012-2015 og dermed en meget stærk evne til at imødekomme finansielle forpligtelser. Det skyldes, at både Royal Unibrew og SABMiller har en AAA-rating i samme periode. Heineken vurderes samlet set at have den laveste kredit rating, men har alligevel en A-rating i størstedelen af perioden. Samlet set ligger alle

virksomhederne i den høje ende af "investment grade" gennem hele perioden og har derfor lav kreditrisiko.

10.2 Altman's Z-score

Altman's Z-score beregner konkurssandsynlighed ved en samlet beregning baseret på fem diskriminant koefficienter og finansielle nøgletal.



Figur 10.5. Z-score (Grøn = lav konkurssandsynlighed, grå = gråzone og rød = høj konkurssandsynlighed). Egen tilvirkning.

Ovenstående graf viser Z-scoren for virksomhederne, og hvilken konkursrisiko-zone virksomhederne ligger i. Carlsberg ligger i grå zone med moderat konkurssandsynlighed i hele perioden. Dette stemmer ikke overens med vurderingen fra rentedækningsgraden og kredit ratingen baseret på denne, der viste at Carlsberg havde en lav likviditets- og kreditrisiko.

Carlsbergs Z-score er lavere end peer-gruppens i 2011 og 2015, men højere end peer-gruppens i de resterende år. Det stemmer overens med rentedækningsgraden og den tilhørende rating, at Carlsberg har højest konkurssandsynlighed i 2011 og 2015. Z-scoren adskiller sig imidlertid fra analysen af rentedækningsgraden og den tilhørende kredit rating, idet Carlsberg i disse analyser viste dårligere resultater end peer-gruppen i hele perioden. Z-scoren er heller ikke konsistent med likviditetsgraden og solvensgraden, hvor Carlsberg havde lav kortsigtet likviditetsrisiko i hele perioden, og lav langsigtet likviditetsrisiko i 2011-2013 i forhold til peer-gruppen.

Carlsbergs Z-score er højest i 2015, hvilket dels skyldes mindre kapitalbindinger i 2015, og dels en højere markedsværdi af egenkapitalen. Royal Unibrew og SABMiller har en særdeles høj Z-score i 2015, hvilket er årsagen til, at Carlsberg ligger lavere end gennemsnittet for peer-gruppen. Royal

Unibrew er virksomheden, som svinger mest i Z-score og er også den virksomhed med lavest Z-score og dermed største konkurssandsynlighed i 2013. Royal Unibrew har en usædvanlig høj markedsværdi af egenkapital i 2015, som går fra 1,989 mia. kr. i 2014 til 14,7 mia. kr. i 2015. I 2015 foretager Royal Unibrew et 1:5 aktiesplit, og kursen på aktierne går fra 179,25 kr. i 2014 til 265,69 kr. i 2015, hvor der i 2015 er 44,4 mio. flere aktier. Denne udvikling i markedsværdien er den eneste årsag til, at Royal Unibrew har en så exceptionel høj Z-score i 2015.

10.3 Kredit rating

S&P's rating udregnes på baggrund af adskillige nøgletal, heriblandt både kredit- og rentabilitets nøgletal. Niveauerne for de forskellige nøgletal, og hvilken rating de udløser, fremgår af afsnit 7.2.

Nøgletallet "FFO/total debt" udelades i følgende analyse, da FFO (Funds From Operations) er et nøgletal udviklet i ejendomsbranchen, som måler gevinsten ved salg af ejendomme (Investopedia, vedr. FFO). Forklaring til de øvrige nøgletal findes i bilag 9.1. I nedenstående tabeller er S&P's kredit rating udarbejdet for Carlsberg og for peer-gruppen. Den samlede rating er udregnet som et gennemsnit af alle nøgletallene, idet de forskellige ratings er tildelt værdier (1-7), og herefter er gennemsnittet af værdierne regnet tilbage til en rating. De bagvedliggende udregninger til tabellerne findes i bilag 9.2 og 9.3.

Carlsberg	2011		2012		2013		2014		2015	
EBIT interest cover	5,0	BBB	5,7	BBB	6,1	A	7,1	A	5,4	BBB
EBITDA interest cover	7,5	BBB	8,5	BBB	9,0	BBB	11,5	A	8,6	BBB
Free operating CF / Total debt (%)	9,7	A	5,4	A	5,8	BBB	5,3	BBB	8,2	BBB
Return on capital (%)	6,7	B	6,9	B	6,5	CCC	6,0	CCC	7,9	B
Operating income / Revenue (%)	11,0	CCC	10,7	CCC	10,0	CCC	8,7	CCC	8,7	CCC
Long-term debt / Capital (%)	46,7	BB	48,1	BB	41,5	BBB	56,4	BB	57,4	B
Total debt / Capital (%)	71,7	B	73,2	B	73,1	B	83,9	CCC	93,0	CCC
Samlet rating	BB		BB		BB		BB		BB	

Peer-gruppe	2011		2012		2013		2014		2015	
EBIT interest cover	6,0	BBB	9,5	A	10,8	AA	10,1	AA	10,5	AA
EBITDA interest cover	11,5	A	29,0	AAA	10,6	A	13,5	AA	15,1	AA
Free operating CF / Total debt (%)	15,7	A	17,7	AA	17,7	AA	12,0	A	14,0	A
Return on capital (%)	12,6	BB	13,2	BB	10,3	B	11,2	B	12,4	BB
Operating income / Revenue (%)	22,9	AA	23,3	AA	23,0	AA	23,1	AA	23,5	AA
Long-term debt / Capital (%)	48,5	BB	56,2	BB	53,3	BB	50,8	BB	49,6	BB
Total debt / Capital (%)	77,5	CCC	85,0	CCC	86,6	CCC	82,5	CCC	82,1	CCC
Samlet rating	BBB		BBB		BBB		BBB		BBB	

Tabel 10.3. S&P kredit rating for Carlsberg og peer-gruppen. Kilde: Egen tilvirkning. For beregninger henvises til bilag 9.1–9.3.

Tabellerne viser, at Carlsberg har en stabil samlet rating på BB igennem alle år. Ratingen på BB ligger inden for kategorien ”speculative grade”, jf. tabel 7.2 i afsnit 7.2, om end det bemærkes, at BB er den højeste rating inden for ”speculative grade”. Afsnit 10.1 fandt, at Carlsbergs rating kategoriseredes som ”investment grade” udelukkende på baggrund af en omregning af rentedækningsgrad til rating via Damodarans tabel. Ovenstående beregning kategoriserer også rentedækningsgraden som ”investment grade”, men omregningen fra ratio til rating via tabel 7.1 (afsnit 7.2) er mere konservativ end Damodarans omregning, og udløser en rating, som ligger en grad lavere end ratingen i afsnit 10.1.

Peer-gruppen har en stabil samlet rating på BBB igennem alle år og ligger dermed i kategorien ”investment grade”. Her ses også, at ratingen for rentedækningsgraden ligger en grad lavere end omregningen fra afsnit 10.1, men ratingen forbliver inden for kategorien ”investment grade”. Nedenstående tabel 10.4 viser den samlede rating for virksomhederne i peer-gruppen igennem alle år. Her ses det, at virksomhederne i peer-gruppen har stort set samme rating igennem alle år, på nær Heineken som ligger 1-2 grader lavere end de øvrige virksomheder.

Peer-gruppe, rating	2011	2012	2013	2014	2015
Heineken	BB	BB	BB	BB	BB
AB InBev	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
SABMiller	A	A	BBB	A	BBB
Royal Unibrew	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabel 10.4. Samlet rating for peer-gruppen i årene 2011-2015. Egen tilvirkning.

Den samlede rating er udregnet som et gennemsnit på baggrund af en omregning af rating for hver enkelt nøgletal til en talmæssig værdi. Sammenlignes den talmæssige samlede rating, ses det, at Carlsberg har den laveste rating af alle virksomhederne, jf. nedenstående tabel 10.5. Det bemærkes dog, at Carlsberg og Heineken har den samme samlede rating i år 2011-2013. Den største difference i de forskellige nøgletal mellem Carlsberg og peer-gruppen findes i nøgletallet ”Operating income / Revenue”, hvor Carlsberg har en rating på CCC gennem alle år, mens peer-gruppen har en rating på

AA. Det forstærker billedet af, at Carlsberg har høje driftsomkostninger sammenlignet med de øvrige virksomheder, hvilket også fandtes at være tilfældet i analysen af egenkapitalforrentningen, jf. afsnit 9.

Samlet rating, talmæssig værdi	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	3,00	3,00	3,00	2,86	2,57
Heineken	3,00	3,00	3,00	3,14	3,43
AB InBev	3,43	3,57	3,71	4,00	4,00
SABMiller	4,57	4,57	4,14	4,57	4,43
Royal Unibrew	3,86	4,43	3,86	4,00	4,29
Peer-gruppe	3,71	3,89	3,68	3,93	4,04

Tabel 10.5. Samlet rating på baggrund af talmæssigt gennemsnit for alle nøgletal. Egen tilvirkning. For beregninger, se bilag 9.1-9.3.

Ovenstående beregninger viser, at rating via S&P's omregnings-tabel er mere konservativ end Damodarans tabeller, og det resulterer i, at Carlsberg kategoriseres under "speculative grade". Det betyder, at efter S&P anses Carlsberg for at stå overfor store vedvarende usikkerheder i forhold til ugunstige forretnings-, finansielle og økonomiske forhold (Plenborg, 2012; s. 278).

Peer-gruppen befinder sig i kategorien "investment grade" med ratingen på BBB gennem alle år. Det betyder at peer-gruppen anses for at have tilfredsstillende kapacitet til at møde virksomhedernes finansielle forpligtelser, men er stadig påvirkelige overfor ugunstige økonomiske forhold (Plenborg, 2012; s. 278).

Sammenholdes kredit rating-beregningerne med ratingen fra afsnit 10.1, bekræftes billedet af, at Carlsberg har lavere kreditværdighed end peer-gruppen. I afsnit 10.1 blev det illustreret rentedækningsgraden, som er lavere hos Carlsberg end hos peer-gruppen. Dette er også tilfældet i ovenstående beregninger, men den største difference mellem Carlsberg og peer-gruppen findes her i nøgletallet "Operating income / Revenue", hvor Carlsberg har en markant ringere rating end peer-gruppen, som følge af Carlsbergs højere driftsomkostninger.

10.4 Delkonklusion på analyse af kreditværdighed

Det forventedes, at Carlsberg og peer-gruppen ville have højest kreditværdighed i året med lavest finansiell gearing, idet finansiell gearing øger konkurssandsynligheden, jf. afsnit 7.2.

Carlsbergs kreditværdighed vurderes samlet set at ligge rimeligt stabilt i perioden, og til at være en smule bedre end andre virksomheder i bryggeribranchen. Carlsberg vurderes hverken at have en høj eller lav konkurssandsynlighed, men til at have en moderat konkurssandsynlighed.

Carlsberg afviger primært fra peer-gruppen på rentedækningsgraden, som er væsentlig højere for peer-gruppen forårsaget af, at peer-gruppen har et højere EBIT i forhold til netto finansielle omkostninger. Kredit ratingen baseret på rentedækningsgraden er også væsentlig højere end den mere konservative rating baseret på S&P's ratingmodel, hvilket bevirker at peer-gruppen har den højeste kredit rating i år 2012 til 2015.

Nedenstående tabeller sammenholder kreditanalysens resultater for perioden for Carlsberg og peer-gruppen:

Carlsberg	2011	2012	2013	2014	2015
FGEAR	0,48	0,49	0,52	0,72	0,77
Likviditetsgrad	0,61	0,56	0,48	0,61	0,47
Solvensgrad	0,48	0,48	0,47	0,41	0,38
Rentedækningsgrad, ICR	4,96	5,69	6,15	7,07	5,40
Z-score	2,07	2,22	2,36	2,39	2,64
Kredit rating jf. ICR	A	A+	A+	AA	A
Kredit rating jf. S&P	BB	BB	BB	BB	BB

Peer-gruppen	2011	2012	2013	2014	2015
FGEAR	0,68	0,70	0,86	0,71	0,68
Likviditetsgrad	0,43	0,44	0,30	0,33	0,34
Solvensgrad	0,44	0,42	0,39	0,42	0,43
Rentedækningsgrad, ICR	6,04	9,52	10,78	10,14	10,49
Z-score	2,22	2,13	1,99	2,29	3,17
Kredit rating jf. ICR	A+	AAA	AAA	AAA	AAA
Kredit rating jf. S&P	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabel 10.6. Oversigt over resultater fra kreditanalysen. Egen tilvirkning.

På baggrund af kreditanalysen vurderes Carlsbergs kreditværdighed at have været bedst i år 2012, hvor kredit ratingen er på A+ baseret på rentedækningsgraden, solvensgraden ligger på sit højeste niveau, og likviditetsgraden ligger på sit næsthøjeste niveau. År 2013 har også pæne kredit-nøgletal, bortset fra likviditetsgraden som her er på det laveste niveau. For peer-gruppen vurderes 2015 at være året med bedst kreditværdighed på baggrund af højest Z-score, og samtidig middel likviditetsgrad, rimelig høj solvensgrad og den næsthøjeste rentedækningsgrad.

Mod forventning viste kreditanalysen, at både Carlsberg og peer-gruppens kreditværdighed ikke er højest i det år med lavest finansiell gearing. Carlsberg har lavest finansiell gearing i 2011, hvor Carlsbergs rentedækningsgrad og Z-score er på det laveste niveau, mens både likviditetsgraden og solvensgraden er på det højeste niveau. Carlsberg har højest finansiell gearing i 2015, hvor likviditetsgraden og solvensgraden til gengæld er på det laveste niveau. Tilsvarende ses, at peer-gruppen også har lavest finansiell gearing i 2011, og her er rentedækningsgraden også på sit laveste. Likviditetsgraden og Z-scoren ligger på et middelniveau i 2011 i forhold til de øvrige år, mens solvensgraden er på sit højeste.

Samlet set konkluderes det, at vurdering af virksomheders kreditværdighed i høj grad afhænger af, hvilken metoden der anvendes. Metoderne vil sjældent vise det samme resultat, hvorfor det anbefales at sammenholde flere metoder som frembragt i denne analyse. På baggrund af en helhedsvurdering af kreditværdigheden vurderes Carlsberg at have haft bedst kreditværdighed i år 2013 med en gældsandel på 34%. Peer-gruppen vurderes at have haft bedst kreditværdighed i år 2015 med en gældsandel på 39%.

11. Analyse af risiko

Risikoanalysen er baseret på de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, WACC, ved brug af M&M's proposition II med skat. Carlsberg og peer-gruppens kapitalstruktur er tidligere estimeret i afsnit 8 og er angivet i bilag 7.1. Egenkapitalomkostninger og fremmedkapitalomkostninger beregnes i dette afsnit til estimering af WACC for de enkelte virksomheder for hvert år. Der anvendes bogførte værdier for virksomhedernes gæld og egenkapital til beregning af WACC, som angivet i afsnit 7.3.1.

Beregningerne af virksomhedernes WACC og estimering af de underliggende parametre fremgår af bilag 10.

Egenkapitalomkostninger

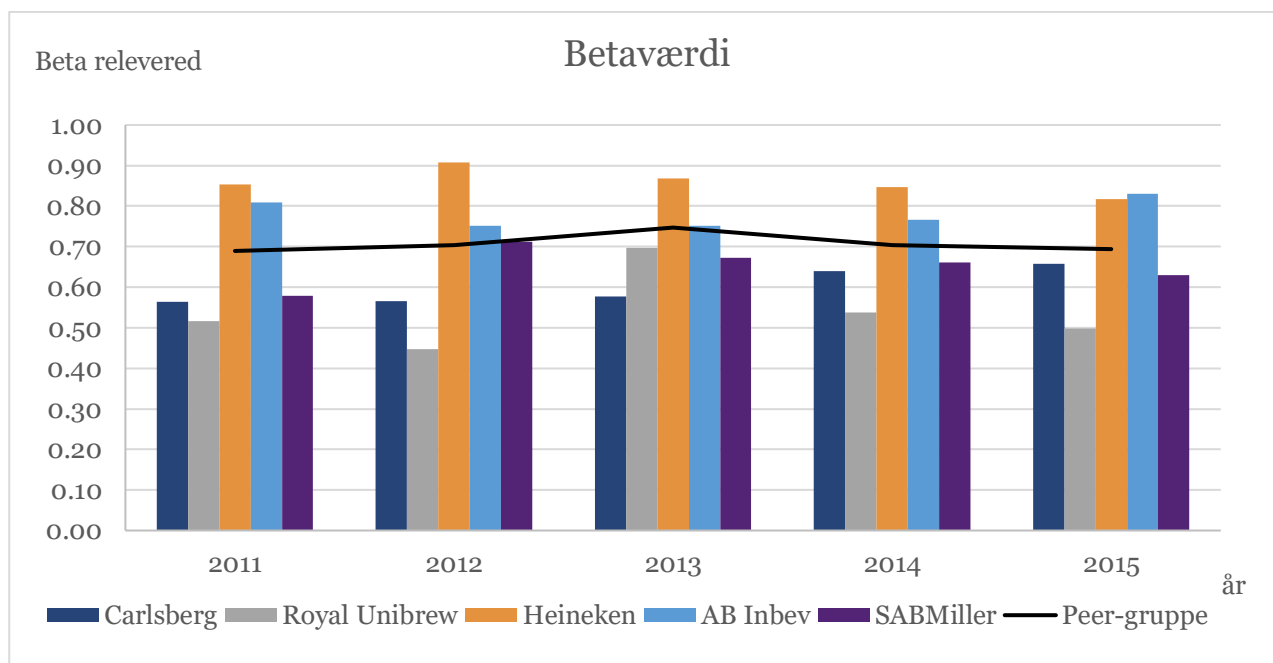
Estimering af egenkapitalomkostninger kræver den risikofrie rente, markedets risikopræmie, skattesatsen og beta levered. Disse fire parametre er tidligere angivet i afsnit 7.3.2. Beta levered er bestemt på baggrund af en given kapitalstruktur og skal dermed omregnes til unlevered beta, altså en beta bestående af 100% egenkapital. Derefter beregnes beta relevered, jf. afsnit 7.3.2, ved at benytte de beregnede kapitalstrukturer for virksomhederne i de enkelte år.

Nedenstående tabel 11.1 viser resultatet af beregninger for beta unlevered, β_a , og figur 11.1 på næste side viser værdierne for beta relevered for virksomhederne i perioden:

	FGEAR	β_e	t	β_a
Carlsberg	0,70	0,64	22%	0,41
Royal Unibrew	0,40	0,50	22%	0,38
Heineken	0,74	0,77	25%	0,50
AB Inbev	0,93	0,80	34%	0,50
SAB Miller	0,44	0,68	20%	0,50
Peer-gruppe	0,63	0,69	0,25	0,47

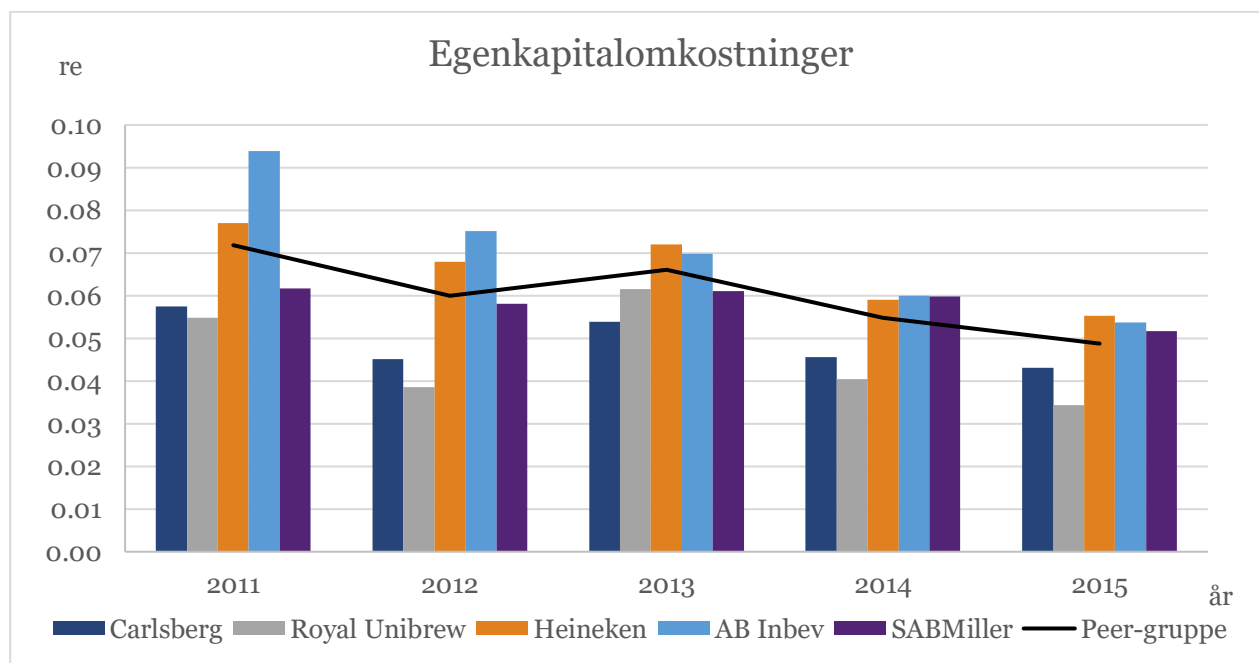
Tabel 11.1. Beta unlevered. Egen tilvirkning.

Alle virksomhederne har mindre risiko end markedet, idet alle betaværdier er mindre end 1. Carlsberg og Royal Unibrew har lavest betaværdi, hvilket indikerer, at det er de virksomheder, som er mindst volatile i forhold til markedet. Carlsberg og Royal Unibrew har en del lavere betaværdi, og dermed lavere risiko, end peer-gruppen. Heineken er, frem til og med år 2014, virksomheden med højest risiko i forhold til markedet. Herefter kommer AB InBev med den næsthøjeste risiko i samme periode, og med den højeste risiko i 2015 målt som beta. Det er dermed Heineken og AB InBev, som trækker peer-gruppens risiko op til gennemsnitligt at ligge på 0,71.



Figur 11.1. Udvikling i beta relevered. Egen tilvirkning.

Af nedenstående graf fremgår, at Carlsberg og Royal Unibrew har lavest egenkapitalomkostninger, altså lavest afkastkrav fra ejerne, hvilket stemmer overens med grafen for betaværdierne. Forskellen i Carlsberg og Royal Unibrews egenkapitalomkostninger er nemlig udelukkende baseret på forskelle i betaværdien, da de to virksomheder har samme risikofrie rente, markedsrisikopræmie og skattesats, idet begge virksomheder har hovedsæde i Danmark. Royal Unibrew vurderes at have en lavere risiko, målt som beta, end Carlsberg i alle år på nær år 2013, hvor Carlsberg har lavest risiko.



Figur 11.2. Udvikling i egenkapitalomkostninger. Egen tilvirkning

Carlsberg følger samme trend som peer-gruppen, bestående i faldende egenkapitalomkostninger i 2012, dernæst stigende i 2013, for til sidst at mindskes frem til 2015. Royal Unibrew, Heineken og SABMiller følger samme trend. AB InBev er den eneste virksomhed, som har en ensartet udvikling over perioden med faldende egenkapitalomkostninger.

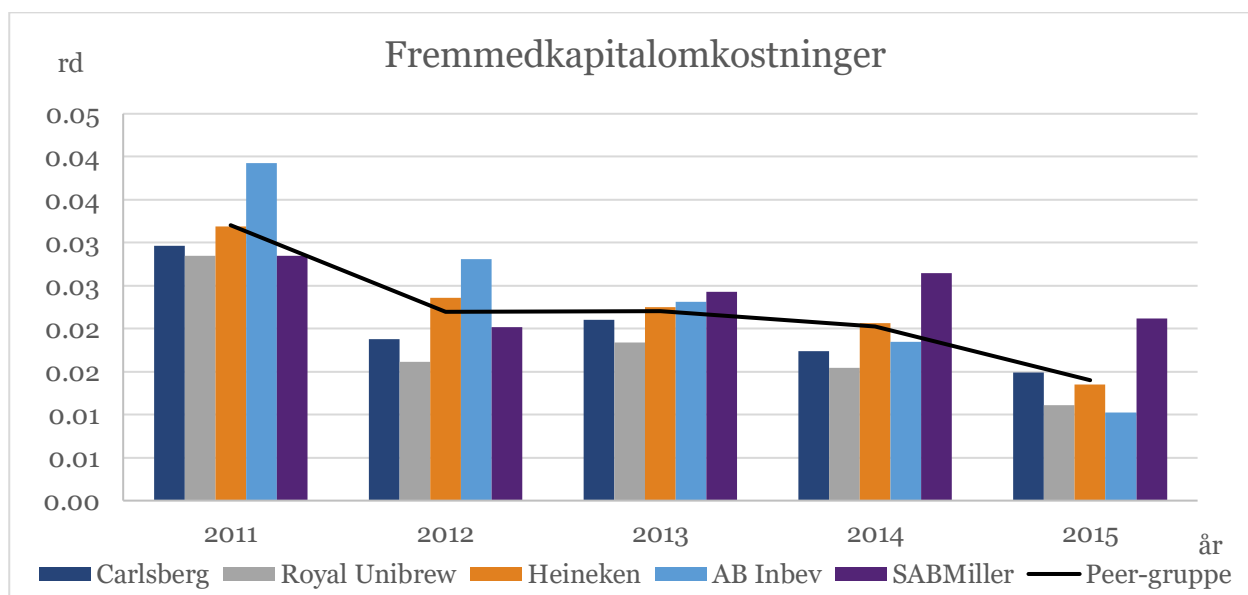
Carlsbergs høje egenkapitalomkostninger i 2013 er forårsaget af en højere risikofri rente og risikopræmie, som er på det højeste niveau i 2013. Peer-gruppens høje egenkapitalomkostninger er til dels også forårsaget af en høj risikofri rente og risikopræmie for Heineken og AB InBev, og dels også fordi peer-gruppen har højest betaværdi i 2013, hvilket også skyldes Heineken og AB InBev. Peer-gruppen har dog højest egenkapitalomkostninger i 2011, hvor Heineken og AB InBev også har højest egenkapitalomkostninger, og det er derfor disse to virksomheder, som trækker gennemsnittet op for peer-gruppen.

De generelt lavere egenkapitalomkostninger i 2015 er primært forårsaget af den risikofrie rente, som er særdeles lav i dette år for alle virksomhederne.

Heineken har størst betaværdi frem til år 2015, og må derfor forventes også at have højest egenkapitalomkostninger i samme periode, men dette er ikke tilfældet. Heineken har kun højest egenkapitalomkostninger i 2013, mens AB InBev, har højest egenkapitalomkostninger i 2011, 2012 og 2014. Det stemmer ikke overens med forventningen om, at aktionærerne kræver mere i afkast ved højere risiko. Dette er forårsaget af at Belgien, hvor AB InBev har hovedsæde, har både en høj risikopræmie og høj risikofri rente i de samme år, set i forhold til de øvrige lande Danmark, Holland og Storbritannien.

Fremmedkapitalomkostninger

For at estimere fremmedkapitalomkostningerne kræves den risikofrie rente, det selskabsspecifikke risikotillæg og skattesatsen som uddybet i afsnit 7.3.3. Det selskabsspecifikke risikotillæg er fundet på baggrund af rentedækningsgraden og Damodarans tabel (bilag 5). Nedenstående figur viser alle fem virksomheders fremmedkapitalomkostninger, r_d , gennem den analyserede periode.



Figur 11.3. Udvikling i fremmedkapitalomkostninger. Egen tilvirkning.

Af figuren fremgår, at Carlsbergs fremmedkapitalomkostninger ligger under gennemsnittet for peer-gruppen på nær i år 2015, hvor Carlsberg ligger 0,1 procentpoint over gennemsnittet for peer-gruppen. I årene 2011, 2012 og 2014 er Carlsbergs fremmedkapitalomkostninger en del lavere end gennemsnittet for peer-gruppen. Dette skyldes, at AB InBev og SABMillers fremmedkapitalomkostninger ligger tilsvarende over gennemsnittet for peer-gruppen i de samme år. AB InBevs høje fremmedkapitalomkostninger skyldes, at den risikofrie rente for Belgien i år 2011-2012 ligger ca. 1-1,5 procentpoint højere end for de øvrige lande. Det samme gør sig gældende for SABMiller i år 2014-2015, hvor den risikofrie rente i Storbritannien er ca. 0,9-1,3 procentpoint højere end for de øvrige lande. I år 2015 udlignes SABMillers bemærkelsesværdigt høje fremmedkapitalomkostninger imidlertid af AB InBevs lave fremmedkapitalomkostninger, som følge af at AB InBev i dette år har en høj rentedækningsgrad, hvilket udløser et lavt selskabsspecifikt risikotillæg.

Trenden i fremmedkapitalomkostningerne er faldende gennem alle år, men særligt i år 2012 og 2015 mindskes gennemsnittet for fremmedkapitalomkostninger. Dette skyldes, at den risikofrie rente falder betydeligt i disse år for alle virksomheder. Udviklingen i fremmedkapitalomkostningerne og de to underliggende parametre fremgår af tabel 11.2 nedenfor. Det ses, at udviklingen i fremmedkapitalomkostningerne følger udviklingen i den risikofrie rente, og at det selskabsspecifikke tillæg har mindre betydning for fremmedkapitalomkostningerne. Dette er tydeligst i årene 2012-2013 hos peer-gruppen, hvor r_f er konstant og hvor der ses et fald i det selskabsspecifikke tillæg på 0,1 procentpoint. På trods heraf observeres der ingen ændring i fremmedkapitalomkostningerne¹⁵.

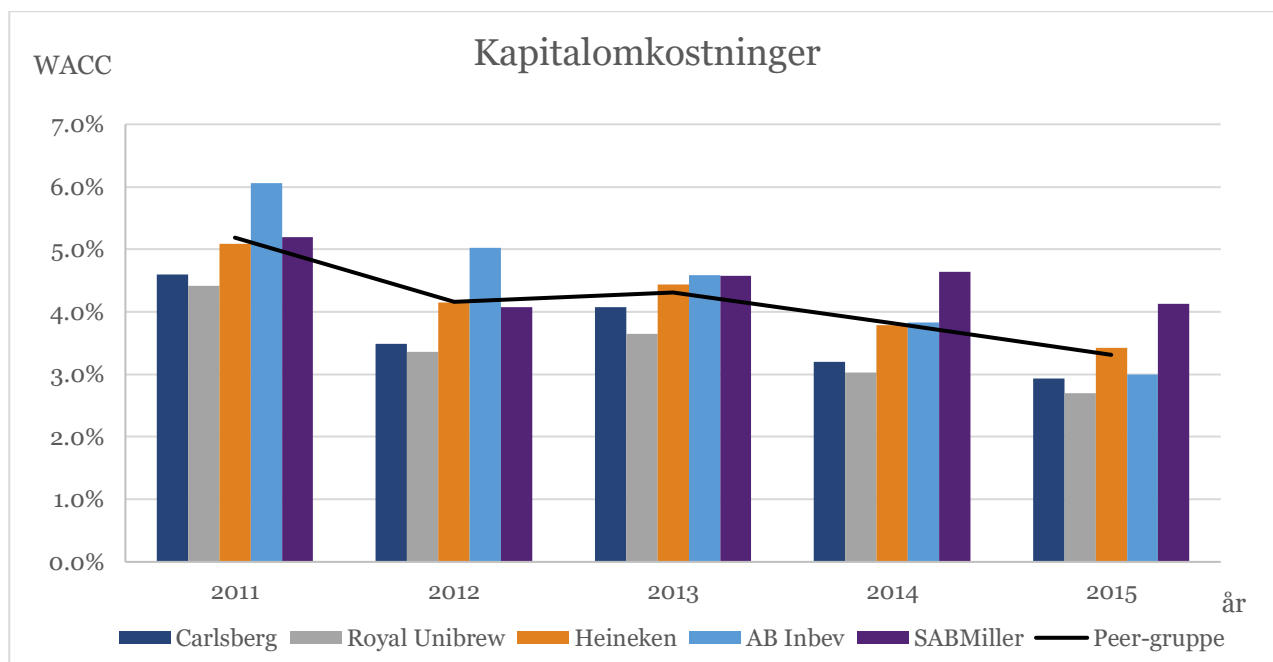
Fremmedkapitalomkostninger, Carlsberg	2011	2012	2013	2014	2015
Risikofri rente	2,7%	1,4%	1,7%	1,3%	0,7%
Selskabsspecifikke tillæg	1,25%	1,10%	1,10%	1,00%	1,25%
Fremmedkapitalomk., r_d	0,030	0,019	0,021	0,017	0,015

Fremmedkapitalomkostninger, Peer-gruppe	2011	2012	2013	2014	2015
Risikofri rente	3,3%	2,1%	2,1%	1,8%	1,0%
Selskabsspecifikke tillæg	1,21%	1,00%	0,90%	0,96%	0,84%
Fremmedkapitalomk., r_d	0,032	0,022	0,022	0,020	0,014

Tabel 11.2. Udvikling i fremmedkapitalomkostninger for Carlsberg og peer-gruppen. Egen tilvirkning. For udregninger henvises til bilag 10.

¹⁵ Øges decimalerne observeres et fald i r_d på 0,01 procentpoint, hvilket vurderes at være en minimal og ikke-afgørende ændring.

De gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, WACC



Figur 11.4. Udvikling i WACC. Egen tilvirkning.

Carlsbergs WACC er lavere end peer-gruppens i hele perioden, med størst difference i 2012 og mindst difference i 2013. WACC mindskes for alle virksomhederne i perioden bortset fra år 2013, hvor WACC stiger for alle virksomheder undtagen AB InBev, som er faldende gennem hele perioden. Årsagen til dette er, at den risikofrie rente er faldende i perioden, bortset fra år 2013 hvor renten steg i forhold til året før undtagen for AB InBev, hvor renten fortsat var faldende. Den risikofrie rente ses dermed at have stor effekt på WACC. Det betyder også, at det er de lave risikofrie renter, som resulterer i forholdsvis lave WACC for alle virksomhederne. Den højeste risikofrie rente ses at være for AB InBev i 2011, hvor den ligger på 4,2%, og det er samtidig her, den højeste WACC observeres, som er for AB InBev på 6,1%.

WACC	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	4,6%	3,5%	4,1%	3,2%	2,9%
Peer-gruppe	5,1%	4,1%	4,3%	3,7%	3,3%

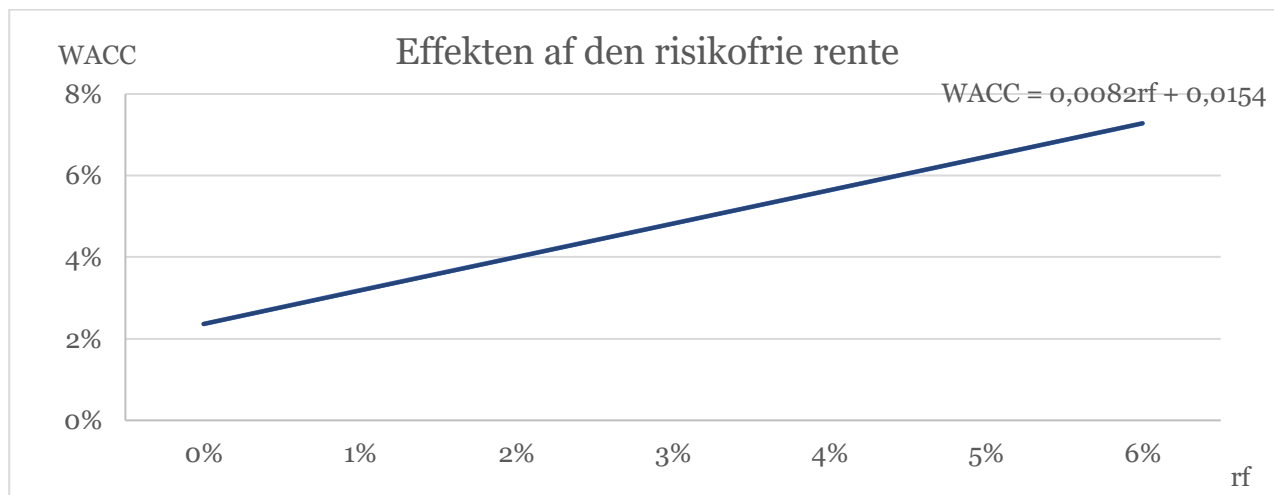
Tabel 11.3. Udvikling i WACC. Egen tilvirkning.

Af ovenstående tabel fremgår det, at Carlsberg har lavest WACC i 2015 på 2,9%, som følge af laveste egenkapital- og fremmedkapitalomkostninger. Betaværdien er dog højest i 2015 på 0,66, men grundet meget lav risikofri rente på 0,7%, er egenkapitalomkostningerne lavest i 2015. Tilsvarende er det den risikofrie rente som har størst indflydelse på fremmedkapitalomkostningerne. Samme år observeres også den laveste risiko for peer-gruppen med en WACC på 3,3%. Den gennemsnitlige WACC for Carlsberg ligger i perioden på 3,7% og for peer-gruppen på 4,1%. Carlsbergs risiko er altså gennemsnitligt 0,4 procentpoint lavere end peer-gruppens.

Alle virksomhedernes WACC følger trenden for både egenkapitalomkostninger og fremmedkapitalomkostninger. Dermed finder de samme forklaringer, som beskrevet under

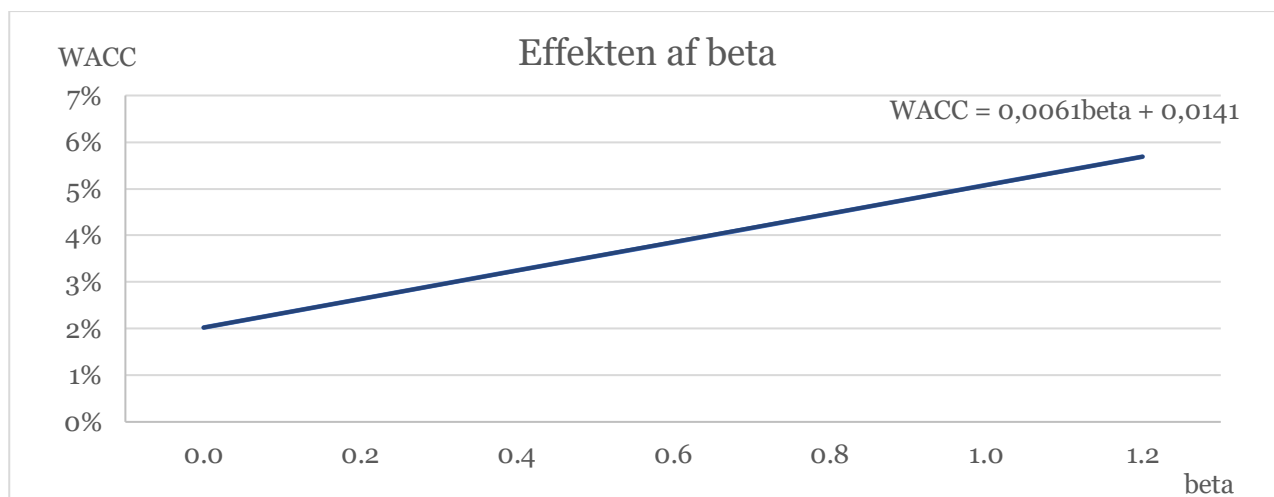
egenkapital- og fremmedkapitalomkostninger, anvendelse, nemlig at WACC følger udviklingen i den risikofrie rente.

Nedenstående graf viser effekten af ændringer i den risikofrie rente på WACC. Den risikofrie rente har stor indflydelse på WACC. En stigning på 1% i den risikofrie rente påvirker WACC med 0,82 procentpoint med udgangspunkt i Carlsbergs 2015-tal.



Figur 11.5. Den risikofrie rentes effekt på WACC. Egen tilvirkning.

Ligeledes ses i følgende graf at betaværdien også har væsentlig indflydelse på WACC. En stigning i beta på 0,2 skaber en forøgelse i WACC på 0,61 procentpoint.



Figur 11.6. Betaværdiens effekt på WACC. Egen tilvirkning.

De to grafer, der viser effekten fra henholdsvis den risikofrie rente og beta, bekræfter blot, at disse to faktorer har stor indflydelse på WACC. Desuden bekræftes, at årsagen til at WACC gennemgående er lav, primært er relateret til lave risikofrie renter og lave beta-værdier beliggende på mindre end 1.

Opsummering af risikoanalyse

WACC viser sig i høj grad at være påvirket af ændringer i den risikofrie rente. Dette afspejles i de underliggende parametre; egenkapital- og fremmedkapitalomkostninger. Egenkapitalomkostningerne påvirkes i høj grad af udviklingen i den risikofrie rente og i nogen grad af beta. Fremmedkapitalomkostningerne følger udviklingen i den risikofrie rente og påvirkes kun i mindre grad af ændringer i det selskabsspecifikke tillæg. Da det selskabsspecifikke tillæg afhænger af rentedækningsgraden, påvirkes fremmedkapitalomkostningerne derfor ikke signifikant af kapitalstrukturen.

Carlsberg har lavest kapitalomkostninger og dermed lavest risiko i 2015, hvilket primært skyldes den lave risikofrie rente. Det medfører, at det vil være svært for Carlsberg at efterstræbe samme kapitalstruktur i fremtiden på 43% gæld og 57% egenkapital, som var forholdet i 2015. Fra et risikoperspektiv bør Carlsberg kun fremtidigt søge denne kapitalstruktur, forudsat at det forventes at Carlsbergs risikofrie rente vil ligge på et tilsvarende lavt eller lavere niveau i fremtiden. Derfor kan WACC analysen for Carlsberg og peer-gruppen ikke bruges til at bestemme en fremadrettet optimal kapitalstruktur, medmindre det forudsættes, at den risikofrie rente holdes på nuværende lave niveau. Ejernes afkastkrav følger betaværdien, og med kendskab til betaniveauet gennem perioden, samt rentedækningsgradens størrelse og indflydelse på fremmedkapitalomkostninger, kan det bidrage til at finde den optimale kapitalstruktur. Det ønskes nemlig, at den optimale kapitalstruktur ikke præges af forventninger til fremtidige markedsforskel og renteniveauer.

Delkonklusion

Analyse af Carlsbergs kapitalstruktur er foretaget med udgangspunkt i én udvalgt peer-gruppe i bryggeribranchen, bestående af primært større aktører end Carlsberg på det globale marked, men også én enkelt mindre virksomhed end Carlsberg, som har samme regnskabsstandard. Carlsberg og peer-gruppens kapitalstruktur er undersøgt i forhold til rentabilitet, kreditvurdering og risiko.

Rentabilitetsanalysen for både Carlsberg og peer-gruppen viste sig i høj grad at afhænge af afkastgraden og i mindre grad af finansiell gearing, så længe afkastgraden overstiger nettolånerenten. Både Carlsberg og peer-gruppens overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed bør dermed være i fokus, for at forbedre rentabiliteten mest muligt, snarere end fokus på kapitalstrukturen.

Kreditanalysen, baseret på forskellige modeller til estimering af konkurssandsynlighed og kredit rating, viste mod forventning, at der historisk set er inkonsistens mellem finansiell gearing og kreditværdighed. Mange faktorer har indflydelse på Carlsberg og peer-gruppens kreditværdighed, såsom EBIT i rentedækningsgraden og markedsværdien af egenkapital i Z-scoren. Selvom den regnskabsmæssige effekt af øget finansiell gearing er større konkurssandsynlighed – alt andet lige – så har Carlsberg og peer-gruppen historisk set ikke haft bedre kreditværdighed i årene med lavest finansiell gearing og omvendt.

Risikoanalysen viste også, at der ikke var en klar historisk sammenhæng mellem Carlsberg og peer-gruppens finansielle gearingsgrad og risiko. Den risikofrie rente vistes at være den faktor, som historisk har haft størst indflydelse på risikoen, mens beta-værdien fandtes at have næststørst betydning.

12. Følsomhedsanalyse

Med udgangspunkt i analyserne af rentabilitet, kreditværdighed og risiko vil følgende følsomhedsanalyser undersøge effekten i de nævnte faktorer ved ændringer i kapitalstrukturen for hvert år. Formålet er at finde frem til den optimale kapitalstruktur i hvert enkelt år for Carlsberg og for peer-gruppen ved at sammenholde resultaterne fra alle tre følsomhedsanalyser. Desuden ønskes at klarlægge, hvorvidt Carlsberg og peer-gruppen har haft justeret deres faktiske kapitalstrukturer til det optimale niveau, som findes gennem følsomhedsanalyserne. Denne analyse gør det muligt, at konkludere hvorvidt Carlsberg og/eller peer-gruppen bør justere kapitalstrukturen fremadrettet.

12.1 Følsomhedsanalyse af rentabilitet

I det følgende undersøges effekten på egenkapitalforrentning ved ændring af kapitalstruktur. Med udgangspunkt i teorien omkring egenkapitalforrentning og kapitalstruktur forventes det, at en øget finansiel gearing vil påvirke rentabiliteten positivt, så længe spreadet mellem afkastningsgrad og lånerente er positivt, jf. afsnit 7.1 og 9.

Følsomhedsanalysen er udarbejdet for hvert år, da afkastningsgraden varierer fra år til år. Ligeledes varierer lånerenten i forhold til gældsandelen gennem årene. I følsomhedsanalysen anvendes den årlige lånerente og denne varierer så med ændringer i kapitalstrukturen. Således afspejler lånerenten hvert år det årlige niveau for fremmedkapitalomkostninger, således at forholdet mellem lånerente og gældsandel i det pågældende år bevares. Lånerenten beregnes i det følgende som:

$$NLR_{analyse} = NLR_{res.opg.} * (D + (1 - D_{balance})) \quad (1.36)$$

$NLR_{analyse}$ = Lånerente, som varierer i følsomhedsanalysen

$NLR_{res.opg.}$ = Lånerente fra den reformulerede resultatopgørelse i pågældende år

D = Gældsandel, som varierer i følsomhedsanalysen

$D_{balance}$ = Gældsandel fra den reformulerede balance i pågældende år

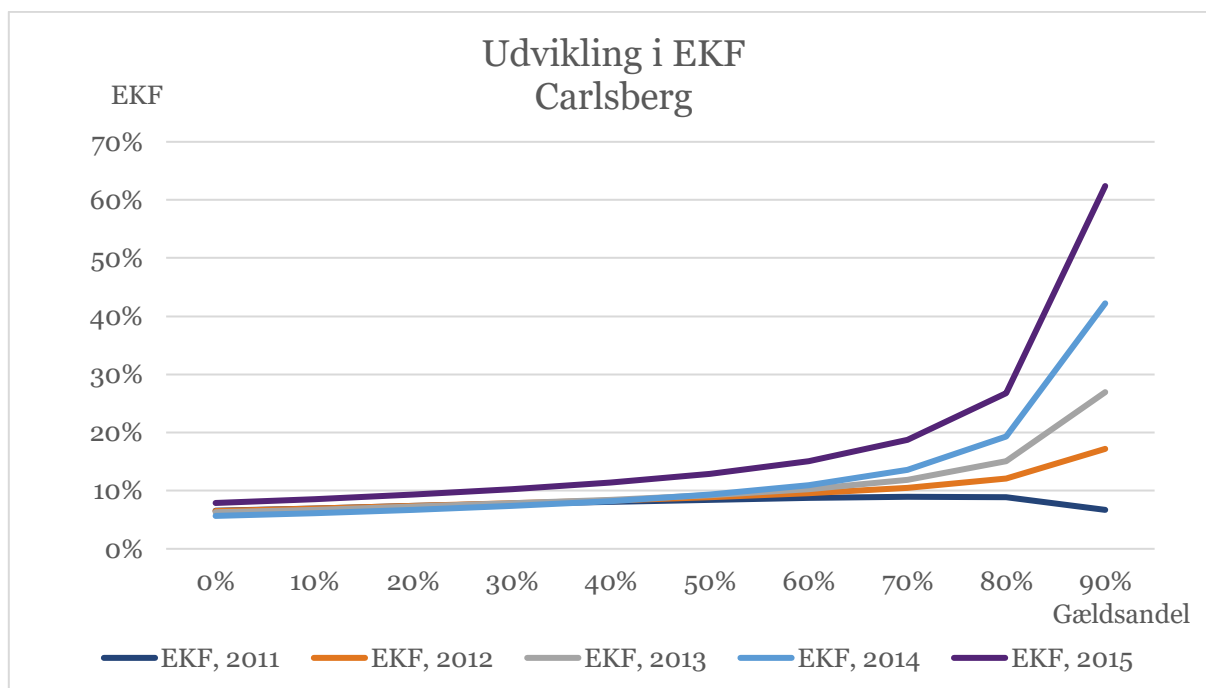
Følsomhedsanalysen viser, at Carlsbergs egenkapitalforrentning stiger i takt med øget gældsandel, så længe spreadet er større end 1. Dette afspejles i nedenstående figur og tabeller, hvor det ses, at spreadet er mindre end 1 i 2011 ved en gældsandel på 80%-90% som følge af den øgede lånerente. Den optimale kapitalstruktur i hvert år er markeret med blå baggrundsfarve i tabellerne, og findes der hvor rentabiliteten maksimeres.

Kapitalstruktur			2011 AG = 6,7%			2012 AG = 6,9%			2013 AG = 6,5%		
D	E	D/E	NLR	Spread	EKF	NLR	Spread	EKF	NLR	Spread	EKF
0%	100%	0,0	2,8	3,9	6,6	2,4	4,5	6,5	2,0	4,5	6,3
10%	90%	0,1	3,2	3,5	7,0	2,8	4,1	6,9	2,3	4,2	6,7
20%	80%	0,3	3,6	3,1	7,3	3,1	3,7	7,4	2,6	3,9	7,2
30%	70%	0,4	4,1	2,7	7,7	3,5	3,4	7,8	2,9	3,6	7,8
40%	60%	0,7	4,5	2,2	8,1	3,9	3,0	8,3	3,2	3,3	8,4
50%	50%	1,0	4,9	1,8	8,4	4,2	2,6	8,9	3,5	3,0	9,2
60%	40%	1,5	5,3	1,4	8,7	4,6	2,3	9,6	3,8	2,7	10,3
70%	30%	2,3	5,7	1,0	8,9	5,0	1,9	10,5	4,2	2,4	11,9
80%	20%	4,0	6,1	0,6	8,9	5,3	1,6	12,1	4,5	2,1	15,1
90%	10%	9,0	6,6	0,2	6,7	5,7	1,2	17,2	4,8	1,7	26,9

Kapitalstruktur			2014 AG = 6,0%			2015 AG = 7,9%		
D	E	D/E	NLR	Spread	EKF	NLR	Spread	EKF
0%	100%	0,0	1,2	4,8	5,7	1,8	6,2	7,9
10%	90%	0,1	1,4	4,6	6,1	2,1	5,9	8,6
20%	80%	0,3	1,6	4,4	6,7	2,4	5,6	9,3
30%	70%	0,4	1,8	4,2	7,4	2,7	5,3	10,3
40%	60%	0,7	2,0	3,9	8,2	3,0	5,0	11,4
50%	50%	1,0	2,3	3,7	9,3	3,3	4,6	12,9
60%	40%	1,5	2,5	3,5	10,9	3,6	4,3	15,1
70%	30%	2,3	2,7	3,3	13,6	3,9	4,0	18,8
80%	20%	4,0	2,9	3,1	19,3	4,2	3,7	26,7
90%	10%	9,0	3,1	2,9	42,2	4,5	3,4	62,4

Tabel 12.1. Følsomhedsanalyse af Carlsbergs rentabilitet ved ændringer i kapitalstruktur. Egen tilvirkning.

Anmærkning: EKF for 2011 ved gældsniveau på 70% og 80% er på henholdsvis 8,95% og 8,88%.



Figur 12.1. Udvikling i Carlsbergs EKF ved forskellige gældsandele. Egen tilvirkning.

Det fremgår af grafen, at Carlsberg forbedrer EKF hvert år uafhængigt af kapitalstrukturen. Dette skyldes, at lånerenten, for hvert år, er faldende på nær i år 2015, hvor afkastningsgraden til gengæld er markant bedre. Dette afspejles i kurven for 2015, som ligger væsentligt over kurverne for de øvrige år.

Følsomhedsanalysen viser, at selvom spreadet falder med den øgede lånerente, stiger EKF stadig i takt med øget finansiel gearing i år 2012-2015. Set i forhold til EKF vil det derfor være optimalt for Carlsberg med en så høj gældsandel som muligt i disse år. På grund af den relativt høje lånerente i 2011 var den optimale kapitalstruktur i dette år en gældsandel på 70%.

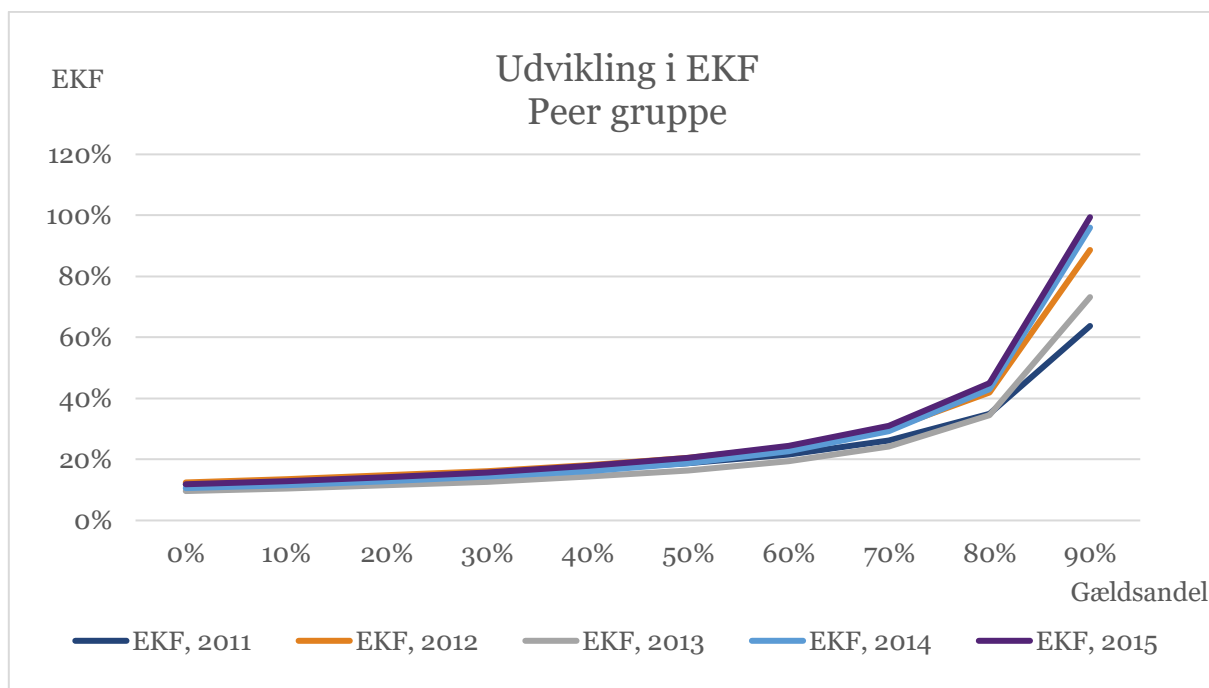
Følsomhedsanalysen for den samlede peer-gruppe giver samme resultat, nemlig at EKF maksimeres ved så høj gældsandel som muligt for alle år. Nedenstående graf og tabeller viser resultaterne for peer-gruppen¹⁶.

¹⁶ Tabeller for hver enkel virksomhed i peer-gruppen findes i bilag 11.

Kapitalstruktur			2011 AG = 12,6%			2012 AG = 13,2%			2013 AG = 10,3%		
D	E	D/E	NLR	Spread	EKF	NLR	Spread	EKF	NLR	Spread	EKF
0%	100%	0,0	2,9	9,8	11,9	2,7	10,4	12,5	1,7	8,6	9,6
10%	90%	0,1	3,3	9,3	12,9	3,1	10,0	13,5	2,0	8,3	10,5
20%	80%	0,3	3,8	8,8	14,0	3,6	9,6	14,7	2,3	8,0	11,5
30%	70%	0,4	4,3	8,4	15,3	4,0	9,2	16,2	2,7	7,6	12,8
40%	60%	0,7	4,7	7,9	16,8	4,4	8,8	18,1	3,0	7,3	14,3
50%	50%	1,0	5,2	7,4	18,8	4,8	8,4	20,5	3,3	7,0	16,4
60%	40%	1,5	5,7	7,0	21,7	5,2	8,0	24,1	3,6	6,7	19,3
70%	30%	2,3	6,1	6,5	26,1	5,6	7,6	29,9	3,9	6,4	24,2
80%	20%	4,0	6,6	6,0	34,9	6,0	7,2	42,0	4,2	6,1	34,4
90%	10%	9,0	7,1	5,6	63,7	6,4	6,8	88,7	4,5	5,8	73,2

Kapitalstruktur			2014 AG = 11,2%			2015 AG = 12,4%		
D	E	D/E	NLR	Spread	EKF	NLR	Spread	EKF
0%	100%	0,0	1,5	9,7	10,6	2,1	10,4	11,9
10%	90%	0,1	1,8	9,5	11,6	2,4	10,0	13,0
20%	80%	0,3	2,0	9,2	12,8	2,7	9,7	14,2
30%	70%	0,4	2,3	8,9	14,3	3,0	9,4	15,8
40%	60%	0,7	2,5	8,7	16,2	3,3	9,1	17,8
50%	50%	1,0	2,8	8,4	18,8	3,7	8,7	20,5
60%	40%	1,5	3,0	8,2	22,7	4,0	8,4	24,5
70%	30%	2,3	3,3	7,9	29,2	4,3	8,1	31,1
80%	20%	4,0	3,5	7,7	43,0	4,6	7,8	45,0
90%	10%	9,0	3,8	7,4	96,0	5,0	7,4	99,4

Tabel 12.2. Følsomhedsanalyse af peer-gruppens rentabilitet ved ændringer i kapitalstruktur. Egen tilvirkning.

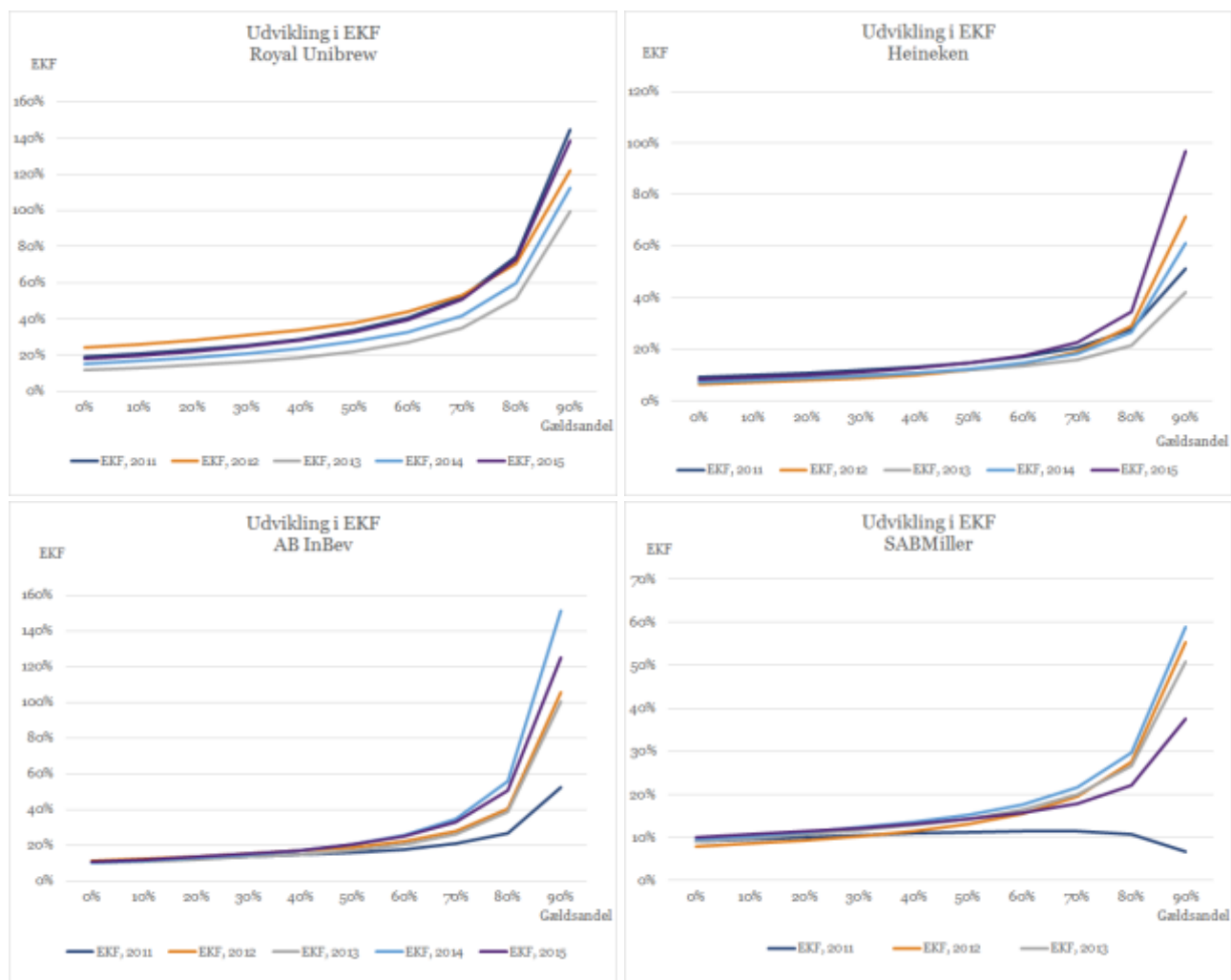


Figur 12.2. Udvikling i peer-gruppens EKF ved forskellige gældsandele. Egen tilvirkning.

Det ses, at kurverne for 2011 og 2013 ligger en anelse under kurverne for de øvrige år, hvilket skyldes henholdsvis en høj lånerente i 2011 og en lav afkastningsgrad i 2013. Den høje lånerente i 2011 er primært forårsaget af SABMiller, som har en lav gældsandel i forhold til netto finansielle omkostninger sammenlignet med de øvrige år. Den lave afkastningsgrad i 2013 skyldes et væsentligt fald i Royal Unibrews afkastningsgrad, som følge af opkøb af finske Hartwall og dermed en markant forøgelse af investeret kapital.

Nedenfor fremgår graferne for hver enkelt virksomhed i peer-gruppen. Her ses det at kun SABMiller har faldende EKF ved meget høje gældsandele i et enkelt år. I år 2011 var den optimale kapitalstruktur i forhold til rentabilitet for SABMiller på 60% gældsandel grundet den høje lånerente.

Figurerne viser desuden, at effekten i EKF, ved øget finansiell gearing er større for peer-gruppen end for Carlsberg, idet peer-gruppen opnår større værdier for EKF ved høje gældsandele. Dette er primært forårsaget af AB InBev og Royal Unibrew, som opnår EKF-værdier på op til ca. 140% ved høje gældsandele, jf. figurerne nedenfor.



Figur 12.3. Udvikling i peer-gruppe-virksomhedernes EKF ved forskellige gældsandele. Egen tilvirkning.

Delkonklusion på følsomhedsanalyse af rentabilitet

På baggrund af ovenstående resultater fra følsomhedsanalyserne konkluderes det, at ved en stigende gældsandel øges også lånerenten, men at dette kun influerer rentabiliteten negativt, når spredet mellem afkastningsgrad og lånerente bliver mindre end 1. Da spredet kun er mindre end 1 i et enkelt år for to af virksomhederne konkluderes det, at den optimale kapitalstruktur for Carlsberg og for peer-gruppen set i forhold til rentabilitet, er en så høj gældsandel som muligt, da dette vil maksimere egenkapitalforrentningen.

Den stigende lånerente i forhold til gældsandel afspejler, at virksomheden er mere risikofyldt ved højere gældsandele set fra långivers side. I det følgende analyseres derfor effekten af ændringer i kapitalstruktur på virksomheders kreditværdighed.

12.2 Følsomhedsanalyse af kreditværdighed

Følsomhedsanalysen for kreditvurdering tager udgangspunkt i solvensgrad, rentedækningsgrad, Z-score og kredit rating baseret på Damodarans omregning af rentedækningsgrad, ICE (interest coverage ratio), jf. bilag 5. I følsomhedsanalysen beregnes indvirkning af ændringer i virksomhedernes nettorentebærende gæld, D , og egenkapital, E , på de nævnte faktorer for at belyse effekten af finansiel gearing, og for at bestemme den optimale kapitalstruktur for Carlsberg set fra et kredit-perspektiv.

De udvalgte nøgletal er beregnet på baggrund af formlerne angivet i afsnit 7.2. For at kunne beregne rentedækningsgraden, som er baseret på før skat nøgletal ved de forskellige D/E-forhold, anvendes nettolånerenten før skat, som beregnes således:

$$NLR_{før\ skat} = \frac{NLR_{efter\ skat}}{(1-T)} \quad (1.37)$$

$NLR_{efter\ skat}$ er beregnet ved brug af formelen i afsnit 7.1, og T angiver marginale skattesatser i de forskellige år for de enkelte virksomheder.

Herefter omskrives formelen for rentedækningsgraden, således at den er direkte afhængig af ændringer i gældsandelen. Formlen som benyttes til analysen er dermed:

$$Rentedækningsgrad = \frac{EBIT}{NFO_{før\ skat}} \rightarrow \frac{EBIT}{NLR_{før\ skat} * Gæld_{ny}} \quad (1.38)$$

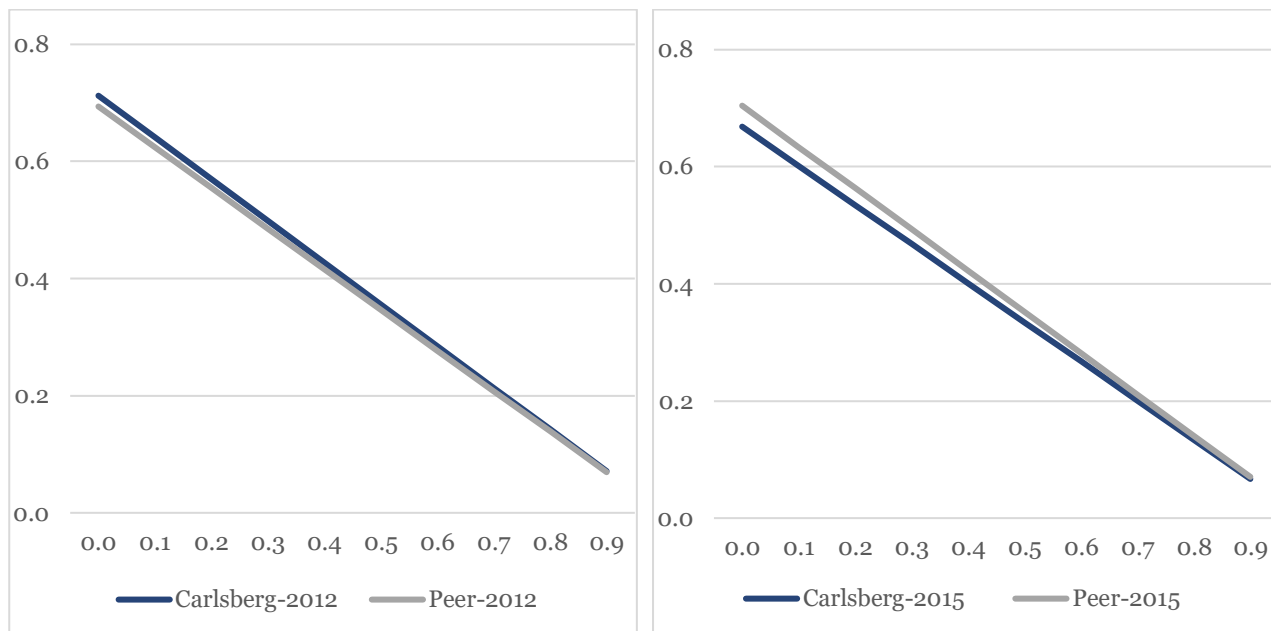
Af bilag 12 fremgår tabeller for de udvalgte nøgletal, som indgår i følsomhedsanalysen for hele perioden, for de enkelte virksomheder og peer-gruppen.

Solvensgraden, rentedækningsgraden, kredit ratingen og Z-scoren mindskes i alle år for alle virksomheder i takt med øget finansiel gearing, som forventet. Det kan derfor bekræftes at finansiel gearing har en negativ påvirkning på likviditetsrisikoen og konkurssandsynligheden, og finansiel gearing forringer dermed virksomhedernes kreditværdighed. Set fra et kredit-perspektiv er det tydeligt at den optimale kapitalstruktur er 100% egenkapital. I det følgende belyses hvorvidt effekten af finansiel gearing påvirker Carlsberg og peer-gruppen i samme grad. Herigennem afklares om nogle virksomheder har bedre forudsætninger end andre for at forbedre kreditværdigheden ved at reducere finansiel gearing.

I det følgende dekomponeres følsomhedsanalysen i solvensgrad, rentedækningsgrad, kredit rating og Z-score for at belyse effekten af finansiel gearing på disse. Desuden undersøges, om der er konsistens.

Solvensgrad

Nedenstående graf illustrerer Carlsbergs og peer-gruppens solvensgrad i forhold til gældsandelen for år 2012 og 2015.



Figur 12.4. Solvensgrad som funktion af gældsandel, angivet som decimaltal. Egen tilvirkning.

Solvensgraden for Carlsberg og peer-gruppen ligger meget tæt på hinanden i 2011, 2013 og 2014, hvorfor en forskel ikke kan illustreres grafisk. Den største difference findes i 2015, når gældsandelen er lav, hvor effekten af finansiel gearing har større effekt på solvensgraden for peer-gruppen end for Carlsberg. Det skyldes, at effekten af finansiel gearing i højere grad øger solvensgraden for Heineken og SABMiller end for Carlsberg, og dermed trækker de to virksomheder peer-gruppens solvensgrad op i 2015. Finansiel gearing har en bedre effekt på solvensgraden for Carlsberg i 2012 end for peer-gruppen, og her er effekten igen størst ved lav gældsandel. Peer-gruppens solvensgrad påvirkes negativt af Royal Unibrew i 2012, som i dette år ligger væsentligt lavere end de øvrige virksomheder.

Nedenstående tabel 12.3 viser effekten i solvensgraden ved en ændring i gældsandelen på 10 procentpoint. Påvirkningen på solvensgraden er konstant for de enkelte år. Det vil sige, at tabellen viser hvor meget solvensgraden falder for hver gang gældsandelen stiger med 10 procentpoint.

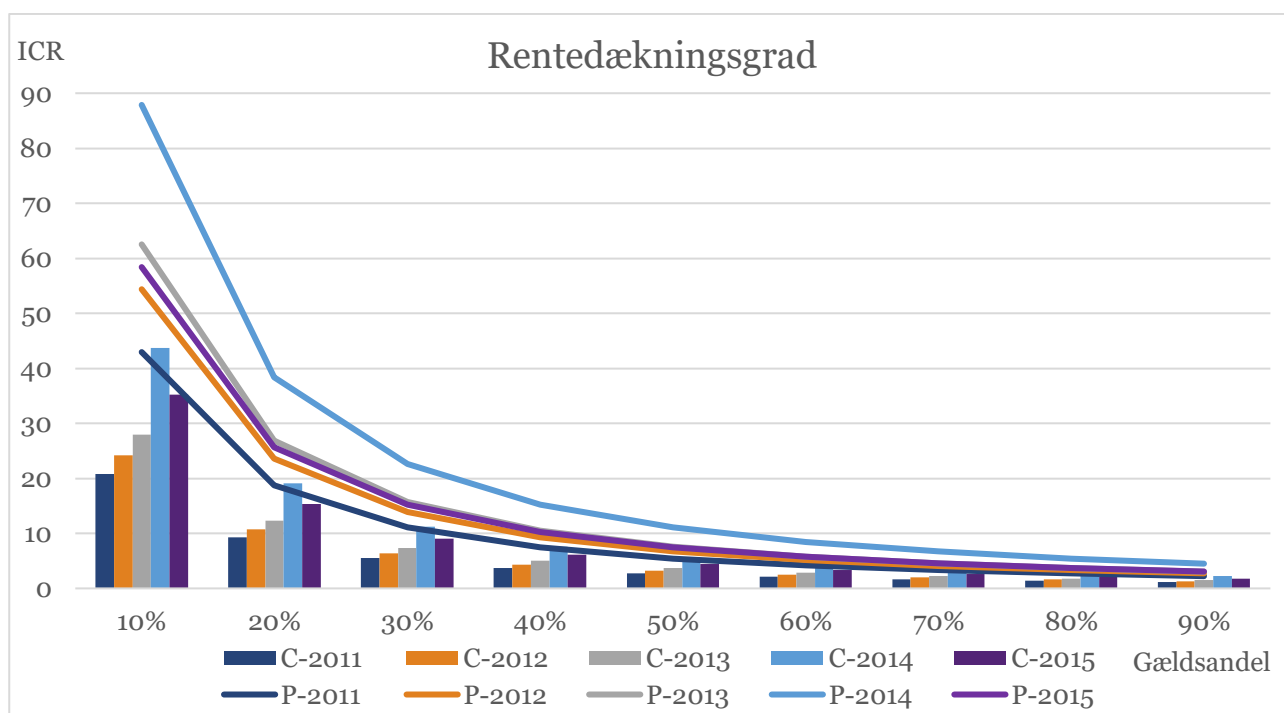
Solvensgrad	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07
Royal Unibrew	-0,07	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06
Heineken	-0,07	-0,07	-0,07	-0,08	-0,07
AB InBev	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07
SABMiller	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08
Peer-gruppe	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07	-0,07

Tabel 12.3. Effekt i solvensgraden ved øgning af gældsandelen på 10%. Egen tilvirkning.

Effekten af at mindske gældsandelen med 10-procentpoint på solvensgraden ligger på -0,07 for både Carlsberg og for peer-gruppen. Royal Unibrew opnår den mindste effekt på -0,06 (2012-2015), mens SABMiller opnår den største effekt på -0,08.

Rentedækningsgrad

Rentedækningsgraden er beregnet på baggrund af omregning af nettolånerenten efter skat til nettolånerenten før skat. Denne omregning er nødvendig for at bestemme nettofinansielle omkostninger før skat ved forskellige gældsandele, under forudsætning af konstant EBIT. Som forventet mindskes rentedækningsgraden i takt med stigende gældsandel, hvilket betyder at likviditetsrisikoen stiger.



Figur 12.5. Rentedækningsgrad som funktion af gældsandel. Linjerne viser rentedækningsgraden for peer-gruppen og matcher farverne for de enkelte år for Carlsberg. Egen tilvirkning.

Carlsberg har en rentedækningsgrad på mindre end 2,5 ved en gældsandel på minimum 60% i 2011 og 2012, hvilket indikerer høj likviditetsrisiko, jf. afsnit 7.2. Tilsvarende er gældende for en gældsandel på minimum 70% i 2013, en gældsandel på minimum 90% i 2014 og en gældsandel på minimum 80% i 2015.

Peer-gruppens rentedækningsgrad er højere end 2,5 i hele perioden uafhængigt af kapitalstrukturen, undtagen i år 2011, hvor rentedækningsgraden falder til 2,22 ved en gældsandel på 90%. Peer-gruppens høje niveau for rentedækningsgrad skyldes blandt andet at Royal Unibrew og SABMillers rentedækningsgrader stort set ikke bliver mindre end 2,5 selv ved høje gældsandele. Dette skyldes Royal Unibrews faldende netto finansielle omkostninger og en stigende EBIT, samt SABMillers lave netto finansielle omkostninger i forhold til EBIT i hele perioden.

Det bemærkes at AB InBev har en exceptionel høj rentedækningsgrad i 2014 ved høje gældsandele. Eksempelvis er AB InBevs rentedækningsgrad på 9,24 ved 90% gældsandel. Årsagen er, i at AB InBev

har en meget lav nettolånerente i 2014 på 0,8% efter skat, hvilken bliver omregnet til 1,8% før skat ved en gældsandel på 90%. Den lave nettolånerente skyldes at AB InBevs nettofinansielle omkostninger er meget lave i samme år på grund af stigende finansielle indtægter, og samtidigt faldende finansielle omkostninger, samt en pensionsindtægt relateret til andre driftsindtægter og omkostninger.

Effekten ved finansiell gearing er størst ved lave gældsandele. Den største effekt ses for peer-gruppen ved en gældsandel fra 0% til 10% i 2014, idet rentedækningsgraden her falder med 49,56. Hos Carlsberg er effekten ligeledes størst i 2014 ved en gældsandel fra 0% til 10%, hvor rentedækningsgraden falder med 24,64. Finansiell gearing har en næsten ikke-eksisterende effekt ved høje gældsandele. Eksempelvis er den største effekt ved en ændring i gældsandelen fra 80% til 90% for peer-gruppen på 0,93 i 2014 og for Carlsberg på 0,46 i 2014, jf. bilag 13.

Kredit rating

Med fokus på at opnå en god kredit rating sammenholdes Carlsbergs og peer-gruppens kredit rating for at belyse i hvilken grad finansiell gearing påvirker kredit ratingen. Kredit ratingen i følsomhedsanalysen er baseret på rentedækningsgraden, hvorfor konklusionen for rentedækningsgraden og kredit ratingen vil være ens.

Kapitalstruktur			2011		2012		2013		2014		2015	
D	E	FGEAR	C	Peer	C	Peer	C	Peer	C	Peer	C	Peer
10%	90%	0,11	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
20%	80%	0,25	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
30%	70%	0,43	A+	AAA	A+	AAA	AA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
40%	60%	0,67	A-	AA	A	AAA	A	AAA	AA	AAA	A+	AAA
50%	50%	1,00	BBB	A	A-	AA	A-	AA	A+	AAA	A	AA
60%	40%	1,50	BB	A-	BBB	A	BBB	A+	A-	AA	A-	A+
70%	30%	2,33	B	A-	B+	A-	BB	A	A-	AA	BBB	A
80%	20%	4,00	B-	BBB	B	A-	B+	A-	BBB	A	BB	A-
90%	10%	9,00	CCC	BB	B-	BBB	B	A-	BB	A	B+	A-

Tabel 12.4. Kredit rating som funktion af gældsandel. (Carlsberg er betegnet som C og peer-gruppen er betegnet som P). Egen tilvirkning.

I tabellen indikerer de grønne markerede felter, at kredit ratingen ligger i "investment grade", hvilket betyder, at virksomheden har lav konkurssandsynlighed ifølge S&P's kredit rating model, jf. afsnit 7.2. De røde felter viser, at kredit ratingen ligger i "speculative grade", hvilket blandt andet indikerer, at virksomheden er forbundet med stor usikkerhed og er følsom over for ugunstige forretnings-, finansielle og økonomiske forhold, jf. bilag 14 (Plenborg, 2012; s. 278).

Carlsberg og peer-gruppen har samme kredit rating ved en finansiell gearing på op til 0,25, hvorefter Carlsbergs kredit rating ved øget finansiell gearing falder i 2011-2013. I 2014-2015 falder kredit ratingen for Carlsberg først ved en finansiell gearing på 0,67. Det stemmer overens med, at Carlsberg også havde mindst likviditetsrisiko i 2014-2015, samt at det var i disse to år, der ses den største effekt ved øget finansiell gearing.

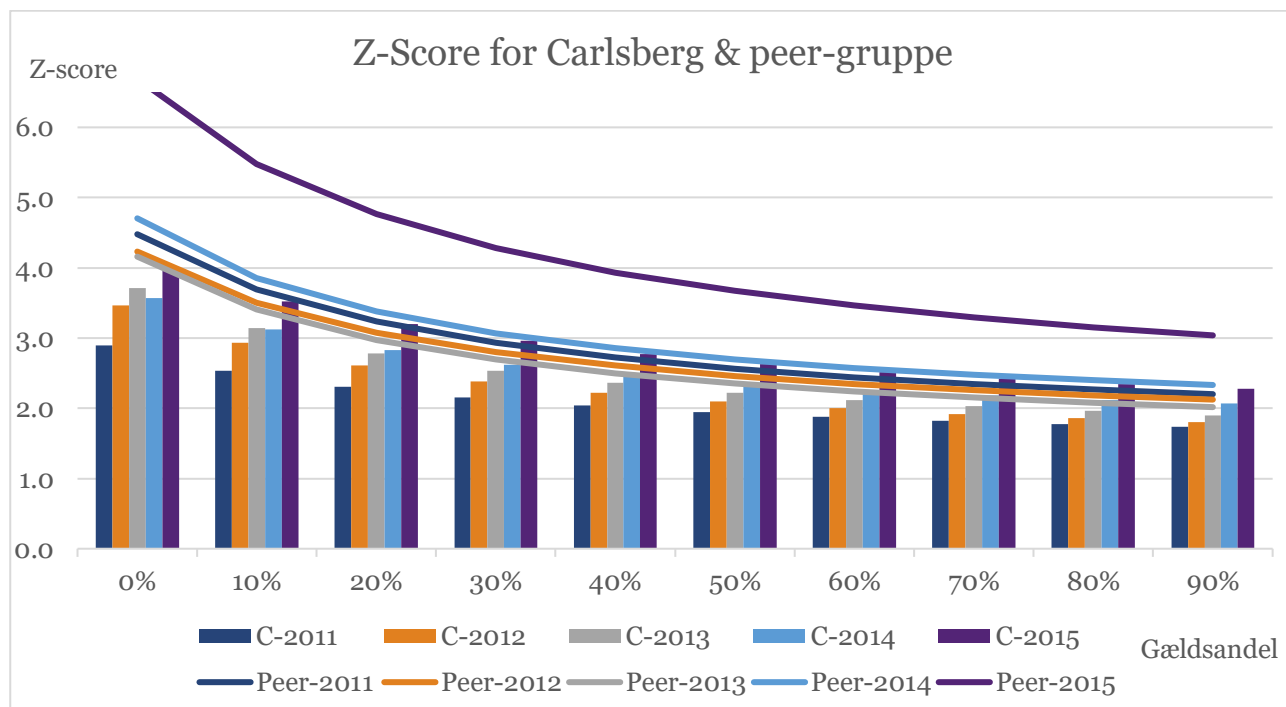
Generelt har peer-gruppen en bedre kredit rating end Carlsberg og ligger i alle årene, uanset valg af kapitalstruktur, i "investment grade" bortset fra år 2011 ved en finansiel gearing på 9,00. Carlsberg rammer "speculative grade" ved høj finansiel gearing i hele perioden. Særligt i 2011 bliver Carlsbergs kredit rating kritisk ved en finansiel gearing på 9,00, hvor Carlsberg får en rating på CCC. Kredit rating på CCC tolkes som, at Carlsberg er følsom overfor og afhængig af gode forretnings-, finansielle og økonomiske forhold for at kunne imødekomme sine finansielle forpligtelser.

Gennemsnittet for peer-gruppen trækkes primært op af Royal Unibrew gennem hele perioden bortset fra år 2012. Det stemmer overens med resultaterne for rentedækningsgraden, hvor det også var Royal Unibrew, som forbedrede peer-gruppens likviditetsrisiko.

På baggrund af kredit ratingen vurderes det, at Carlsberg ikke bør have en finansiel gearing større end 1,00-2,33 for at bibeholde en kredit rating inden for "investment grade". Carlsbergs kredit rating bør formentlig endda være lavere end dette niveau, for ikke at være beliggende tæt på grænsen til "speculative grade", da S&P's kredit ratingmodel formentlig vil udløse en strengere rating end Damodarans omregnings-tabel.

Z-score

Grafen for Z-score viser at når finansiel gearing øges, mindskes Z-scoren og konkursrisikoen stiger. Derudover fremgår det at finansiel gearing har størst effekt på Z-scoren ved lave gældsandele. Den største effekt er for peer-gruppen i 2015 ved en gældsandel gående fra 0% til 10%, hvor Z-scoren reduceres med 0,97. Generelt ses effekten at være størst ved en gældsandel gående fra 0% til 10% for både Carlsberg og peer-gruppen.



Figur 12.6. Z-score som funktion af gældsandel. Søjlerne viser Z-score for Carlsberg (C), og kurverne viser Z-score for peer-gruppen (P) og matcher farverne for de enkelte år for Carlsberg. Egen tilvirkning.

Carlsberg ligger generelt med en lavere Z-score end peer-gruppen, primært i 2011 og 2015, men differencen bliver mindre i takt med stigende gældsandel.

Peer-gruppens høje Z-score i 2011 og 2015 skyldes, at SABMiller, Heineken og AB InBev har højere Z-score end Carlsberg uanset gældsandelen. Royal Unibrew har derimod en lavere Z-score end Carlsberg i 2011-2014, men højere i 2015. Desuden ses, at ændringer i gældsandelen for SABMiller har særligt stor effekt på Z-scoren for hele perioden. Tilsvarende ses effekten også at være større for både Heineken og AB InBev end for Carlsberg, men mindre for Royal Unibrew i 2011-2014, som næsten ikke bliver påvirket i disse år. Til gengæld er effekten stor for Royal Unibrew i 2015, hvilket skyldes, at Royal Unibrew som udgangspunkt har en høj Z-score i 2015. Generelt ses, at hvis virksomhederne har en høj Z-score, er effekten på Z-score ved finansiell gearing også høj. Eksempelvis har SABMiller og Royal Unibrew størst Z-score i 2015. Det er også for disse to virksomheder, at den største effekt observeres ved ændringer i gældsandelen i samme år. I Z-score beregningen er det kun en ud af fem faktorer, som påvirkes ved ændringer i gældsandelen. Det er den faktor, som består af markedsværdien af egenkapitalen og bogført værdi af forpligtelser. Afsnittet om Z-score (afsnit 10.2) viste, at Royal Unibrews og SABMillers høje Z-score i 2015 var relateret til en høj markedsværdi af egenkapital.

Carlsberg vil, med en gældsandel til og med 30% i 2015, ligge i grå-zonen og have en moderat konkurssandsynlighed, da Z-scoren er mindre end 2,99, mens peer-gruppen ved alle gældsniveauer i 2015 har lav konkurssandsynlighed. Carlsbergs Z-score er lavere end peer-gruppens for perioden 2011-2014, hvorfor det konkluderes, at Carlsberg maksimalt bør have en gældsandel på 20%, hvilket vil sikre, at Carlsbergs konkurssandsynlighed er lav. Carlsbergs Z-score er mindre end 1,81 i 2011 ved en gældsandel på minimum 20%, og i 2012 ved en gældsandel på minimum 90%, hvilket indikerer høj konkurssandsynlighed.

Delkonklusion på følsomhedsanalyse af kreditværdighed

Der er en fin sammenhæng mellem de forskellige konkurrrisiko metoder.

Solvensgraden viste den mindste forskel mellem Carlsberg og peer-gruppen med en nævneværdig difference kun i 2012 og 2015. Effekten af finansiell gearing ved en øget gældsandel på 10% er et fald i solvensgraden på 0,07 for både Carlsberg og peer-gruppen.

Rentedækningsgraden viste en stor effekt ved øget finansiell gearing ved lav gældsandel. Både effekten og differencen mellem Carlsberg og peer-gruppen faldt i takt med øget gældsandel. Carlsberg bør ikke have en gældsandel på mere end 90%, da det vil forårsage høj likviditetsrisiko med udgangspunkt i år 2015.

Kredit rating viser derimod, at Carlsberg ikke bør have en gældsandel på mere end 80% baseret på 2015-tal, da det vil resultere i kategoriseringen "speculative grade" frem for "investment grade".

Ifølge Z-score vil Carlsberg primært have en moderat konkurssandsynlighed ved ændringer i kapitalstrukturen, men vil opnå en lav konkurssandsynlighed, hvis gældsandelen er på maksimalt 30% med udgangspunkt i 2015.

Samlet set kan det konkluderes, at Carlsberg og peer-gruppens likviditetsrisiko og konkurssandsynlighed vil stige i takt med øget finansiell gearing. Den optimale kapitalstruktur er 100% egenkapital for hele perioden udelukkende baseret på maksimering af kreditværdighed.

Kreditanalysen giver dermed det modsatte resultat af rentabilitetsanalysen for Carlsbergs optimale kapitalstruktur. Fra et kredit-perspektiv, som søger at maksimere virksomhedens kreditværdighed, bør Carlsbergs kapitalstruktur bestå af 100% egenkapital. Efter rentabilitetsanalysen, som søger at maksimere virksomhedens rentabilitet, bør Carlsbergs kapitalstruktur bestå af 100% gæld. I det følgende inddrages risiko i betragtningen af den optimale kapitalstruktur for at finde et optimalt kompromis mellem de tre perspektiver.

12.3 Følsomhedsanalyse af risiko

Finansiel gearing har isoleret set to modsatrettede effekter på WACC. Den ene effekt skaber et større renteskatte-skjold, når den finansielle gearing øges, hvilket øger WACC. Den modsatrettede effekt får WACC til at falde, når den finansielle gearing øges, idet egenkapitalandelen mindskes. Da den ene effekt vil være større end den anden, vil det være denne effekt, som afgør, om WACC falder eller stiger – alt andet lige. WACC anvendes som risikomål for virksomhederne, og WACC ønskes at minimeres. Fra et risikoperspektiv søges den mindst mulige risiko, WACC for Carlsberg, og denne anses for at være den optimale kapitalstruktur.

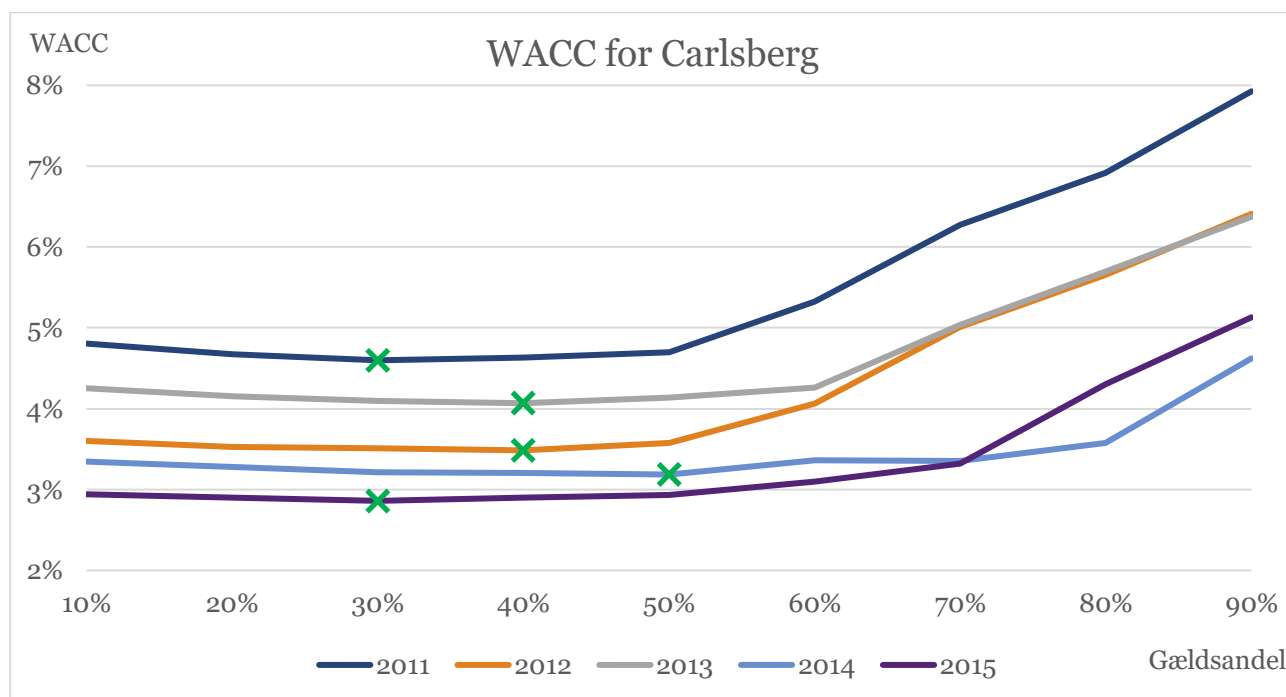
Af nedenstående tabel fremgår WACC for Carlsberg ved forskellige kapitalstrukturer. Den optimale kapitalstruktur for Carlsberg varierer i perioden med en gældsandel på mellem 30% og 50%, og giver en WACC på mellem 2,86% og 4,60%.

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	4,80%	3,60%	4,25%	3,35%	2,94%
20%	80%	0,25	4,67%	3,52%	4,15%	3,28%	2,90%
30%	70%	0,43	4,60%	3,51%	4,10%	3,22%	2,86%
40%	60%	0,67	4,63%	3,49%	4,07%	3,21%	2,90%
50%	50%	1,00	4,70%	3,58%	4,14%	3,19%	2,93%
60%	40%	1,50	5,33%	4,06%	4,27%	3,36%	3,10%
70%	30%	2,33	6,28%	5,02%	5,04%	3,36%	3,32%
80%	20%	4,00	6,92%	5,66%	5,70%	3,58%	4,31%
90%	10%	9,00	7,93%	6,41%	6,37%	4,62%	5,13%

Tabel 12.5. WACC for Carlsberg ved forskellige kapitalstrukturer. Egen tilvirkning.

Nedenstående graf illustrerer udviklingen i WACC for Carlsberg. Her ses, at WACC er svagt faldende ved lav finansiell gearing indtil et vist punkt, minimumspunktet, som er angivet med grøn baggrundsfarve i tabellen ovenfor, hvorefter WACC stiger. Efter minimumspunktet ses WACC for hele perioden at stige svagt, hvorefter kurven knækker, og hældningen bliver væsentlig større. Eksempelvis knækker WACC-kurven ved en gældsandel på 50% i 2011, hvorefter WACC gennemsnitligt vokser med 0,81 procentpoint. Fra minimumspunktet og frem til 50% gældsandel er stigningen i WACC væsentligt mindre, idet WACC gennemsnitligt stiger med 0,05 procentpoint. Denne udvikling skyldes ændringen i risikotillægget ved øget finansiell gearing. I 2011 går risikotillægget fra 1,75% til 2,25% ved en øgning af gældsandelen fra 40% til 50%, hvilket er en ændring på 0,5 procentpoint. Ved en øgning af gældsandelen fra 50% til 60% observeres en ændring på 2 procentpoint, idet risikotillægget går fra 2,25% til 4,25% i 2011. Det er dette spring i

risikotillægget, som kommer til udtryk i WACC i knækkene i kurverne. Det betyder at ved høj finansiel gearing, kræves der fra långivernes side en væsentlig større kompensation, i form af en øget risikopræmie på gælden, for at påtage sig større kreditrisiko. Udviklingen i risikopræmien er ikke proportional med finansiel gearing, da risikopræmien vokser mere ved høj finansiel gearing end ved lav finansiel gearing. Effekten og udviklingen fra risikotillægget afspejles i lånerenten, som også er stigende i takt med øget finansiel gearing. Først vil der ses en meget lille effekt på lånerenten ved øget finansiel gearing, hvorefter effekten vil stige ved høj finansiel gearing jf. bilag 14.



Figur 12.7. WACC som funktion af gældsandel for Carlsberg (bemærk at y-aksen starter ved 2% for at synliggøre forskellene i WACC). Egen tilvirkning.

Ud over de nævnte minimumspunkter for WACC, fremgår det også af ovenstående graf, at WACC for Carlsberg i det hele taget ikke er væsentligt påvirket af øget finansiel gearing ved gældsandele op til cirka 50% for hele perioden. Herefter observeres en større påvirkning i årene 2011-2012, mens gældsandelen skal øges til mere end henholdsvis 60% og 70% for at have en større effekt på WACC i årene 2013-2015.

Nedenstående tabel viser WACC for peer-gruppen ved forskellige kapitalstrukturer:

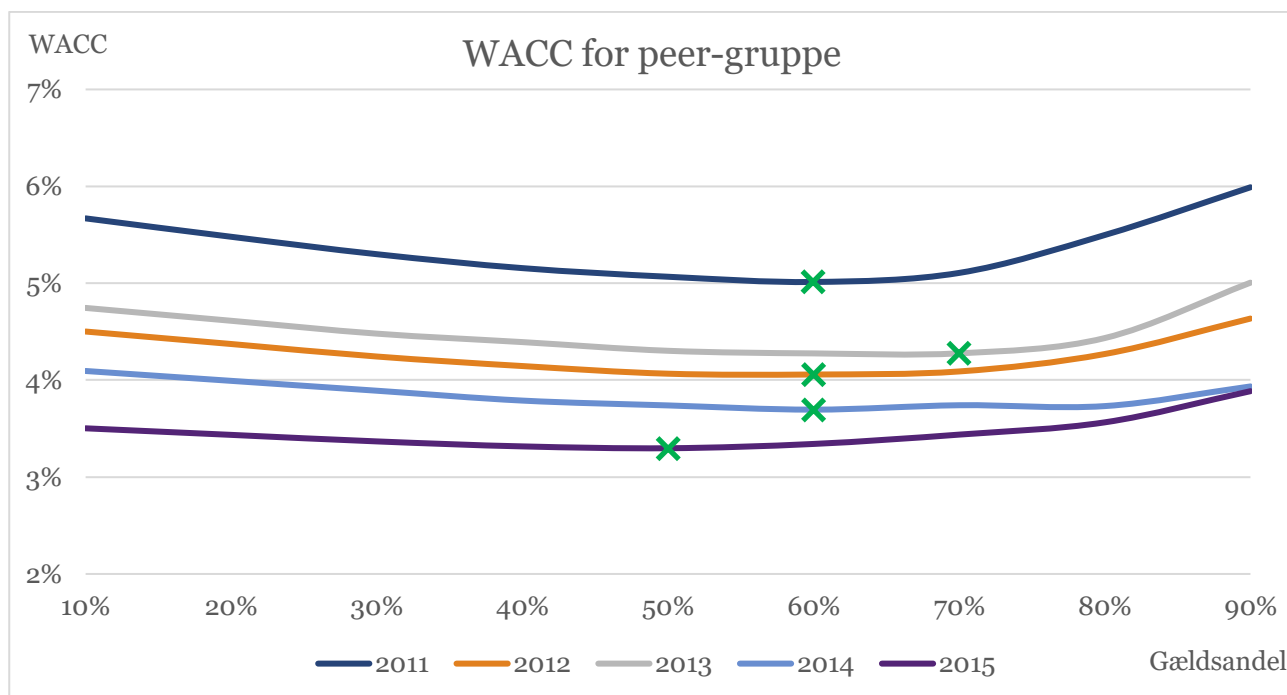
Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	5,67%	4,50%	4,75%	4,09%	3,50%
20%	80%	0,25	5,48%	4,37%	4,61%	3,99%	3,44%
30%	70%	0,43	5,30%	4,24%	4,48%	3,89%	3,37%
40%	60%	0,67	5,16%	4,15%	4,39%	3,79%	3,32%
50%	50%	1,00	5,07%	4,07%	4,30%	3,74%	3,30%
60%	40%	1,50	5,01%	4,06%	4,28%	3,70%	3,34%
70%	30%	2,33	5,11%	4,09%	4,28%	3,74%	3,44%
80%	20%	4,00	5,50%	4,27%	4,43%	3,73%	3,56%
90%	10%	9,00	5,99%	4,64%	5,01%	3,94%	3,89%

Tabel 12.6. WACC for peer-gruppen ved forskellige kapitalstrukturer. Egen tilvirkning.

Af tabellen fremgår det, at peer-gruppens optimale kapitalstruktur primært ligger på 60% gældsandel, svingende fra 50% i 2015 til 70% i 2013. Peer-gruppens relativt lavere WACC i 2014 og 2015 skyldes den lave risikofrie rente. Tilsvarende er peer-gruppens WACC højest i 2011, hvor den risikofrie rente er højest. Den risikofrie rente har altså stor indflydelse på størrelsen af WACC, men ikke på selve placeringen af minimums WACC-værdien i de enkelte år. Af den årsag vil minimumspunkterne for WACC få betydning ved vurdering af den optimale kapitalstruktur, mens størrelsen af WACC-værdien vil have mindre betydning.

Peer-gruppens optimale kapitalstruktur ligger ved en højere finansiel gearing end Carlsberg, med en gældsandel på 50-70%, hvilket resulterer i en WACC på 3,30-5,01%. Peer-gruppens WACC, ved den optimale kapitalstruktur, ligger tæt på Carlsbergs optimale WACC. Den største forskel i minimums WACC-værdi mellem Carlsberg og peer-gruppen er på 0,57% i år 2012. Carlsbergs minimale risiko er altså forholdsvis tæt på peer-gruppens, som er en smule højere. Det betyder, at det kræver større finansiel gearing for peer-gruppen end for Carlsberg at minimere risikoen.

Udviklingen i WACC for peer-gruppen ved finansiel gearing er illustreret i nedenstående figur. Her ses, at effekten af finansiel gearing er væsentlig mindre for peer-gruppen end for Carlsberg, hvor der sås en særligt stor effekt ved høj finansiel gearing. Peer-gruppens WACC ligger mere stabilt, og ændringer i finansiel gearing har mindre effekt på risikoen. I 2011 observeres den største effekt, hvor der fremkommer et knæk ved en gældsandel på 70%. Ændringen i WACC ved en forøgelse af gælden fra 70% til 80% er i år 2011 på 0,39%. I år 2013 er ændringen i WACC på 0,57% ved en gældsandel fra 80% til 90%. For Carlsberg var den største effekt på 1,05 ved en gældsandel gående fra 80% til 90% i 2014, mens en ændring samme år fra 70% til 80% gæld gav en effekt på 0,99%. Carlsbergs risiko er altså mere følsom og påvirkes i højere grad af ændringer i finansiel gearing end konkurrenternes.



Figur 12.8. WACC som funktion af gældsandel for peer-gruppen (bemærk at y-aksen starter ved 2% for at synliggøre forskellene i WACC). Egen tilvirkning.

Royal Unibrew har generelt lavest WACC-værdi uafhængigt af valg af kapitalstruktur i forhold til de øvrige virksomheder jf. bilag 14.2. Tilsvarende er udviklingen i effekten på WACC for Royal Unibrew også mindre. Dette er særligt tydeligt ved høj finansiel gearing, som ikke ses at have stor effekt på Royal Unibrews WACC, bortset fra i 2012 ved en gældsandel på 70%, hvor der observeres en effekt i WACC på 0,46 procentpoint ved en øgning på 10% i den finansielle gearing. Den optimale kapitalstruktur for Royal Unibrew er ved en gældsandel på 50% i år 2012, 2014 og 2015, ved en gældsandel på 80% i 2011 og på 90% i 2013. I 2013 er WACC stort set faldende i takt med finansiel gearing med kun et lille udsving fra 70% til 80% i gældsandelen, hvor WACC stiger fra 3,49% til 3,51%. Effekten fra renteskatteskjoldet overstiger altså kun den modsatrettede effekt af mindre kapitalandel ved en gældsandel på 80%. Det er forårsaget af et konstant risikotillæg på 0,75% ved en gældsandel på 0% til og med 70%. Risikotillægget stiger til 1,00% ved en gældsandel på 80% og igen til 1,10% ved en gældsandel på 90%. Årsagen til at WACC ikke fortsætter stigningen ved en gældsandel på 90% skyldes, at effekten af mindre egenkapitalandel er større end effekten af både stigende egenkapitalomkostninger og stigende fremmedkapitalomkostninger.

AB InBev har stor variation i WACC i de forskellige år. I 2015 ligger AB InBev med en WACC på mellem 2,86% og 3,42%. I 2015 er effekten af finansiel gearing meget lille, og der observeres en positiv effekt på WACC ved gældsandele op til 80%, hvorefter WACC øges ved højere finansiel gearing. I 2011 ligger WACC derimod på 5,76% til 7,06%. AB InBevs optimale kapitalstruktur i forhold til risiko, ligger i perioden 2011-2015 på 60-90% gældsandel. Spændet skyldes at AB InBevs WACC svinger meget i perioden fra 6,1% i 2011 til 3,0% i 2015.

Delkonklusion på følsomhedsanalyser

Med udgangspunkt i at den risikofrie rente har stor indflydelse på størrelsen af WACC, findes den optimale kapitalstruktur med vægt på den gældsandel, som har givet den minimale WACC. Beregningen af den optimale WACC er baseret på et vægtet gennemsnit i forhold til antal år med en bestemt gældsandel, hvor WACC er minimeret. Der søges ikke en eksakt optimal kapitalstruktur, da det er svært at sammenligne på tværs af de tre analyser. Derfor benyttes 10 procentpoint i interval i gælds- og egenkapitalandelen, og der afrundes til nærmeste 10 procentandel i gældsandel, ved vurdering af den optimale kapitalstruktur.

Effekten af finansiel gearing på risiko består af to modsatrettede effekter, som dels er en stigning i WACC som følge af øget renteskatteskjold og dels lavere WACC forårsaget af mindre egenkapitalandel. Den største af disse to effekter, bestemmer om WACC stiger eller falder ved øget finansiel gearing. Følsomhedsanalysen af WACC viste først en faldende og så en stigende WACC med et minimumspunkt, som ud fra den traditionelle tilgang er den optimale kapitalstruktur.

Carlsbergs optimale kapitalstruktur i forhold til risiko ligger på 30-50% i gældsandel, hvoraf gældsandelen i to år er på 30%, i to år på 40% samt i et enkelt år på 50%. Fra et risikoperspektiv giver det en optimal kapitalstruktur for Carlsberg på gennemsnitligt 40% gæld og 60% egenkapital. Peer-gruppens optimale kapitalstruktur i forhold til risiko ligger på 50-70% gældsandel, hvoraf gældsandelen i tre af årene er på 60%. Fra et risikoperspektiv giver det en optimal kapitalstruktur for peer-gruppen på gennemsnitligt 60% i gældsandel og 40% i egenkapitalandel. Carlsbergs optimale kapitalstruktur baseret på risiko er altså 20 procentpoint mindre gældsandel end peer-gruppen. Det hænger sammen med, at Carlsberg fortsat vil have mindre risiko end de øvrige virksomheder i bryggeribranchen. Effekten af finansiel gearing ses at være større for Carlsberg i forhold til peer-gruppen, idet der for peer-gruppen generelt ses at være en meget lille effekt af øget finansiel gearing på WACC.

Følsomhedsanalysen af rentabilitet viser, at finansiel gearing som forventet har en positiv effekt på egenkapitalforrentning, når afkastgraden er større end nettolånerenten. Spreadet skal være større end 1, for at finansiel gearing øger egenkapitalforrentningen, hvilket blev tydeliggjort i følsomhedsanalysen for Carlsberg i 2011. Peer-gruppens spread er større end 1 i hele perioden, hvorfor effekten af finansiel gearing medfører øget egenkapitalforrentning i alle år. Desuden ses, at lånerenten øges i takt med finansiel gearing. Det afspejler, at Carlsberg og peer-gruppen bliver mere risikofyldte ved højere gældsandele. Finansiel gearing har større effekt på egenkapitalforrentningen for peer-gruppen end for Carlsberg.

Ifølge følsomhedsanalysen af kreditværdighed påvirker finansiel gearing Carlsberg og peer-gruppens kreditværdighed i negativ retning. Kreditnøgletallet solvensgrad påvirkes mindst af finansiel gearing, mens effekten er større på rentedækningsgraden. Rentedækningsgraden viste dog, at Carlsberg kan have en gældsandel på op til 90%, med udgangspunkt i 2015-tal, førend det resulterer i høj likviditetsrisiko. Z-scoren viste, at Carlsberg med en gældsandel på op til 30% kan opnå lav konkurssandsynlighed, mens Carlsberg vil ligge på en moderat konkurssandsynlighed ved en gældsandel større end 30%, baseret på 2015-tal. Carlsberg ligger generelt med en højere konkurssandsynlighed og lavere rating end peer-gruppen ved de forskellige kapitalstrukturer.

13. Optimal kapitalstruktur

For at fastlægge Carlsbergs optimale kapitalstruktur i årene 2011-2015 inddrages følsomhedsanalyserne for rentabilitet, kreditværdighed og risiko, hvor det er ønskværdigt at maksimere rentabilitet og kreditværdighed, samt minimere risiko. Resultaterne for alle tre følsomhedsanalyser er samlet i tabellerne på næste side. Resultater markeret med blå indikerer, hvad der fandtes optimalt inden for de tre individuelle følsomhedsanalyser. Resultater markeret med rødt, anses for at være et uhensigtsmæssigt valg, idet disse resultater afspejler enten høj likviditetsrisiko, høj konkursrisiko eller en kreditvurdering med ”speculative grade”. Niveauerne for de forskellige nøgletal er beskrevet i afsnit 7.2. Der findes ikke et minimums-niveau for solvensgraden, som i stedet anbefales at sammenholdes med branche-benchmark, jf. afsnit 7.2. Solvensgraden sammenholdes derfor med gennemsnittet for peer-gruppen (afsnit 10.1), hvorefter en lavere solvensgrad end gennemsnittet for peer-gruppen, i pågældende år markeres med rødt som et uhensigtsmæssigt valg. De forskellige farver for Z-score indikerer lav konkursrisiko (grøn), gråzone (grå) og høj konkursrisiko (rød), jf. afsnit 7.2.

Den optimale kapitalstruktur for Carlsberg og for peer-gruppen bliver derefter dét niveau, som ikke indeholder et uhensigtsmæssigt valg i forhold til kreditværdighed, og som ligger så tæt på den minimale risiko som muligt. Da analyserne er udarbejdet på baggrund af 10%-stigning i gældsandelen, vil visse niveauer for solvensgraden være markeret med rødt, selvom niveauet ligger meget tæt på branche-benchmark’et. Derfor vil den optimale kapitalstruktur i nogle år indeholde en solvensgrad, som er markeret med rødt, da det vurderes, at solvensgraden i disse tilfælde ligger tilstrækkelig tæt på branche-benchmark’et. Det vurderes desuden uhensigtsmæssigt med en kredit rating liggende tæt på grænsen til ”speculative grade”, da kredit ratingen i følsomhedsanalyserne er beregnet på baggrund af Damodarans tabel (bilag 5), som kreditanalysen fandt er mindre konservativ end S&P’s kredit rating, jf. afsnit 10.3.

Rentabilitetsanalysen (afsnit 9) fandt, at egenkapitalforrentningen ikke påvirkes signifikant ved ændringer i kapitalstrukturen, men er i høj grad påvirket af afkastningsgraden og hermed overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, hvorfor den optimale kapitalstruktur i højere grad fastlægges på baggrund af god kreditværdighed samt risikominimering. Såfremt rentabiliteten kan øges væsentligt på bekostning af en kun lille øgning af risikoen og/eller kun lille nedgang i kreditvurdering, vurderes det for optimalt at vælge den højere rentabilitet.

Tabellerne på de følgende sider viser den optimale kapitalstruktur for Carlsberg og for peer-gruppen.

Carlsbergs optimale kapitalstruktur:

Carlsberg, 2015

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit				Risiko
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	5,9%	8,6%	0,60	35,27	AAA	3,52	2,94%
20%	80%	0,25	5,6%	9,3%	0,53	15,33	AAA	3,19	2,90%
30%	70%	0,43	5,3%	10,3%	0,47	9,04	AAA	2,96	2,86%
40%	60%	0,67	5,0%	11,4%	0,40	6,08	A+	2,78	2,90%
50%	50%	1,00	4,6%	12,9%	0,33	4,41	A	2,63	2,93%
60%	40%	1,50	4,3%	15,1%	0,27	3,36	A-	2,52	3,10%
70%	30%	2,33	4,0%	18,8%	0,20	2,65	BBB	2,42	3,32%
80%	20%	4,00	3,7%	26,7%	0,13	2,15	BB	2,34	4,31%
90%	10%	9,00	3,4%	62,4%	0,07	1,78	B+	2,28	5,13%

Carlsberg, 2014

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit				Risiko
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	4,6%	6,1%	0,63	43,68	AAA	3,12	3,35%
20%	80%	0,25	4,4%	6,7%	0,56	19,04	AAA	2,83	3,28%
30%	70%	0,43	4,2%	7,4%	0,49	11,25	AAA	2,62	3,22%
40%	60%	0,67	3,9%	8,2%	0,42	7,58	AA	2,47	3,21%
50%	50%	1,00	3,7%	9,3%	0,35	5,50	A+	2,35	3,19%
60%	40%	1,50	3,5%	10,9%	0,28	4,20	A-	2,26	3,36%
70%	30%	2,33	3,3%	13,6%	0,21	3,32	A-	2,18	3,36%
80%	20%	4,00	3,1%	19,3%	0,14	2,69	BBB	2,12	3,58%
90%	10%	9,00	2,9%	42,2%	0,07	2,23	BB	2,07	4,62%

Carlsberg, 2013

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit				Risiko
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	4,2%	6,7%	0,65	27,97	AAA	3,14	4,25%
20%	80%	0,25	3,9%	7,2%	0,58	12,35	AAA	2,78	4,15%
30%	70%	0,43	3,6%	7,8%	0,50	7,37	AA	2,54	4,10%
40%	60%	0,67	3,3%	8,4%	0,43	5,01	A	2,36	4,07%
50%	50%	1,00	3,0%	9,2%	0,36	3,66	A-	2,22	4,14%
60%	40%	1,50	2,7%	10,3%	0,29	2,81	BBB	2,12	4,27%
70%	30%	2,33	2,4%	11,9%	0,22	2,23	BB	2,03	5,04%
80%	20%	4,00	2,1%	15,1%	0,14	1,82	B+	1,96	5,70%
90%	10%	9,00	1,7%	26,9%	0,07	1,51	B	1,90	6,37%

Carlsberg, 2012

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit			Risiko	
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	4,1%	6,9%	0,64	24,23	AAA	2,93	3,60%
20%	80%	0,25	3,7%	7,4%	0,57	10,72	AAA	2,61	3,52%
30%	70%	0,43	3,4%	7,8%	0,50	6,41	A+	2,38	3,51%
40%	60%	0,67	3,0%	8,3%	0,43	4,36	A	2,22	3,49%
50%	50%	1,00	2,6%	8,9%	0,36	3,19	A-	2,10	3,58%
60%	40%	1,50	2,3%	9,6%	0,28	2,45	BBB	2,00	4,06%
70%	30%	2,33	1,9%	10,5%	0,21	1,95	B+	1,92	5,02%
80%	20%	4,00	1,6%	12,1%	0,14	1,59	B	1,86	5,66%
90%	10%	9,00	1,2%	17,2%	0,07	1,32	B-	1,80	6,41%

Carlsberg, 2011

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit			Risiko	
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	3,5%	7,0%	0,65	20,83	AAA	2,54	4,80%
20%	80%	0,25	3,1%	7,3%	0,58	9,22	AAA	2,31	4,67%
30%	70%	0,43	2,7%	7,7%	0,50	5,52	A+	2,15	4,60%
40%	60%	0,67	2,2%	8,1%	0,43	3,75	A-	2,04	4,63%
50%	50%	1,00	1,8%	8,4%	0,36	2,75	BBB	1,95	4,70%
60%	40%	1,50	1,4%	8,7%	0,29	2,11	BB	1,88	5,33%
70%	30%	2,33	1,0%	8,9%	0,22	1,68	B	1,82	6,28%
80%	20%	4,00	0,6%	8,9%	0,14	1,37	B-	1,78	6,92%
90%	10%	9,00	0,2%	6,7%	0,07	1,14	CCC	1,74	7,93%

Tabel 13.1. Optimal kapitalstruktur for Carlsberg år 2011-2015. Egen tilvirkning.

Peer-gruppens optimale kapitalstruktur:

Peer-gruppe, 2015

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit				Risiko
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	
10%	90%	0,11	10,0%	13,0%	0,63	58,40	AAA	5,48	3,50%
20%	80%	0,25	9,7%	14,2%	0,56	25,60	AAA	4,76	3,44%
30%	70%	0,43	9,4%	15,8%	0,49	15,20	AAA	4,28	3,37%
40%	60%	0,67	9,1%	17,8%	0,42	10,28	AAA	3,93	3,32%
50%	50%	1,00	8,7%	20,5%	0,35	7,49	AA	3,67	3,30%
60%	40%	1,50	8,4%	24,5%	0,28	5,73	A+	3,46	3,34%
70%	30%	2,33	8,1%	31,1%	0,21	4,54	A	3,29	3,44%
80%	20%	4,00	7,8%	45,0%	0,14	3,69	A-	3,16	3,56%
90%	10%	9,00	7,4%	99,4%	0,07	3,07	A-	3,04	3,89%

Peer-gruppe, 2014

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit				Risiko
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	
10%	90%	0,11	9,5%	11,6%	0,64	87,87	AAA	3,85	4,09%
20%	80%	0,25	9,2%	12,8%	0,57	38,31	AAA	3,38	3,99%
30%	70%	0,43	8,9%	14,3%	0,50	22,65	AAA	3,07	3,89%
40%	60%	0,67	8,7%	16,2%	0,43	15,26	AAA	2,85	3,79%
50%	50%	1,00	8,4%	18,8%	0,36	11,08	AAA	2,70	3,74%
60%	40%	1,50	8,2%	22,7%	0,28	8,45	AA	2,57	3,70%
70%	30%	2,33	7,9%	29,2%	0,21	6,68	AA	2,48	3,74%
80%	20%	4,00	7,7%	43,0%	0,14	5,42	A	2,40	3,73%
90%	10%	9,00	7,4%	96,0%	0,07	4,50	A	2,33	3,94%

Peer-gruppe, 2013

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit				Risiko
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	
10%	90%	0,11	8,3%	10,5%	0,64	62,53	AAA	3,41	4,75%
20%	80%	0,25	8,0%	11,5%	0,57	26,91	AAA	2,97	4,61%
30%	70%	0,43	7,6%	12,8%	0,50	15,75	AAA	2,70	4,48%
40%	60%	0,67	7,3%	14,3%	0,43	10,53	AAA	2,50	4,39%
50%	50%	1,00	7,0%	16,4%	0,36	7,60	AA	2,35	4,30%
60%	40%	1,50	6,7%	19,3%	0,28	5,77	A+	2,24	4,28%
70%	30%	2,33	6,4%	24,2%	0,21	4,54	A	2,15	4,28%
80%	20%	4,00	6,1%	34,4%	0,14	3,67	A-	2,08	4,43%
90%	10%	9,00	5,8%	73,2%	0,07	3,04	A-	2,02	5,01%

Peer-gruppe, 2012

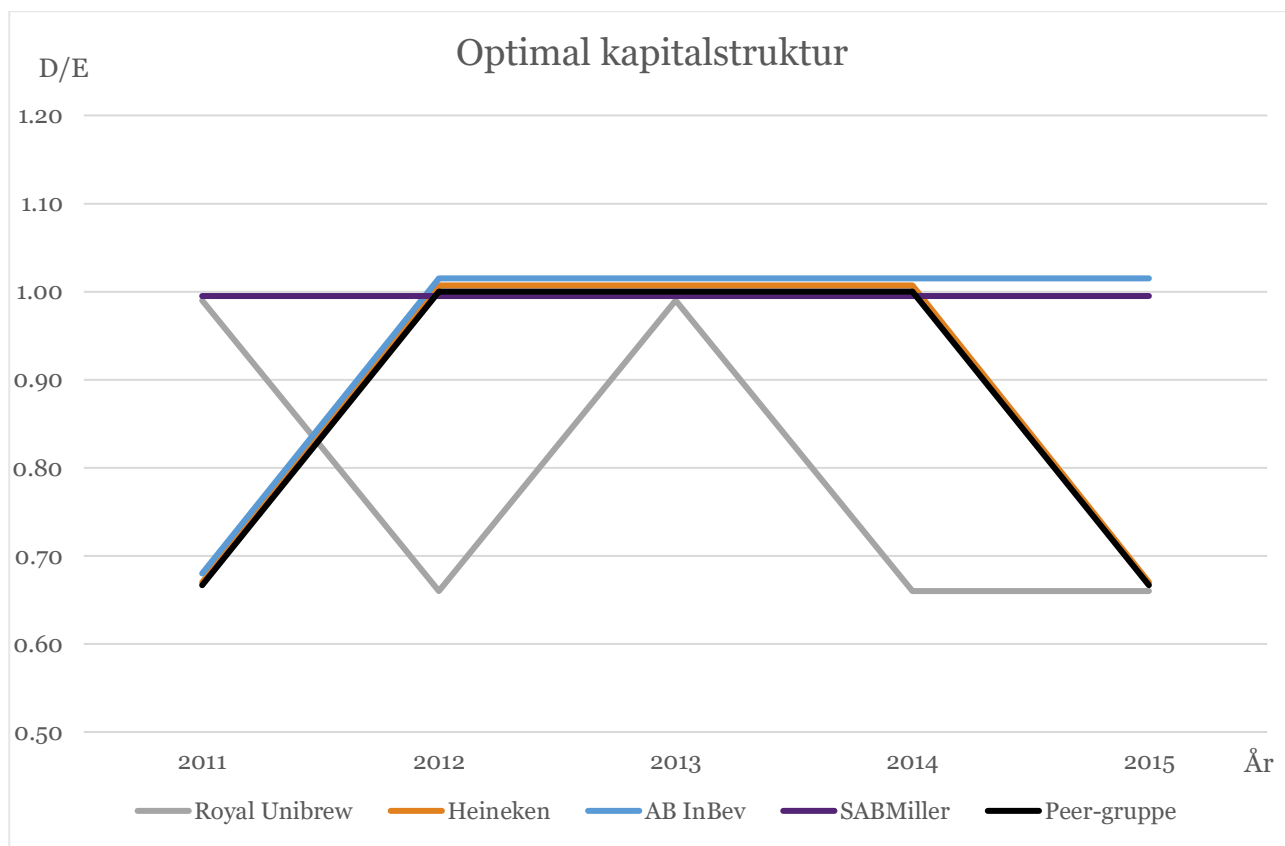
D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit				Risiko
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	10,0%	13,5%	0,62	54,37	AAA	3,50	4,50%
20%	80%	0,25	9,6%	14,7%	0,56	23,59	AAA	3,08	4,37%
30%	70%	0,43	9,2%	16,2%	0,49	13,89	AAA	2,80	4,24%
40%	60%	0,67	8,8%	18,1%	0,42	9,34	AAA	2,61	4,15%
50%	50%	1,00	8,4%	20,5%	0,35	6,77	AA	2,46	4,07%
60%	40%	1,50	8,0%	24,1%	0,28	5,16	A	2,35	4,06%
70%	30%	2,33	7,6%	29,9%	0,21	4,07	A-	2,26	4,09%
80%	20%	4,00	7,2%	42,0%	0,14	3,30	A-	2,18	4,27%
90%	10%	9,00	6,8%	88,7%	0,07	2,73	BBB	2,12	4,64%

Peer-gruppe, år 2011

D	E	D/E	Rentabilitet		Kredit				Risiko
			Spread	EKF	Solvensgrad	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	9,3%	12,9%	0,65	42,95	AAA	3,69	5,67%
20%	80%	0,25	8,8%	14,0%	0,58	18,76	AAA	3,24	5,48%
30%	70%	0,43	8,4%	15,3%	0,50	11,11	AAA	2,94	5,30%
40%	60%	0,67	7,9%	16,8%	0,43	7,50	AA	2,72	5,16%
50%	50%	1,00	7,4%	18,8%	0,36	5,45	A	2,57	5,07%
60%	40%	1,50	7,0%	21,7%	0,29	4,17	A-	2,44	5,01%
70%	30%	2,33	6,5%	26,1%	0,22	3,30	A-	2,35	5,11%
80%	20%	4,00	6,0%	34,9%	0,14	2,68	BBB	2,27	5,50%
90%	10%	9,00	5,6%	63,7%	0,07	2,22	BB	2,20	5,99%

Tabel 13.2. Optimal kapitalstruktur for peer-gruppen år 2011-2015. Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabellerne, er Carlsbergs optimale kapitalstruktur en gældsandel på 30-50% i årene 2011-2015, mens den optimale kapitalstruktur for peer-gruppen er en gældsandel på 40-50% i samme periode. Carlsberg og peer-gruppen har samme optimale kapitalstruktur i år 2014-2015, mens Carlsbergs optimale kapitalstruktur er 10% mindre gældsandel end peer-gruppen i år 2011-2013. Carlsbergs optimale kapitalstruktur følger udviklingen i branchens optimale kapitalstruktur dog liggende med en gældsandel på 10% lavere end branchen i år 2011-2013. Carlsbergs optimale kapitalstruktur anses derfor for konsistent med kapitalstrukturen i branchen. Nedenstående figur viser udviklingen i den optimale kapitalstruktur for den femårige periode for alle virksomhederne i peer-gruppen samt gennemsnittet for peer-gruppen. Her ses det, at alle virksomhederne i peer-gruppen ligger meget tæt på den gennemsnitlige optimale kapitalstruktur for den samlede peer-gruppe. Det indikerer, at der findes en generel optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen liggende på et D/E-forhold på 40-50% gældsandel.



Figur 13.1. Optimal kapitalstruktur for peer-gruppen år 2011-2015. Egen tilvirkning.

I følgende tabel sammenlignes Carlsbergs optimale kapitalstruktur med Carlsbergs historiske kapitalstruktur i årene 2011-2015.

Carlsberg	2011	2012	2013	2014	2015
Optimal kapitalstruktur	0,43	0,67	0,67	1,00	0,67
Historisk kapitalstruktur	0,48	0,49	0,52	0,72	0,77

Peer-gruppe	2011	2012	2013	2014	2015
Optimal kapitalstruktur	0,67	1,00	1,00	1,00	0,67
Historisk kapitalstruktur	0,63	0,64	0,84	0,69	0,64

Tabel 13.3. Optimal kontra historisk kapitalstruktur for Carlsberg og peer-gruppen. Egen tilvirkning.

Af tabellerne ses det, at Carlsberg i år 2011 havde en kapitalstruktur, som lå tæt på det optimale niveau, med en 5% højere gearing end det optimale niveau. I de følgende år 2012-2013 ændres Carlsbergs faktiske kapitalstruktur stort set ikke på trods af, at det optimale niveau var en 15-18% højere gearing. I år 2014-2015, hvor Carlsberg øgede gældsandelen væsentligt, jf. afsnit 8, var Carlsbergs faktiske kapitalstruktur i 2014 fortsat lavere end det optimale niveau, og stort set

svarende til det optimale niveau i år 2015 med en 10% højere gearing end det optimale niveau. At Carlsberg kun har foretaget en større ændring af kapitalstrukturen en enkelt gang i den femårige periode, kan begrundes i at ændringer i kapitalstrukturen medfører transaktionsomkostninger og sender signaler til investorerne, jf. afsnit 4.6. Øget gæld sender imidlertid positive signaler til investorerne, hvilket kan forklare at Carlsbergs historiske D/E-forhold har været stigende gennem hele perioden, og at det i år 2015 er højere end det optimale niveau.

Peer-gruppens faktiske kapitalstruktur lå meget tæt på det optimale niveau i år 2011 og 2015, mens den faktiske kapitalstruktur i 2012-2014 var en gældsandel på ca. 5-10% lavere end det optimale niveau.

På baggrund heraf konkluderes det, at Carlsbergs faktiske kapitalstruktur igennem den analyserede periode stort set har været svarende til det fundne optimale niveau i forhold til rentabilitet, kreditværdighed og risiko, og at Carlsberg har haft tilpasset kapitalstrukturen, når det optimale niveau ændredes. Desuden har Carlsbergs optimale D/E-forhold ligget meget tæt på det optimale niveau for peer-gruppen, hvilket forstærker indikationen om en generel kapitalstruktur i bryggeribranchen. I de efterfølgende afsnit analyseres kapitalstrukturen i andre sammenlignelige virksomheder uden for bryggeribranchen for at fastslå, om den generelle optimale kapitalstruktur kan tilskrives bryggeribranchen eller virksomhedstypen, jf. afsnit 5.2.

14. Analyse af generel optimal kapitalstruktur

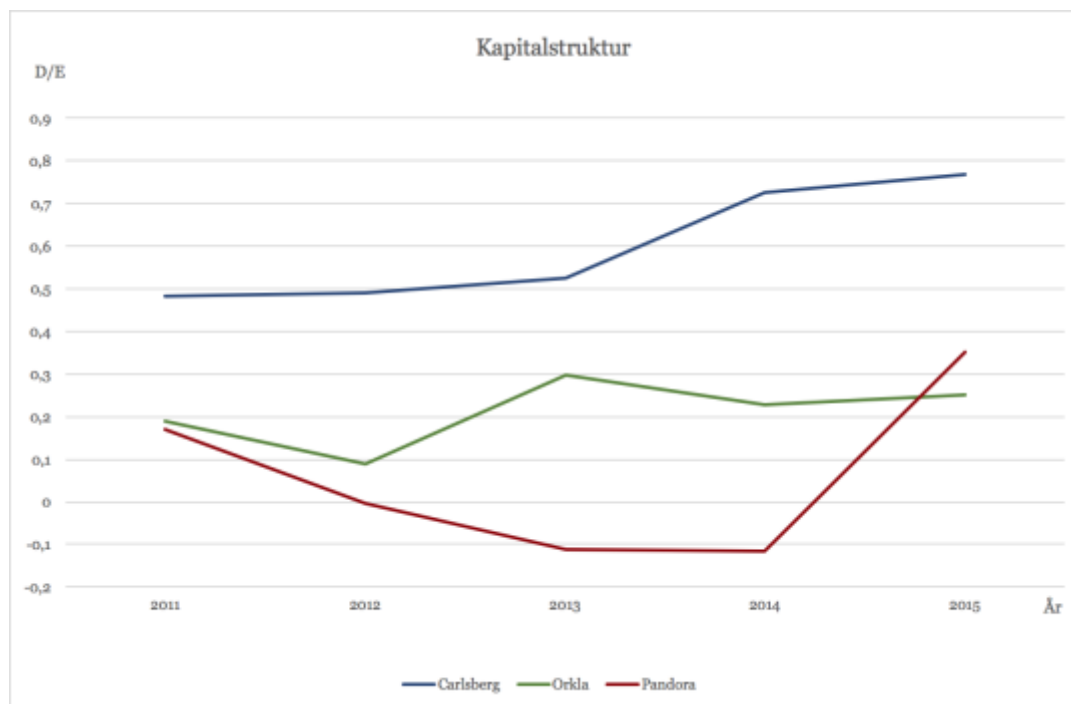
I følgende afsnit analyseres Carlsberg med to sammenlignelige virksomheder uden for bryggeribranchen. Carlsberg sammenlignes med norske Orkla, som befinder sig i branchen for fødevareproduktion, og danske Pandora, som befinder sig i smykke-/beklædningsbranchen. I den videre analyse anvendes beklædningsbranchen for Pandora, da smykkebranchen er en lille industri under beklædningsbranchen, og da Damodaran Online kategoriserer Pandora i beklædningsbranchen.

Analysen foretages for at undersøge, om virksomheder der ligner Carlsberg på blandt andet virksomhedstype, omsætning og markedsværdi har samme kapitalstruktur som Carlsberg, eller om niveauet for Carlsbergs kapitalstruktur er kan tilskrives bryggeribranchen.

Analysen opdeles i tre mindre analyser; rentabilitet-, kredit- og risikoanalyse. I hvert analyse-afsnit sammenholdes den historiske analyse med en følsomhedsanalyse, for at fastlægge den optimale kapitalstruktur inden for hvert af de tre perspektiver.

14.1 Rentabilitet

I nærværende afsnit belyses den historiske kapitalstruktur for Orkla og Pandora, og denne sammenholdes med Carlsbergs historiske kapitalstruktur. Herefter undersøges det historiske forhold mellem kapitalstruktur og rentabilitet, hvorefter der foretages en følsomhedsanalyse til undersøgelse af kapitalstrukturens effekt på rentabilitet inden for de to ”nye” brancher.



Figur 14.1. Historisk kapitalstruktur for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Figur 14.1 viser kapitalstrukturen for Carlsberg, Orkla og Pandora. Her er det tydeligt, at de tre virksomheder i den femårige periode har opereret med meget forskellige kapitalstrukturer, hvor Carlsberg har haft en væsentlig højere gældsandel end Pandora og Orkla igennem hele perioden, på trods af at de ligner hinanden på virksomhedstype, markedsandel og omsætning. Pandora har en noget speciel kapitalstruktur, idet Pandora i årene 2012-2014 har negativ rentebærende gæld. Dette skyldes dels, at Pandora har lav gæld i disse år, og dels at der har været store rentebærende aktiver i årene, særligt i år 2013-2014 hvor der har været store likvide beholdninger, hvorfor de rentebærende aktiver overstiger de rentebærende passiver (jf. bilag 3.6 reformulering Pandora). Det bemærkes at i år 2011 og 2015, hvor Pandora har positiv nettorentebærende gæld, ligger Pandoras D/E-forhold meget tæt på Orklas, hvorfor Orkla og Pandora kan synes at følge samme kapitalstruktur-niveau i "normale" år. Eftersom Pandora har negativ nettorentebærende gæld igennem en treårig periode, kan det dog synes værende "normalt" for Pandora med negativ netto rentebærende gæld, og dermed en kapitalstruktur som afviger væsentligt fra Orklas niveau. Det antages dog, at det ikke er normalt for Pandora at operere med negativ netto rentebærende gæld, da Pandora skriver i årsrapporten, at de stræber efter et positivt forhold mellem netto rentebærende gæld og EBITDA (Pandora Årsrapport, 2014; s. 88). Pandora og Orkla lader derfor til at følge samme niveau for D/E-forhold. Det bemærkes, at dette niveau afviger fra Carlsbergs kapitalstruktur gennem hele perioden.

Følgende tabel viser branche-gennemsnittet for kapitalstruktur inden for de tre forskellige industrier målt på henholdsvis europæisk og globalt niveau. Her ses det, at Pandora i år 2015 har stort set samme kapitalstruktur som den europæiske beklædnings-branchen, mens Pandora afviger markant fra branchen i år 2013-2014, hvor Pandora har negativ netto rentebærende gæld. Det ses desuden, at Orkla ikke følger niveauet for fødevareproduktions-branchen hverken på europæisk eller globalt niveau.

Gennemsnittet for beklædnings-branchen er en væsentlig lavere gearing end for bryggeri-branchen på både globalt og europæisk niveau. Derimod er det globale gennemsnit for bryggeri- og fødevareproduktion-branchen på stort set samme niveau, mens den europæiske bryggeri-branchen har en væsentligt højere gearing.

Industri	2013	2014	2015
Bryggeri, Global	0,66	0,64	0,65
Bryggeri, Europa	0,89	0,84	0,83
Carlsberg	0,52	0,72	0,77
Beklædning, Global	0,39	0,40	0,46
Beklædning, Europa	0,28	0,31	0,33
Pandora	-0,11	-0,12	0,35
Fødevareproduktion, Global	0,65	0,66	0,59
Fødevareproduktion, Europa	0,61	0,54	0,47
Orkla	0,30	0,23	0,25

Tabel 14.1. Europæisk og global kapitalstruktur i bryggeri-, beklædnings- og fødevareproduktions-branchen for 2013-2015. Kilde: Damodaran Online



Figur 14.2. Forholdet mellem EKF og D/E for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Forholdet mellem kapitalstruktur og rentabilitet illustreres i ovenstående figur. Her ses det, at udviklingen i EKF følger udviklingen i AG, som også var tilfældet i bryggeri-branchen, jf. afsnit 9. Pandoras negative D/E-forhold i år 2013-2014 havde negativ effekt på rentabiliteten, idet kurven for EKF ligger under kurven for AG. For Orkla ses det, at finansiell gearing havde negativ effekt på EKF i årene 2012-2014, idet kurven for AG ligger over EKF. Det skyldes, at Orklas netto lånerente i år 2012-2014 overstiger afkastningsgraden, hvorved spreadet bliver negativt.

EKF er stigende for Pandora i år 2013-2014 på trods af negativ gearing, og Orklas EKF falder i år 2013, på trods af stor øgning af gældsandelen i samme år. Der ses derfor ikke nogen signifikant effekt på rentabiliteten ved ændringer i kapitalstrukturen, hvilket også var gældende i bryggeri-branchen.

Følsomhedsanalysen for Orkla og Pandora bekræfter resultaterne fundet fra bryggeri-branchen; at jo mere gæld desto bedre for rentabiliteten. På nær i år 2012 for Pandora, hvor netto lånerenten er usædvanligt høj, hvilket medfører et negativt spread mellem netto lånerenten og afkastningsgraden ved øget gældsandel. Det samme er gældende for Orkla i år 2012-2014, hvor lånerenten også er meget høj i forhold til afkastningsgraden. For uddybende tabeller over resultaterne for følsomhedsanalysen

henvises til bilag 15.2 og beregning af egenkapitalforrentningen for Orkla og Pandora fremgår af bilag 15.1.

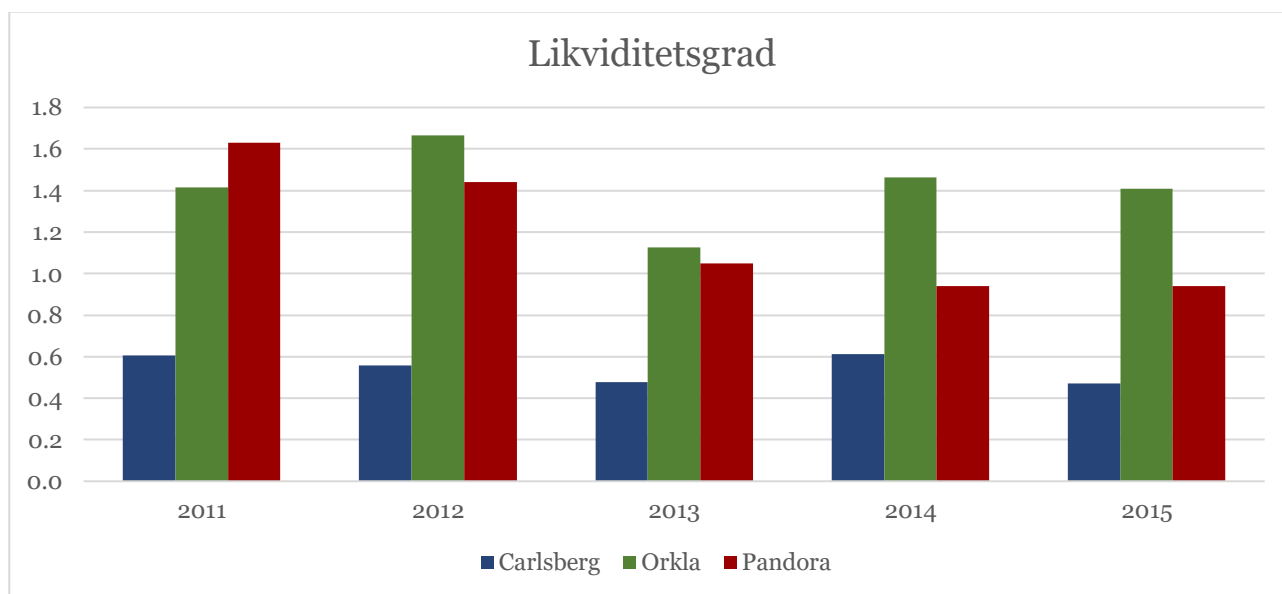
14.2 Kreditanalyse

I dette afsnit foretages en kreditanalyse af Orkla og Pandora for at kunne bestemme virksomhedernes kreditværdighed gennem perioden. Dernæst sammenholdes analysen med Carlsberg for at se om der er overensstemmelse. Til slut estimeres effekten af finansiel gearing på Orkla og Pandora til bestemmelse af den optimale kapitalstruktur fra et kreditperspektiv. Det belyses desuden, hvorvidt den optimale kapitalstruktur svarer til Carlsbergs optimale kapitalstruktur, som fra et kreditperspektiv er så lav en gæld som muligt. Bilag 15.3 viser udregninger til kreditanalysen for Orkla og Pandora.

Likviditetsgrad

Af nedenstående graf illustreres at likviditetsgraden svinger gennem årene for Orkla og Pandora. Eksempelvis har Orkla en høj likviditetsgrad i 2012, men en noget lavere i 2013. Det skyldes en stigning i omsætningsaktiver. Orkla har høje omsætningsaktiver i 2012 grundet posten ”aktiver bestemt for salg” på 13.740 mio. NOK, som i de efterfølgende år ligger på mellem 0 og 182 mio. NOK.

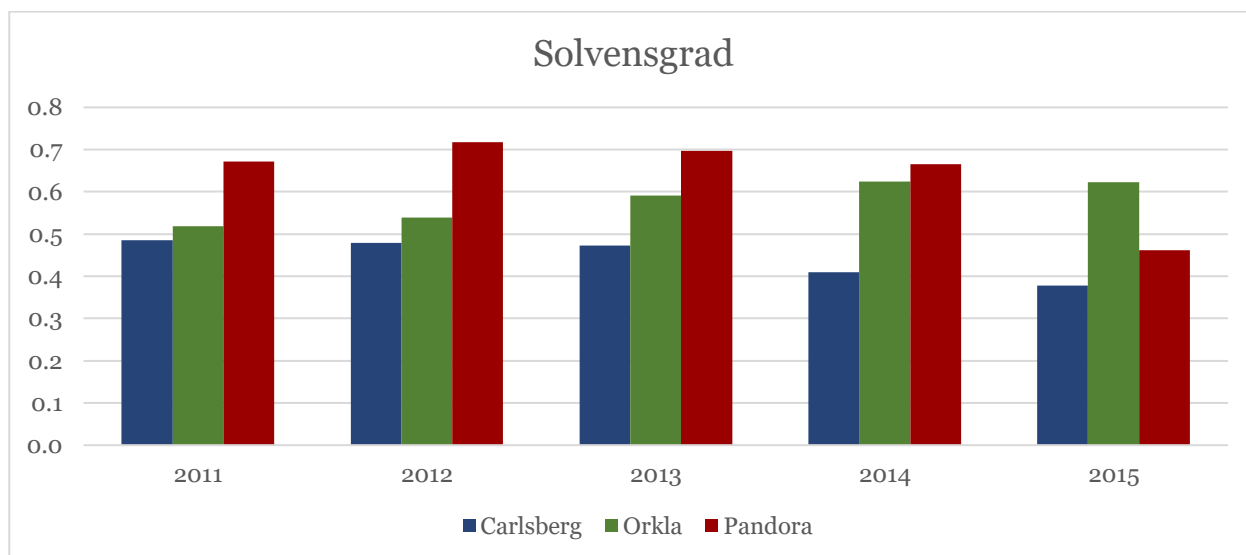
Pandoras likviditetsgrad er faldende fra 2011 til 2014. Både Pandoras omsætningsaktiver og kortfristede forpligtelser er stigende fra 2012 og frem. Forskellen imellem de to bliver dog mindre og mindre for hvert år, hvilket afspejles i den faldende likviditetsgrad. Carlsbergs likviditetsgrad ligger lavt i forhold til Orkla og Pandora, og Carlsberg vurderes derfor at have højere kortsigtet likviditetsrisiko end Orkla og Pandora. Idet ingen af virksomhederne har en likviditetsgrad højere end 2,0 i perioden, konkluderes det, at virksomhederne har en høj kortsigtet likviditetsrisiko.



Figur 14.3. Likviditetsgrad for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Solvensgrad

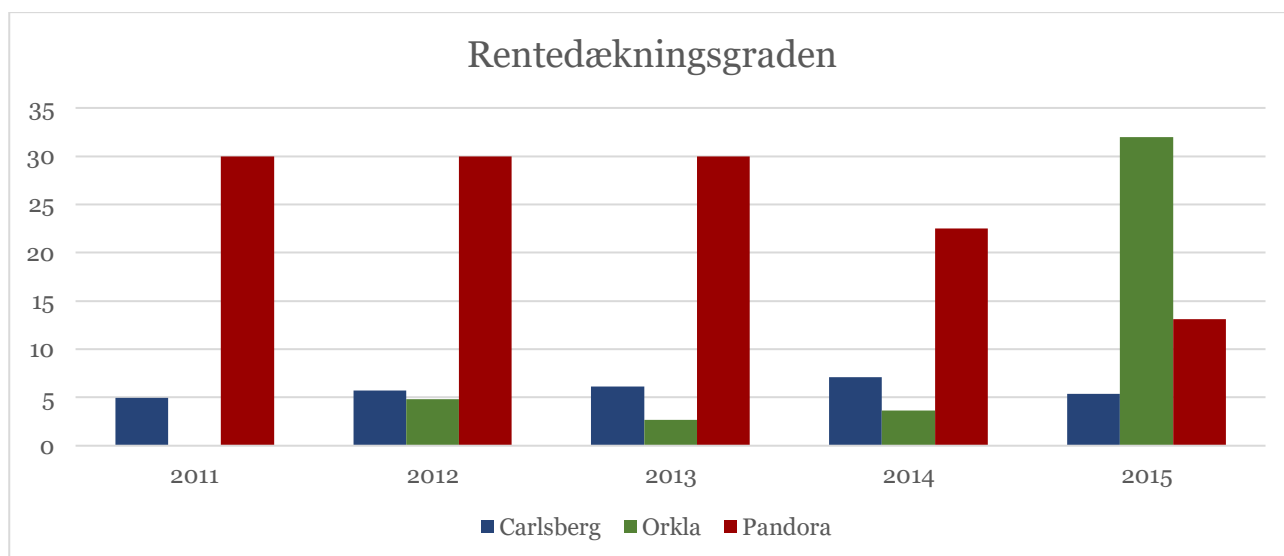
Solvensgraden for Carlsberg, Pandora og Orkla ligger forholdsvist stabilt gennem perioden. Pandora har den højeste solvensgrad frem til 2015, hvor Pandora overgås af Orkla. Orkla har generelt også en rimelig høj solvensgrad, mens Carlsbergs solvensgrad ligger i den lave ende. Udsvinget i Pandoras solvensgrad i 2015 skyldes primært en forøgelse i både kort- og langfristede aktiver. Stigningen i de kortfristede aktiver er primært relateret til immaterielle aktiver, mens stigningen i de langfristede aktiver skyldes en stigning i varebeholdninger.



Figur 14.4. Solvensgrad for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Rentedækningsgrad

Rentedækningsgraden for Carlsberg er langt mindre end rentedækningsgraden for Pandora i hele perioden, og langt mindre end rentedækningsgraden for Orkla i 2015. Nedenstående graf viser rentedækningsgraden for de tre virksomheder.



Figur 14.5. Rentedækningsgrad for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Pandora har negativ NLR i år 2011 og 2014, hvilket påvirker beregningerne i følsomhedsanalysen.

I år 2011 fremkommer den negative NLR som følge af, at Pandora har positiv netto finansielle omkostninger og samtidig positiv netto rentebærende gæld. Rentedækningsgraden sættes i 2011 til 30, for at illustrere at Pandora i dette år har en exceptionelt god rentedækningsgrad, som følge af positiv NFO, hvorved EBIT formår at dække NFO i usædvanligt høj grad. I følsomhedsanalysen sættes NLR til "N/A", da det ikke giver logisk mening at regne med en negativ rente. Logisk set burde NLR blive mindre negativ (gående mod positiv), som følge af øgede finansielle omkostninger ved øget gæld. Tilsvarende burde rentedækningsgraden mindskes i takt med øget gæld. I følsomhedsanalysen sættes NLR til "N/A" og rentedækningsgraden til 30 ved alle gælds niveauer, som følge af den positive NFO. Ved fastlæggelse af den optimale kapitalstruktur vil der ikke lægges vægt på rentedækningsgraden i dette år, da den ikke kan beregnes fyldestgørende.

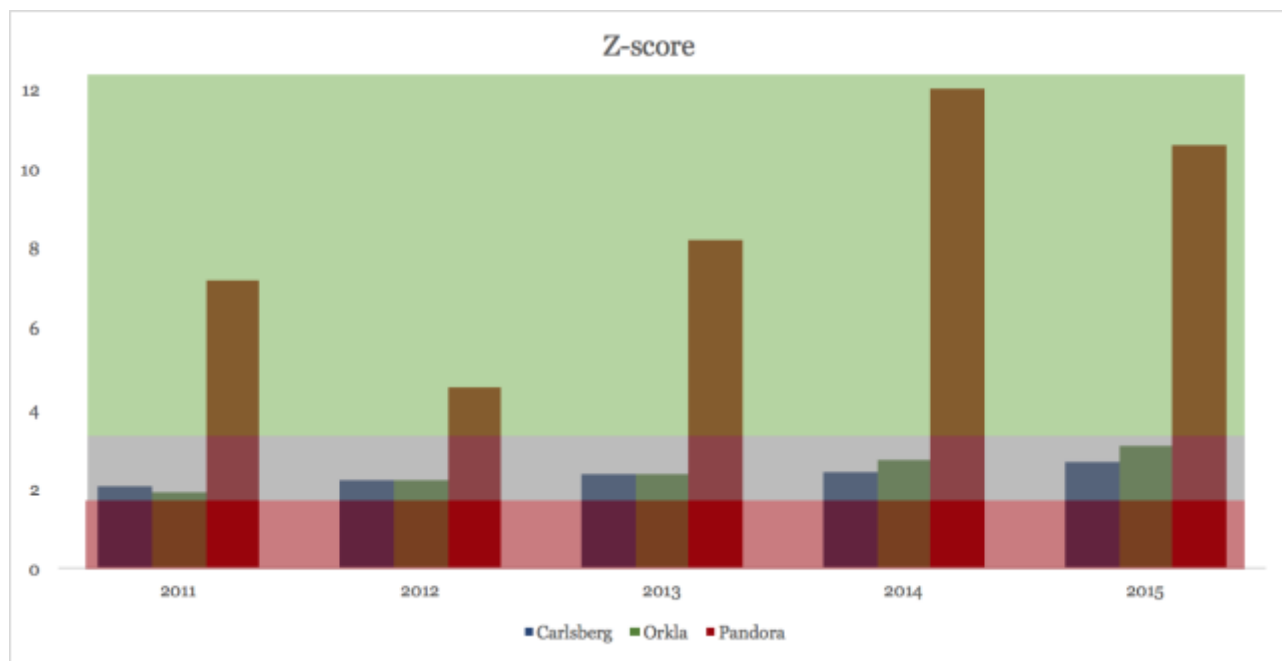
I år 2014 har Pandora ligeledes negativ NLR, men i dette år fremkommer den som følge af negative netto finansielle omkostninger og samtidig negativ netto rentebærende gæld. Pandora har negative netto finansielle omkostninger, selvom de samlet set har "plus på kontoen", som følge af store likvide beholdninger. Det må tillægges, at renten på gælden er væsentlig højere end renten på den likvide beholdning. Rentedækningsgraden i den historiske analyse beregnes ikke på baggrund af NLR, og her blev den beregnet til 22,51. I følsomhedsanalysen beregnes rentedækningsgraden imidlertid på baggrund af NLR. Da det ikke giver mening at regne med en negativ rente, sættes den til "N/A" i dette år. Logisk set burde renten blive positiv, da Pandora ikke vil fortsætte med "plus på kontoen" i takt med øget gæld, og dermed vil få positiv netto rentebærende gæld. I følsomhedsanalysen sættes NLR til "N/A", og rentedækningsgraden holdes konstant på 22,51, som er niveauet ved -13% gæld. Ved fastlæggelse af den optimale kapitalstruktur lægges ikke vægt på rentedækningsgraden i dette år, da den ikke kan beregnes fyldestgørende.

I år 2011 har Orkla negativ EBIT og negativ NLR. Den negative NLR fremkommer som følge af positive netto finansielle omkostninger og samtidig positiv netto rentebærende gæld. Sat på spidsen har Orkla fået renteindtægter ved at have større rentebærende passiver end aktiver. Dette giver ikke logisk mening, og det kommer til at påvirke følsomhedsanalysen. I følsomhedsanalysen sættes NLR derfor til "N/A", da det ikke giver mening at regne med en negativ rente. Da EBIT desuden er negativ i år 2011, sættes rentedækningsgraden til 0, selvom Orkla havde positiv NFO. Rentedækningsgraden viser, hvor mange gange EBIT formår at dække NFO. Med et negativt EBIT vil EBIT aldrig dække NFO, og selv ved positiv NFO "spiser" underskuddet fra EBIT de finansielle indtægter. Ved øgede gælds niveauer må det antages, at NFO vil blive mindre positiv (gående mod negativ), som følge af øgede finansielle omkostninger. Rentedækningsgraden holdes derfor konstant på 0 ved alle gælds niveauer for år 2011 i følsomhedsanalysen.

Der ses altså ikke at være en sammenhæng mellem rentedækningsgraden for Carlsberg og Pandora, mens Orkla og Carlsberg ligger på nogenlunde samme niveau i 2011-2014.

Z-score

Nedenstående graf for Z-score, viser at Orkla såvel som Carlsberg ligger i grå-zone i hele perioden, mens Pandora ligger i den grønne zone.



Figur 14.6. Z-score for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Pandoras høje Z-score skyldes en høj markedsværdi af egenkapitalen. Carlsberg og Orklas Z-score vurderes at ligge tæt, med en meget lille afvigelse i 2011, 2012 og 2013.

Kredit rating

Kredit ratingen er beregnet både via rentedækningsgraden og Damodarans omregningstabel, jf. bilag 5, men også via S&P's ratingmodel. I tabel 14.2 nedenfor illustreres resultaterne for begge kredit rating-beregninger.

Kredit ratingen baseret på rentedækningsgraden ligger for Carlsberg mellem A og AA, mens den for Orkla ligger mellem BBB og AAA, hvis der ses bort fra 2011, jf. afsnit om rentedækningsgrad. Pandora har den bedste kredit rating på AAA i hele perioden.

Kredit ratingen baseret på S&P's ratingmodel er mere konservativ end Damodarans omregningstabel, og det ses, at alle virksomhederne er ratet til en vurdering der ligger 1-2 ratings lavere end Damodarans. Det resulterer i, at både Carlsberg og Orkla ligger i kategorien "speculative grade" gennem hele perioden, på nær i år 2015 for Orkla, hvor der opnås "investment grade". Pandora bibeholder ratingen inden for "investment grade", og udskiller sig ved at have haft en markant bedre rating end Carlsberg og Orkla.

Rentedækningsgrad	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	4,96	5,69	6,15	7,07	5,40
Peer-gruppe	6,04	9,52	10,78	10,14	10,49
Orkla	0,00	4,80	2,65	3,62	31,99
Pandora	30,00	30,00	30,00	22,51	13,09

Rating iflg. rentedækningsgrad	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	A	A+	A+	AA	A
Peer-gruppe	A+	AAA	AAA	AAA	AAA
Orkla	D	A	BBB	A-	AAA
Pandora	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA

Tabel 14.2. Rentedækningsgrad og kredit rating baseret på rentedækningsgraden for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

S&P's ratingmodel	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	BB	BB	BB	BB	BB
Orkla	B	BB	BB	BB	A
Pandora	AA	AA	AA	AA	A

Tabel 14.3. Kredit rating baseret på S&P's ratingmodel for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Opsummering

På baggrund af kreditanalysen kan det konkluderes, at Carlsberg har den laveste kreditværdighed og at Pandora har den laveste konkurssandsynlighed, og dermed bedste kreditværdighed. Det baseres på den generelt bedste likviditetsgrad, rentedækningsgrad og Z-score. Orkla ligger midt mellem Carlsberg og Pandora. Hvis rentedækningsgrad og Z-score vægtes højest ved vurdering af kreditværdighed, ligger Orkla tæt på Carlsbergs vurdering. Hvis likviditetsgrad og solvensgrad derimod vægtes højest i vurderingen, ligger Orkla tættere på Pandoras vurdering.

I det følgende ses på ændringer i kreditværdigheden ved øget finansiel gearing via en følsomhedsanalyse af Carlsberg, Orkla og Pandora.

Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen viser som forventet, at der opnås bedst kreditværdighed ved så lav gældsandel som muligt, hvilket også var tilfældet for Carlsberg, jf. afsnit 12.2. Følsomhedsanalyserne for Orkla og Pandora er illustreret i tabellerne på næste side. Af tabellen for Pandora fremgår, at Pandora i år 2011 og 2014 har en AAA-rating uanset valg af kapitalstruktur, mens Orkla i 2011 har en D-rating uanset valg af kapitalstruktur. Som beskrevet i rentabilitetsanalysen ses der bort fra disse særlige år; 2011 og 2014 for Pandora og 2011 for Orkla, hvor følsomhedsanalyserne er påvirket af de negative netto lånerenter.

Orkla adskiller sig fra Pandora og Carlsberg ved at være meget følsom over for ændringer i kapitalstrukturen, hvilket er illustreret i tabellen på næste side. Her ses at Orkla opnår lav rentedækningsgrad, høj konkurssandsynlighed eller "speculative grade" ved gældsandele på mere end 10-20% i årene 2011-2014. Dette skyldes, at Orkla opererer med væsentligt højere NLR i forhold til Carlsberg og Pandora. Til fastlæggelse af Orklas optimale kapitalstruktur fra et kreditperspektiv, vil det derfor være uhensigtsmæssigt med en gældsandel på mere end 10-20% i 2011-2014.

Pandora ses også at være følsom over for ændringer i kapitalstrukturen i år 2012, hvilket også skyldes en meget høj NLR i dette år. Pandoras rating ses til gengæld at være god i 2013 og 2015 uanset kapitalstruktur. Den samlede vurdering er, at Carlsberg generelt har en bedre kredit rating end Orkla og Pandora ved ændringer i kapitalstrukturen, selvom der er enkelte år, hvor Orkla (år 2015) og Pandora (år 2013) havner i "investment grade" uanset valg af kapitalstruktur. Den optimale kapitalstruktur i forhold til kreditværdighed er for alle virksomheder en så lav gældsandel som muligt. Carlsbergs kreditværdighed er generelt mindre følsom end Orkla og Pandoras over for ændringer i kapitalstrukturen, og Carlsberg kan derfor tåle en højere gældsandel uden at havne i dårlig kreditvurdering.

Orkla

Kapitalstruktur			2011			2012			2013			2014			2015		
D	E	D/E	ICE	Rating	Z-score	ICE	Rating	Z-score	ICE	Rating	Z-score	ICE	Rating	Z-score	ICE	Rating	Z-score
10%	90%	0,11	0,00	D	3,14	3,88	A-	3,40	6,98	AA	3,92	7,32	AA	4,56	71,82	AAA	4,80
20%	80%	0,25	0,00	D	2,61	1,76	B+	2,89	3,13	A-	3,01	3,30	A-	3,39	32,31	AAA	3,63
30%	70%	0,43	0,00	D	2,25	1,08	CCC	2,53	1,89	B+	2,46	2,00	BB	2,70	19,58	AAA	2,91
40%	60%	0,67	0,00	D	1,99	0,75	CC	2,26	1,30	B-	2,08	1,38	B-	2,24	13,46	AAA	2,43
50%	50%	1,00	0,00	D	1,79	0,56	C	2,06	0,96	CCC	1,81	1,02	CCC	1,91	9,94	AAA	2,08
60%	40%	1,50	0,00	D	1,64	0,43	C	1,90	0,74	CC	1,60	0,79	CC	1,66	7,69	AA	1,82
70%	30%	2,33	0,00	D	1,51	0,35	C	1,77	0,59	C	1,44	0,63	C	1,47	6,15	A+	1,62
80%	20%	4,00	0,00	D	1,41	0,29	C	1,66	0,48	C	1,31	0,52	C	1,31	5,05	A-	1,45
90%	10%	9,00	0,00	D	1,32	0,24	C	1,57	0,40	C	1,20	0,43	C	1,19	4,22	A-	1,32

Pandora

Kapitalstruktur			2011			2012			2013			2014			2015		
D	E	D/E	ICE	Rating	Z-score	ICE	Rating	Z-score	ICE	Rating	Z-score	ICE	Rating	Z-score	ICE	Rating	Z-score
10%	90%	0,11	30	AAA	9,25	4,18	A-	5,04	38,73	AAA	8,85	22,51	AAA	13,31	40,56	AAA	20,52
20%	80%	0,25	30	AAA	6,94	1,92	B+	3,96	17,90	AAA	7,05	22,51	AAA	10,72	18,12	AAA	16,70
30%	70%	0,43	30	AAA	5,49	1,18	B+	3,28	11,10	AAA	5,80	22,51	AAA	8,85	10,92	AAA	14,02
40%	60%	0,67	30	AAA	4,50	0,82	CCC	2,80	7,78	AA	4,88	22,51	AAA	7,44	7,47	AA	12,03
50%	50%	1,00	30	AAA	3,78	0,61	C	2,45	5,84	A+	4,17	22,51	AAA	6,33	5,50	A+	10,49
60%	40%	1,50	30	AAA	3,23	0,48	C	2,18	4,58	A	3,61	22,51	AAA	5,44	4,24	A-	9,27
70%	30%	2,33	30	AAA	2,80	0,39	C	1,97	3,71	A-	3,16	22,51	AAA	4,70	3,38	A-	8,28
80%	20%	4,00	30	AAA	2,46	0,32	C	1,80	3,08	A-	2,78	22,51	AAA	4,09	2,77	BBB	7,46
90%	10%	9,00	30	AAA	2,17	0,27	C	1,66	2,60	BBB	2,46	22,51	AAA	3,57	2,31	BB+	6,77

Tabel 14.4. Følsomhedsanalyse af kreditværdighed for Orkla og Pandora år 2011-2015. Egen tilvirkning

14.3 Risikoanalyse

I risikoanalysen søges at få indblik i, om Carlsbergs historiske risiko ligner Orklas og Pandoras risiko. Desuden analyseres, om effekten af finansiell gearing er den samme for virksomhederne. Til slut bestemmes den optimale kapitalstruktur set fra et risikoperspektiv med det formål at vurdere, om der er sammenhæng mellem Carlsberg, peer-gruppens og andre lignende virksomheders optimale kapitalstruktur. Beregninger anvendt i risikoanalysen fremgår af bilag 15.3.

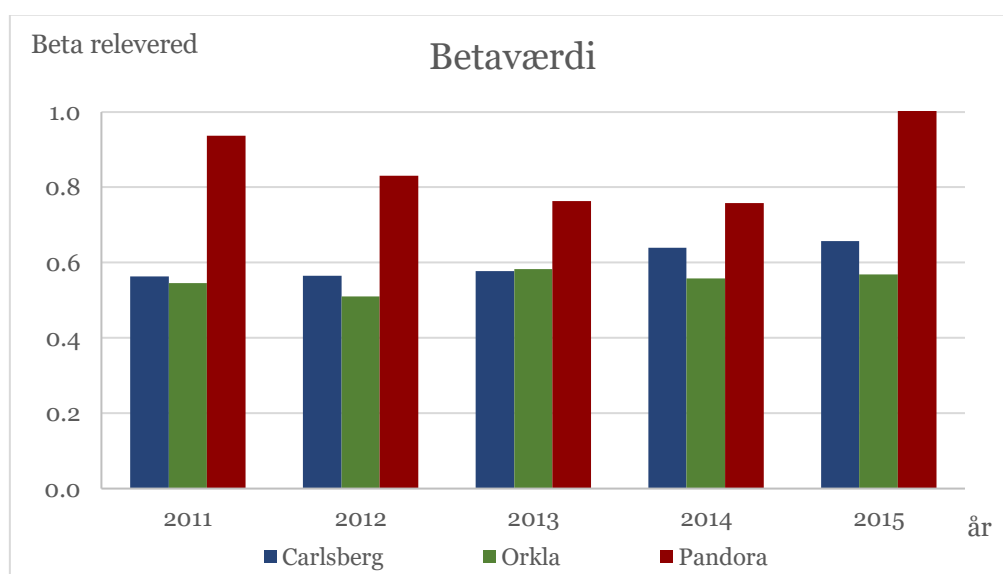
Af nedenstående tabel 14.5 for WACC fremgår det, at Carlsberg har den laveste WACC gennem hele perioden. Pandora har størst risiko og Orkla næststørst risiko gennem perioden.

WACC	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	4,6%	3,5%	4,1%	3,2%	2,9%
Orkla	5,8%	4,8%	5,2%	5,0%	4,0%
Pandora	6,9%	6,0%	7,2%	5,7%	5,0%

Tabel 14.5. Historisk WACC for Carlsberg, Orkla og Pandora, år 2011-2015. Egen tilvirkning.

Betaværdien viser, at Carlsberg, Pandora og Orkla har mindre risiko end markedsporteføljen, da betaværdierne er under 1. Betaværdien for Pandora ses desuden at være væsentlig højere end for de øvrige virksomheder. Den høje betaværdi afspejler, at Pandora er mere volatil og dermed har større svingninger i aktiekurser, hvilket giver en højere WACC. Alligevel har Pandora ikke den højeste WACC i 2015, hvor betaværdien ellers er størst. Det viser, at WACC også påvirkes af andre parametre.

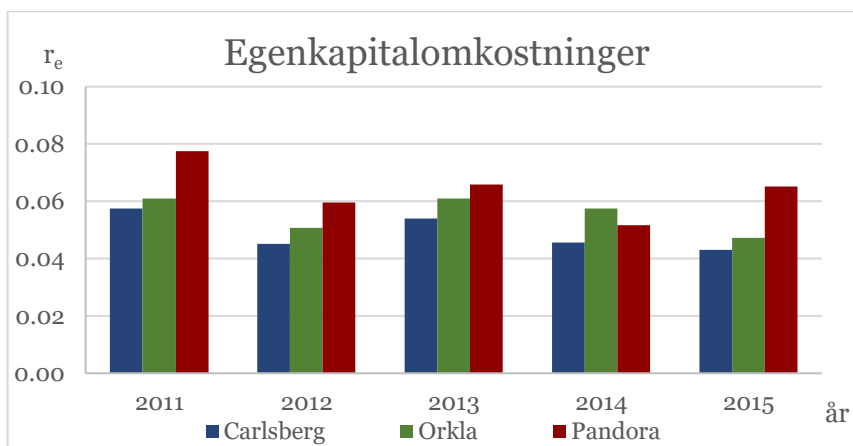
Orkla har den laveste betaværdi i hele perioden, bortset fra år 2013, hvor Carlsbergs betaværdi er en smule lavere.



Figur 14.7. Historisk betaværdi for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Egenkapitalomkostningerne bør følge samme trend som betaværdierne, hvis der skal være overensstemmelse med den positive sammenhæng mellem betaværdien og afkastkravet. Dette er imidlertid ikke tilfældet, da betaværdien falder flere steder, mens egenkapitalomkostningerne stiger,

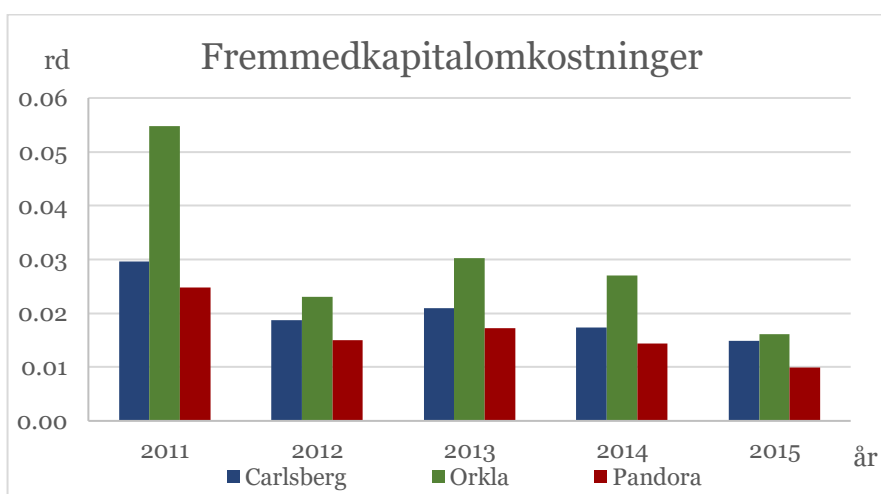
og omvendt. I hele perioden har Carlsberg lavest egenkapitalomkostninger, hvilket heller ikke stemmer overens med, at Carlsberg har lavest betaværdi kun i år 2013. Det tyder altså på, at Carlsbergs aktionærer kræver mindre i kompensation end Orklas aktionærer for at påtage sig mere risiko. Det fremgår derfor tydeligt, at de andre parametre, som har indflydelse på udviklingen i WACC, ligger i egenkapitalomkostningerne.



Figur 14.8. Historiske egenkapitalomkostninger for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Det bemærkes, at Carlsberg og Pandora har samme risikofrie rente, risikopræmie og skattesats, hvorfor det kun er betaværdien, som skaber en difference i egenkapitalomkostningerne imellem disse to virksomheder.

I den forudgående risikoanalyse mellem Carlsberg og peer-gruppen blev det konkluderet, at den risikofrie rente såvel som risikopræmien har stor indflydelse på egenkapitalomkostningerne. Dette kommer også til udtryk i nærværende analyse. Det ses eksempelvis i 2011 og 2013, hvor Carlsberg og Orkla har tæt på samme betaværdi men forskellige egenkapitalomkostninger. I 2013, hvor betaværdierne ligger tættest, har Orkla 0,9% mere i egenkapitalomkostninger end Carlsberg, hvilket er relateret til en højere risikofri rente for Orkla.

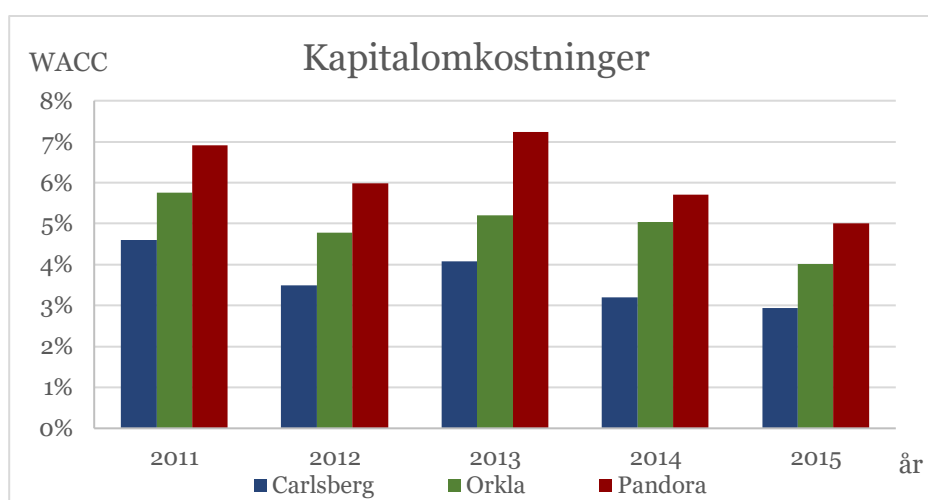


Figur 14.9. Historiske fremmedkapitalomkostninger for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Fremmedkapitalomkostningerne er generelt højere for Orkla end for Carlsberg og Pandora, særligt i 2011. Det skyldes, at Orkla har et højt risikotillæg i starten af perioden forårsaget af en lav rentedækningsgrad. Den lave rentedækningsgrad skyldes, at Orkla har en negativ EBIT på 5.586 mio. NOK, selvom der er netto finansielle indtægter på 3,518 mio. NOK. Den negative EBIT skyldes hovedsageligt høje lønomkostninger

Fremmedkapitalomkostningerne ligger på nogenlunde samme niveau for Carlsberg og Pandora i 2012 og 2015. Pandora har lavest fremmedkapitalomkostninger i hele perioden, og her ses igen, at forskellen i Carlsberg og Pandoras fremmedkapitalomkostninger udelukkende skyldes Pandoras lavere risikotillæg, idet Carlsberg og Pandora har samme risikofrie rente. Pandoras lave risikotillæg skyldes Pandoras høje rentedækningsgrad som følge af de positive netto finansielle omkostninger. Pandoras lave fremmedkapitalomkostninger vil have en positiv effekt på WACC.

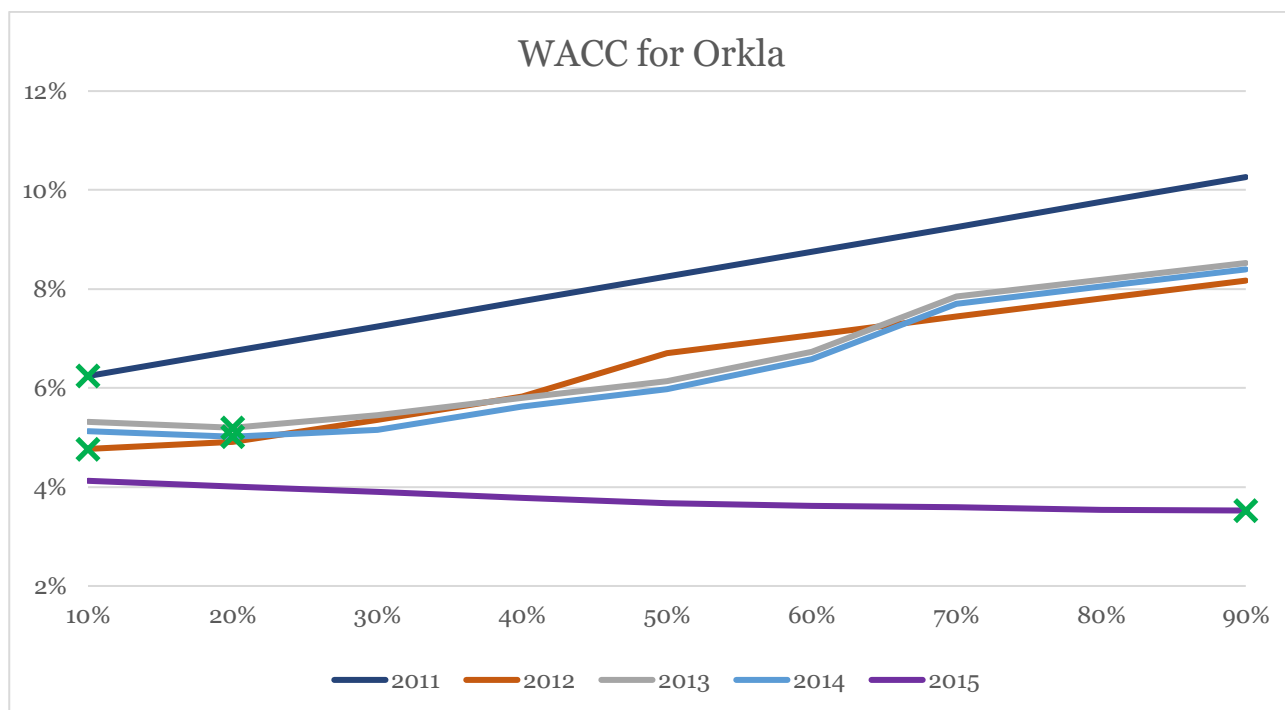
Nedenstående graf illustrerer kapitalomkostningerne, WACC. Det ses, at på trods af lave fremmedkapitalomkostninger har Pandora høje WACC-værdier, som følge af de høje betaværdier. Orklas kapitalomkostninger afspejler primært forskellen i risikofri rente og risikopræmier mellem Danmark og Norge. Samlet set vurderes det, at Pandora i perioden har den største risiko, mens Carlsberg har den laveste risiko.



Figur 14.10. Historiske kapitalomkostninger for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Udviklingen i WACC varierer for Carlsberg, Orkla og Pandora ved øget finansiell gearing. Carlsbergs WACC påvirkes kun lidt negativt ved lave gældsandele, mens høj finansiell gearing har en stor positiv effekt på WACC. For Orkla forøges risikoen ved øget finansiell gearing i 2011 og 2012, hvorefter Orklas minimums WACC findes ved en gældsandel på 10%. Dette er også gældende for år 2013 og 2014, her er minimums WACC dog ved en gældsandel på 20%. Tabeller for følsomhedsanalysen af WACC fremgår af bilag 15.5.

I 2015 mindskes Orklas WACC ved øget finansiell gearing, hvorefter minimums risikoen er en gældsandel på 90%. Dette skyldes overordnet set, at effekten af renteskatteskjoldet overstiger effekten af øget egenkapitalforrentning. Kigges der dybere på årsagssammenhængen ses det, at den meget lave WACC i 2015 skyldes en usædvanligt høj rentedækningsgrad. Denne opstod på baggrund af en høj EBIT og meget lave nettofinansielle omkostninger. Det resulterer i, at Orkla i 2015 har næsten konstante fremmedkapitalomkostninger på ca. 2% uanset gældsandel.

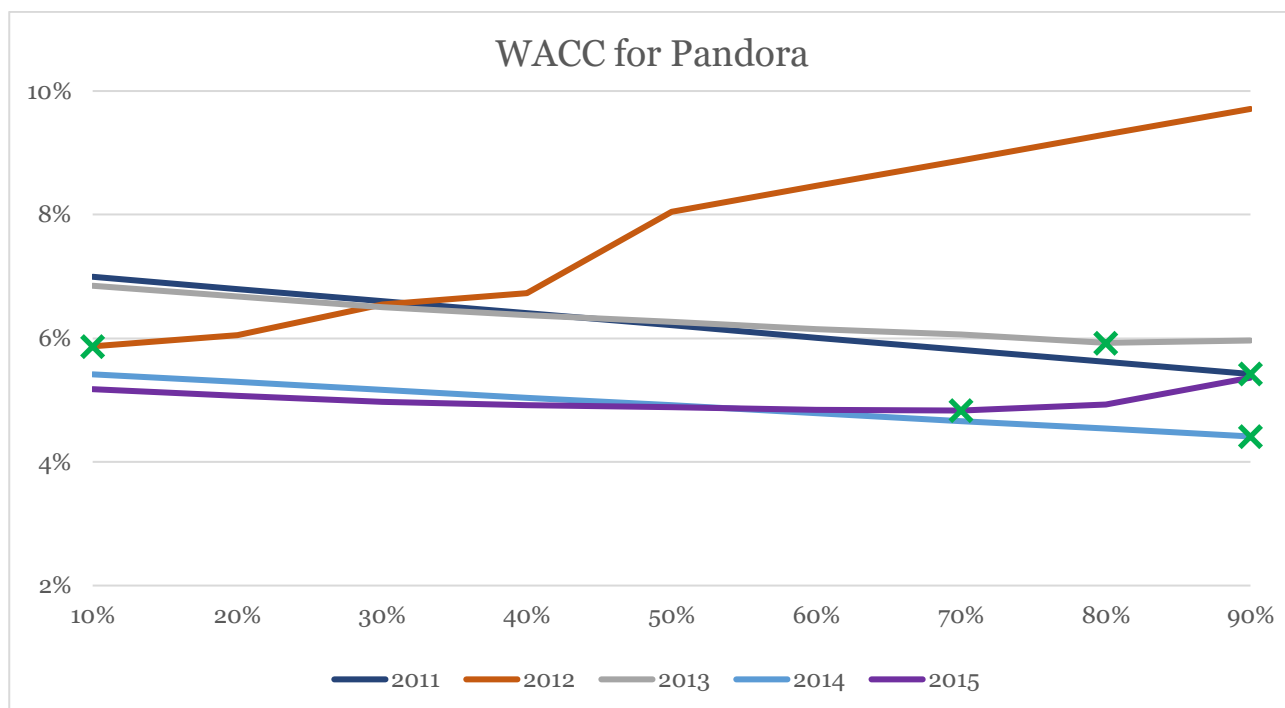


Figur 14.11. WACC som funktion af gældsandel for Orkla. Egen tilvirkning.

Effekten af ændringer i finansiell gearing ses at være størst i 2013 og 2014, ved en gældsandel gående fra 60% til 70%, hvilket medfører en stigning i WACC på 1,12% i begge år. I 2015 er effekten af finansiell gearing generelt lavest og ligger på -0,02% til -0,11% ved en 10 procentpoint stigning i finansiell gearing.

Pandora har ligesom Orkla en faldende WACC i 2015, og den mindste WACC er ved en gældsandel på 90%. I 2012 er den mindste WACC derimod ved en gældsandel på 10%.

Effekten i WACC er konstant for Pandora i 2011 og 2014 ved ændringer i den finansielle gearing. Det skyldes, at fremmedkapitalomkostningerne er konstante på grund af den usædvanlige rentedækningsgrad i de to år. Den største effekt ses i 2012 og er på 1,31%, hvilket fremgår af nedenstående graf og er illustreret ved et knæk.



Figur 14.12. WACC som funktion af gældsandel for Pandora. Egen tilvirkning.

Effekten af ændringer i finansiell gearing ses altså både at være positiv og negativ på WACC for Orkla og Pandora, mens den for Carlsberg udelukkende er positiv. Årsagen er at effekten af renteskatteskjoldet ved finansiell gearing overstiger effekten af forøgelsen i afkastkrav. Der ses ikke at være en sammenhæng mellem Carlsberg, Orkla og Pandora i udviklingen og/eller effekten af finansiell gearing på WACC.

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	6,24%	4,77%	5,32%	5,13%	4,13%
20%	80%	0,25	6,74%	4,91%	5,20%	5,02%	4,01%
30%	70%	0,43	7,25%	5,36%	5,45%	5,16%	3,90%
40%	60%	0,67	7,75%	5,83%	5,80%	5,63%	3,78%
50%	50%	1,00	8,25%	6,71%	6,14%	5,98%	3,67%
60%	40%	1,50	8,75%	7,08%	6,73%	6,58%	3,62%
70%	30%	2,33	9,26%	7,44%	7,85%	7,71%	3,59%
80%	20%	4,00	9,76%	7,81%	8,19%	8,05%	3,54%
90%	10%	9,00	10,26%	8,17%	8,53%	8,40%	3,53%

Tabel 14.6. WACC som funktion af gældsandel for Orkla. Egen tilvirkning.

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	7,00%	5,87%	6,85%	5,42%	5,17%
20%	80%	0,25	6,80%	6,05%	6,68%	5,29%	5,07%
30%	70%	0,43	6,60%	6,55%	6,50%	5,17%	4,97%
40%	60%	0,67	6,41%	6,74%	6,37%	5,04%	4,92%
50%	50%	1,00	6,21%	8,05%	6,27%	4,91%	4,88%
60%	40%	1,50	6,01%	8,47%	6,15%	4,79%	4,84%
70%	30%	2,33	5,82%	8,88%	6,06%	4,66%	4,83%
80%	20%	4,00	5,62%	9,30%	5,93%	4,54%	4,93%
90%	10%	9,00	5,42%	9,71%	5,97%	4,41%	5,36%

Tabel 14.7. WACC som funktion af gældsandel for Pandora. Egen tilvirkning.

Ovenstående to tabeller illustrerer den optimale kapitalstruktur for Orkla og Pandora i hvert år set fra et risikoperspektiv, altså med den lavest mulige risiko. Orkla ligger primært med en gældsandel på 10-20% selvom der i 2015 observeres en helt modsat optimal kapitalstruktur på 90% gæld. En næsten tilsvarende konklusion gælder for Pandora. Pandoras optimale kapitalstruktur er hovedsageligt ved meget høje gældsandele, hvis der ikke lægges vægt på de misvisende resultater for 2011 og 2014, på nær i år 2012, hvor den minimale risiko findes ved 10% gældsandel. Der findes derfor ikke et generelt interval for optimal kapitalstruktur for perioden for Orkla og Pandora, hvilket var gældende for Carlsberg, hvor intervallet lå på 30-50% gæld.

Delkonklusion på rentabilitet-, kredit- og risikoanalyse

Ovenstående analyser viser, at den historiske kapitalstruktur har været meget forskellig i de tre virksomheder, og at Carlsberg har opereret med en væsentlig højere gearing end Pandora og Orkla. Pandora har opereret med en usædvanlig kapitalstruktur i årene 2012-2014, hvor der var negativ netto rentebærende gæld. Pandoras D/E-forhold lå imidlertid tæt på Orklas i år 2011 og 2015, hvor Pandora ikke havde negativ netto rentebærende gæld. Rentabilitetsanalysen viste, at finansiell gearing generelt havde en positiv effekt på rentabiliteten på nær i visse år, hvor Pandora og Orkla har opereret under høje lånerenter, hvilket medførte et negativt spread mellem AG og NLR. Følsomhedsanalysen for Orkla og Pandora bekræfter resultaterne fra bryggeri-branchen; at jo mere gæld desto bedre for rentabiliteten. På nær i år 2012 for Pandora, hvor netto lånerenten er usædvanligt høj. Det samme er gældende for Orkla i år 2012-2014.

Kreditanalysen viste, at Carlsberg historisk har haft den laveste kreditværdighed, mens Pandora havde den laveste konkurssandsynlighed, og dermed bedste kreditværdighed. Pandoras gode kreditværdighed baseres på den generelt bedste likviditetsgrad, rentedækningsgrad og Z-score. Ved ændringer i kapitalstrukturen opnås der bedst kreditværdighed ved så lav gældsandel som muligt. Orkla og Pandora er dog i visse år følsomme over for ændringer i kapitalstrukturen. Her opnår Orkla og Pandora lav rentedækningsgrad, høj konkurssandsynlighed eller "speculative grade" ved gældsandele på mere end 10-20%. Den optimale kapitalstruktur i forhold til kreditværdighed er derfor for alle virksomheder en så lav gældsandel som muligt. Carlsbergs kreditværdighed er generelt

mindre følsom end Orklas og Pandoras over for ændringer i kapitalstrukturen, og Carlsberg kan derfor tåle en højere gældsandel uden at havne i dårlig kreditvurdering.

Set fra et risikoperspektiv er den optimale kapitalstruktur forskellig i de tre virksomheder. Orklas minimums WACC findes primært ved gældsandele på 10-20%, mens Pandoras minimums WACC primært findes ved gældsandele på 70-80%. Både Pandora og Orkla har dog et enkelt år, henholdsvis 2012 og 2015, med modsatte resultater. Carlsbergs minimums WACC findes midt imellem Pandoras og Orklas ved gældsandele på 30-50%.

I det følgende fastlægges Pandora og Orklas optimale kapitalstruktur på baggrund af ovenstående analyser.

14.4 Optimal kapitalstruktur for Orkla og Pandora

I nærværende afsnit sammenlignes Carlsbergs optimale kapitalstruktur med den optimale kapitalstruktur hos Pandora og Orkla.

Den optimale kapitalstruktur hos Pandora og Orkla fastlægges på baggrund af følsomhedsanalyserne af rentabilitet, kreditværdighed og risiko, hvor det tilstræbes at maksimere rentabilitet og kreditværdighed, samt minimere risiko.

Den optimale kapitalstruktur for Pandora og Orkla vurderes at være dét niveau, som ikke indeholder et u hensigtsmæssigt valg i forhold til kreditværdighed, og som ligger så tæt på den minimale risiko som muligt. Solvensgraden er udeladt i vurderingen af optimal kreditværdighed, da der ikke er foretaget et branche-benchmark. Rentabilitetsanalysen (afsnit 9) viste, at egenkapitalforrentningen ikke påvirkes signifikant ved ændringer i kapitalstrukturen, men er i høj grad påvirket af afkastningsgraden, og hermed overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Derfor fastlægges den optimale kapitalstruktur i højere grad på baggrund af god kreditværdighed samt risikominimering. Såfremt rentabiliteten kan øges væsentligt på bekostning af en kun lille øgning af risikoen og/eller kun lille nedgang i kreditvurdering, vurderes det for optimalt at vælge den højere rentabilitet.

Som tidligere beskrevet har Pandora negativ netto lånerente i år 2011 og 2014, hvilket også er gældende for Orkla i år 2011, jf. afsnit 14.2. Den negative netto lånerente påvirker alle tre følsomhedsanalyser, og der kan derfor ikke foretages en fyldestgørende vurdering af den optimale kapitalstruktur i disse år. Pandoras optimale kapitalstruktur vurderes derfor at være 50/50 i D/E-forhold i 2011 og 2014. Orklas optimale kapitalstruktur vurderes at være så lidt gæld som muligt i 2011, på grund af deres negative resultat af den primære drift i dette år.

Følsomhedsanalysen for rentabilitet bekræftede resultaterne fundet i bryggeri-følsomhedsanalysen, nemlig at øget finansiel gearing maksimerer egenkapitalforrentningen, så længe netto lånerenten ikke overstiger afkastningsgraden. Orkla opererede i 2012-2014 under en høj netto lånerente, hvorfor det ikke er optimalt i forhold til rentabilitet for Orkla at øge gældsandelen i disse år, da spreadet mellem afkastningsgraden og netto lånerenten bliver negativt. Det samme var gældende for Pandora i år 2012.

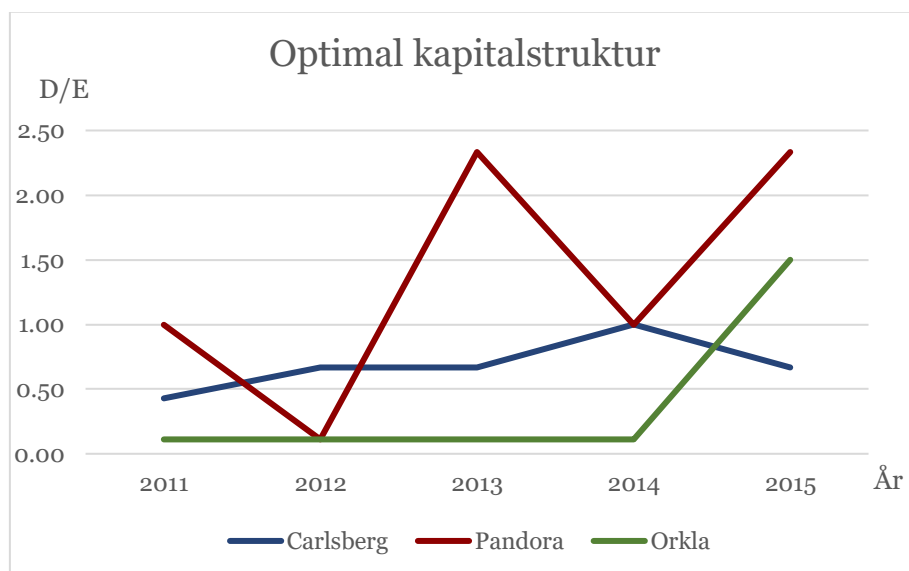
Følsomhedsanalysen for kreditværdighed fandt, at Carlsberg generelt har en bedre kredit rating end Pandora og Orkla ved ændringer i kapitalstrukturen, hvor Orkla i år 2012-2014 havner i ”speculative grade” ved selv lave gældsandele. Det samme er gældende for Pandora i år 2012.

Følsomhedsanalysen for risiko konkluderede, at der var stor forskel på hvilken gældsandel, der udløser minimal risiko for de tre virksomheder. For Orkla findes den minimale risiko generelt ved 10-20% gældsandel, dog med undtagelse af år 2015, hvor den minimale risiko lå på 90% gældsandel. Den tilsvarende analyse af Pandora gav stort set modsatte resultater. Pandoras minimale risiko findes hovedsageligt ved meget høje gældsandele, hvis der ikke lægges vægt på de misvisende resultater for år 2011 og 2014, på nær i år 2012, hvor den minimale risiko findes ved 10% gældsandel. Der findes derfor ikke et generelt interval for optimal kapitalstruktur for Pandora i perioden, hvilket var gældende for Carlsberg, hvor intervallet lå på 30-50% gæld.

På baggrund af de tre følsomhedsanalyser vurderes det optimale kompromis mellem rentabilitet, kreditværdighed og risiko for Orkla og Pandora at være som følger. Nedenfor illustreres den optimale kapitalstruktur igennem hele perioden for Carlsberg, Pandora og Orkla. For uddybende tabeller til fastlæggelse af Pandora og Orklas optimale kapitalstruktur henvises til bilag 16.

Optimal kapitalstruktur	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	0,43	0,67	0,67	1,00	0,67
Pandora	1,00	0,11	2,33	1,00	2,33
Orkla	0,11	0,11	0,11	0,11	1,50

Tabel 14.8. Optimal kapitalstruktur for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.



Figur 14.13. Optimal kapitalstruktur for Carlsberg, Orkla og Pandora. Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabel og graf er den optimale kapitalstruktur varierende imellem alle tre virksomheder. Der findes ikke at være sammenhæng i hverken den optimale kapitalstruktur eller udviklingen i den optimale kapitalstruktur. Pandoras optimale kapitalstruktur er meget volatil, og der lader ikke til at være et generelt niveau for den optimale kapitalstruktur. Orkla synes derimod at have et generelt niveau for den optimale kapitalstruktur i årene 2011-2014 liggende på 10% gældsandel, hvilket også stort set svarer til niveauet for Orklas faktiske kapitalstruktur, som var en gældsandel på 8-20%, jf. afsnit 14.1.

Carlsbergs optimale kapitalstruktur på 30-50% gældsandel afviger fra både Pandora og Orklas optimale kapitalstruktur. Ligesom Carlsbergs historiske kapitalstruktur også afviger væsentligt fra henholdsvis Pandora og Orklas historiske kapitalstrukturer, jf. afsnit 14.1. Niveauet for Carlsbergs optimale kapitalstruktur kan derfor ikke tilskrives virksomhedstypen og de øvrige sammenlignelige karakteristika, som Pandora og Orkla også opererer under. Carlsbergs generelle niveau for optimal kapitalstruktur må derfor snarere tilskrives niveauet for optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen, som er et niveau på 40-50% gældsandel, jf. afsnit 13. Dette bekræfter de tidligere fundne resultater, som indikerede et generelt niveau for optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen, jf. afsnit 13. Det konkluderes derfor, at der findes et generelt niveau for optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen, og at niveauet er liggende på 40-50% gældsandel, jf. afsnit 13.

15. Konklusion

Teorierne omkring optimal kapitalstruktur (M&M's proposition I og II, trade-off og pecking-order teorien) indeholder kun enkelte imperfektioner, og de afspejler derfor ikke den virkelige verden fuldstændigt. Derfor vurderes ingen af dem at være fuldkomne til en empirisk undersøgelse. Den teoretiske forståelse for optimal kapitalstruktur danner grundlag for analysen i den udstrækning, at den bidrager til en grundlæggende forståelse for hvilke faktorer, der har indflydelse på kapitalstruktur. Ifølge M&M proposition II er den optimale kapitalstruktur 100% gæld. I trade-off teorien er den optimale kapitalstruktur en afvejning mellem renteskatteskjold og konkursomkostninger, pecking order teorien bringer en hakkeorden for rejsning af kapital. Der findes altså ikke en entydig teoretisk optimal kapitalstruktur, men derimod forskellige teorier, som medtager forskellige faktorer.

Analysen af optimal kapitalstruktur for Carlsberg er baseret på en benchmark-analyse ved en udvalgt peer-gruppe inden for bryggeribranchen. Den optimale kapitalstruktur er undersøgt i forhold til rentabilitet, kreditværdighed og risiko. Den historiske rentabilitetsanalyse viste, at både Carlsbergs og peer-gruppens kapitalstruktur primært afhang af afkastningsgraden, og at finansiel gearing ikke har haft en signifikant effekt på rentabilitet. Kreditanalysen viste, at der historisk ikke har været en sammenhæng mellem finansiel gearing og kreditværdighed for Carlsberg og peer-gruppen. Desuden viste analysen, at faktorer som EBIT i rentedækningsgraden og markedsværdien af egenkapitalen i Z-scoren har haft stor indflydelse på virksomhedernes kreditværdighed. Det blev derfor ikke påvist, at finansiel gearing medfører dårligere kreditværdighed for Carlsberg og peer-gruppen. Den risikofrie rente var den mest betydningsfulde faktor i risikoanalysen, mens beta-værdien også havde stor betydning. Der blev heller ikke påvist en sammenhæng mellem Carlsberg og peer-gruppens finansielle gearing og kapitalomkostninger i perioden.

Følsomhedsanalysen viste, at finansiel gearing har en positiv effekt på rentabilitet, når spreadet er større end 1, og en negativ effekt ved et spread på mindre end 1. I forhold til rentabilitet trækker finansiel gearing derfor i retning af høj gældsandel. Kreditværdigheden forringes derimod af finansiel gearing, hvilket trækker i retning af høj egenkapitalandel. Følsomhedsanalysen af risiko viste, at de to modsatrettede effekter - renteskatteskjold og reduktion i egenkapitalandel - medfører et minimumspunkt for WACC for både Carlsberg og peer-gruppen. Ifølge følsomhedsanalysen af risiko blev Carlsbergs optimale kapitalstruktur vurderet til at ligge med en gældsandel på 30-50%, mens den for peer-gruppen blev vurderet til at ligge på 50-70% gældsandel. Effekten af finansiel gearing ses at være større for Carlsberg end for peer-gruppen, hvor WACC kun er svagt påvirket af finansiel gearing.

Under hensyntagen til alle tre følsomhedsanalyser blev Carlsbergs optimale kapitalstruktur fastlagt til at være en gældsandel på 30-50% igennem perioden. Den optimale kapitalstruktur for peer-gruppen er en gældsandel på 40-50%. Carlsbergs optimale kapitalstruktur følger udviklingen i peer-gruppens optimale kapitalstruktur, dog liggende med en gældsandel på 10 procentpoint lavere end peer-gruppen i år 2011-2013. Udviklingen i den optimale kapitalstruktur for alle fire virksomheder i peer-gruppen lå ligeledes meget tæt på gennemsnittet for den samlede peer-gruppe. Carlsbergs

optimale kapitalstruktur konkluderes derfor for at være konsistent med den optimale kapitalstruktur i branchen.

For at fastslå hvorvidt der findes en generel optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen analyseredes Pandora og Orkla, som opererer i henholdsvis beklædningsbranchen og fødevareproduktionsbranchen. De to virksomheder ligner Carlsberg på blandt andet virksomhedstype, marked og omsætning. Her fandtes det, at den optimale kapitalstruktur varierede mellem de tre forskellige virksomheder, og at der ikke var sammenhæng, hverken på niveauet for optimal kapitalstruktur, eller udviklingen i den optimale kapitalstruktur gennem perioden. Carlsbergs optimale kapitalstruktur kan derfor ikke tilskrives virksomhedstypen og de øvrige sammenlignelige karakteristika, som Pandora og Orkla også opererer under. Derimod tilskrives Carlsbergs optimale kapitalstruktur bryggeribranchen, da niveauet for optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen stort set matcher Carlsbergs til fulde, og da alle bryggeri-peers har samme niveau for optimal kapitalstruktur. Det konkluderes derfor, at der findes et generelt niveau for optimal kapitalstruktur i bryggeribranchen, og at niveauet er liggende på 40-50% gældsandel.

16. Litteraturfortegnelse

Bøger

- Berk, Jonathan & Peter DeMarzo (2014), Corporate finance, Pearson, Global edition, 3. udgave.
- Berk, Jonathan & Peter DeMarzo (2017), Corporate finance, Pearson, Global edition, 4. udgave.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers & Franklin Allen (2013), Principles of corporate finance, McGraw Hill, Global edition, 11. udgave.
- Brusov, Peter, Tatiana Filatova, Natali Orekhova & Mukhadin Eskindarov (2015), Modern Corporate Finance, Investment and Taxes, Springer
- Damodaran, Aswath (2012), Investment Valuation, John Wiley & Sons, 3. udgave.
- Elling, Jens O., Carsten Krogholt Hansen & Ole Sørensen (1999), Strategisk regnskabsanalyse, Forlaget FSR, 1. udgave, 2. opslag
- Farnández, Pablo (2013), Company valuation methods, IESE Business School, University of Navarra
- Hillier, David, Iain Clacher, Stephen Ross Randolph Westerfield & Bradford Jordan (2011), Fundamentals of corporate finance, European edition.
- Koller, Tim, Marc Goedhart & David Wessels (2010), Valuation: Measuring and managing the value of companies, John Wiley & Sons, 5. udgave.
- Koller, Tim, Marc Goedhart & David Wessels (2015), Valuation: Measuring and managing the value of companies, John Wiley & Sons, 6. udgave.
- Parum, Claus (2015), Corporate Finance, Copenhagen Business School, McGrawHill.
- Plenborg, Thomas & Christian V. Petersen (2012), Financial statement analysis, Prentice Hall.
- Plenborg, Thomas, Christian Petersen & Finn Kinserdal (2017), Financial statement analysis, Fagbokforlaget.
- Sørensen, Ole (2012), Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Gjellerup/Gads Forlag, 4. udgave.

Artikler og rapporter

- Damodaran, Aswath (2006), The cost of distress: Survival, truncation risk and valuation, *Stern School of Business*.
- Danmarks Nationalbank (2014), Corporate capital structure and profitability, productivity and access to finance, working papers, no.91, december 2014.
- Deloitte (2013), IFRS introduktion til de internationale regnskabsstandarder, 4. udgave.
- Euromonitor (2016), Alcoholic drinks in 2016: New insights and system refresher, Euromonitor International, juli 2016.

Fernández, Pablo (2011), WACC, definition, misconceptions and errors, *IESE Business School University of Navarra*.

Myers, Stewart C. (2001), Capital structure, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, no. 2 spring, s. 81-102.

MarketLine Industry Profile (2016), Global beer & cider, november 2016.

Møller, Michael & Claus Parum (2001), Optimal kapitalstruktur- og udlodningspolitik, *Finans/Invest*, nr. 4, 2001.

Møller, Michael & Claus Parum (2005), Optimal kapitalstruktur, *Børsen*.

Goldman Sachs (2014), Does consolidation create value?, *Tactical Research & GS Sustain*, 12. februar 2014.

Passport (2016), Beer corporate overview: Is bigger stil better?, *Euromonitor*, november 2016.

Rådgivningsudvalget (2002), Fagligt notat om værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele

The Wall Street Journal, Singer, Jason & David Kesmodel (2007), Why consolidation storm is brewing in beer industry, *The Wall Street Journal*, 18. oktober 2007.

Hjemmesider

Andelskassen

<https://www.andelskassen.dk/om-os/nyheder/2015/10/kapitalnedsaettelse-og-emission-hvad-betyder-det/>

Carlsberg Group

<https://carlsberggroup.com/investor-relations/shareholders/>

Carlsberg.dk

<http://www.carlsberg.dk/#!milepaele>

Damodaran Online

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

Den Store Danske (agentomkostninger)

[http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Finans/kapitalstruktur/kapitalstruktur_\(Mulige_argumenter_for_kapitalstrukturelevans\)](http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Finans/kapitalstruktur/kapitalstruktur_(Mulige_argumenter_for_kapitalstrukturelevans))

Den store danske (ny aktietegning)

http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Finans/emission

Euromonitor

<http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/portal/magazine/homemain>

Fernández, risikopræmier

<http://www.iese.edu>

Finance Training Course (relever beta)

<https://financetrainingcourse.com/education/2010/12/corporate-finance-training-wacc-calculating-weighted-average-cost-of-capital-wacc-relevering-beta/>

Financial Dictionary

<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/>

Investopedia (unlever beta)

<http://www.investopedia.com/ask/answers/102714/how-do-i-unlever-beta.asp>

Investopedia (FFO)

<http://www.investopedia.com/terms/f/fundsfromoperation.asp>

Investopedia (interest coverage ratio)

<http://www.investopedia.com/terms/i/interestcoverageratio.asp>

Investopedia (investment grade)

<http://www.investopedia.com/terms/i/investmentgrade.asp>

Internationale selskabsskattesatser (hentet d. 09.02.2017)

<https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

Orkla.com

<http://www.orkla.com/About-Orkla/History/Major-events>

Pandora.dk

<http://www.pandora.net/da-dk/company/about/the-story>

Pandora.net

<http://www.pandora.net/da-dk/company/about>

Selskabsskattesatser (hentet d. 23.01.2017):

<http://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene-1995-2016>

4-traders

<http://www.4-traders.com>

Årsrapporter

AB InBev Annual Report, 2011

AB InBev Annual Report, 2012

AB InBev Annual Report, 2013

AB InBev Annual Report, 2014

AB InBev Annual Report, 2015

Carlsberg Annual Report, 2011

Carlsberg Annual Report, 2012

Carlsberg Annual Report, 2013

Carlsberg Annual Report, 2014

Carlsberg Annual Report, 2015

Heineken Annual Report, 2011

Heineken Annual Report, 2012

Heineken Annual Report, 2013

Heineken Annual Report, 2014

Heineken Annual Report, 2015

Orkla Annual Report, 2011
Orkla Annual Report, 2012
Orkla Annual Report, 2013
Orkla Annual Report, 2014
Orkla Annual Report, 2015
Pandora Annual Report, 2011
Pandora Annual Report, 2012
Pandora Annual Report, 2013
Pandora Annual Report, 2014
Pandora Annual Report, 2015
Royal Unibrew Annual Report, 2011
Royal Unibrew Annual Report, 2012
Royal Unibrew Annual Report, 2013
Royal Unibrew Annual Report, 2014
Royal Unibrew Annual Report, 2015
SABMiller Annual Report, 2011
SABMiller Annual Report, 2012
SABMiller Annual Report, 2013
SABMiller Annual Report, 2014
SABMiller Annual Report, 2015

Risikopræmier

Risk premium 2011:

<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0920-E.pdf>

Risk premium 2012:

<http://www.iese.edu/research/pdfs/WP-1059-E.pdf>

Risk premium 2013:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=914160

Risk premium 2014:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2450452

Risk premium 2015:

<http://faculty.mcombs.utexas.edu/keith.brown/AFPMaterial/FernandezEtAl%20WP-Global%20ERP-4.23.15.pdf>

10-årige statsobligationer

Danmarks statistik:

<https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK100&PLanguage=0>

Aktiekurser

www.infinancials.com

www.yahoo.finance.com

www.nasdaqomxnordic.com

17. Tabel- og figuroversigt

Figur	Beskrivelse	Sidetæl
Figur 4.1	Trade-off teori	17
Figur 5.1	Konsolidering i bryggeribranchen 2010/2015	26
Figur 7.1	Forholdet mellem finansiel gearing og egenkapitalforrentning EKF	36
Figur 7.2	Sammenhængen mellem rentabilitetsnøgletal	37
Figur 8.1	Kapitalstruktur år 2011-2015	46
Figur 9.1	Egenkapitalforrentning år 2011-2015	50
Figur 9.2	Forholdet mellem EKF og D/E for Carlsberg og peer-gruppen	52
Figur 9.3	Forholdet mellem EKF og D/E for Royal Unibrew	53
Figur 9.4	Forholdet mellem EKF og D/E for AB InBev	54
Figur 10.1	Kreditanalysens bestanddele	56
Figur 10.2	Likviditetsgrad	57
Figur 10.3	Solvensgrad	58
Figur 10.4	Rentedækningsgrad	60
Figur 10.5	Z-score	61
Figur 11.1	Udvikling i beta relevered	67
Figur 11.2	Udvikling i egenkapitalomkostninger	67
Figur 11.3	Udvikling i fremmedkapitalomkostninger	68
Figur 11.4	Udvikling i WACC	70
Figur 11.5	Den risikofrie rentes effekt på WACC	71
Figur 11.6	Betaværdiens effekt på WACC	71
Figur 12.1	Udvikling i Carlsbergs EKF ved forskellige gældsandele	75
Figur 12.2	Udvikling i peer-gruppens EKF ved forskellige gældsandele	77
Figur 12.3	Udvikling i peer-gruppe-virksomhedernes EKF ved forskellige gældsandele	78
Figur 12.4	Solvensgrad som funktion af gældsandel, angivet som decimaltal	80
Figur 12.5	Rentedækningsgrad som funktion af gældsandel	81
Figur 12.6	Z-score som funktion af gældsandel	83
Figur 12.7	WACC som funktion af gældsandel for Carlsberg	86
Figur 12.8	WACC som funktion af gældsandel for peer-gruppen	88
Figur 13.1	Optimal kapitalstruktur for peer-gruppen år 2011-2015	95

Figur 14.1	Historisk kapitalstruktur for Carlsberg, Orkla og Pandora	97
Figur 14.2	Forholdet mellem EKF og D/E for Carlsberg, Orkla og Pandora	99
Figur 14.3	Likviditetsgrad for Carlsberg, Orkla og Pandora	100
Figur 14.4	Solvensgrad for Carlsberg, Orkla og Pandora	101
Figur 14.5	Solvensgrad for Carlsberg, Orkla og Pandora	101
Figur 14.6	Z-score for Carlsberg, Orkla og Pandora	103
Figur 14.7	Historisk betaværdi for Carlsberg, Orkla og Pandora	108
Figur 14.8	Historiske egenkapitalomkostninger for Carlsberg, Orkla og Pandora	106
Figur 14.9	Historiske fremmedkapitalomkostninger for Carlsberg, Orkla og Pandora	106
Figur 14.10	Historiske kapitalomkostninger for Carlsberg, Orkla og Pandora	107
Figur 14.11	WACC som funktion af gældsandel for Orkla. Egen tilvirkning	108
Figur 14.12	WACC som funktion af gældsandel for Pandora. Egen tilvirkning	109
Figur 14.13	Optimal kapitalstruktur for Carlsberg, Orkla og Pandora	112

Tabel	Beskrivelse	Sidetal
Tabel 5.1	Markedsandel	26
Tabel 5.2	Markedsværdi og omsætning for Orkla og Pandora	29
Tabel 7.1	S&P ratingmodel	40
Tabel 7.2	S&P ratingens tilhørende kategori	40
Tabel 7.3	Risikopræmier	43
Tabel 7.4	Betværdier	44
Tabel 8.1	Kapitalstruktur i samlet bryggeribranche	47
Tabel 9.1	Residual indkomst	49
Tabel 9.2	Uddybning af egenkapitalforrentning for Carlsberg og peer-gruppe	50
Tabel 9.3	Overskudsgrad og omsætningshastighed år 2011-2015	51
Tabel 9.4	Uddybning af egenkapitalforrentning for Royal Unibrew	53
Tabel 9.5	Uddybning af egenkapitalforrentning for AB InBev	54
Tabel 10.1	Finansiel gearing	58
Tabel 10.2	Kredit rating (rentedækningsgrad og Damodarans estimer)	60
Tabel 10.3	S&P kredit rating for Carlsberg og peer-gruppen	62-63
Tabel 10.4	Samlet kredit rating for peer-gruppen i årene 2011-2015	63

Tabel 10.5	Samlet rating på baggrund af talmæssigt gennemsnit for alle nøgletal.	64
Tabel 10.6	Oversigt over resultater fra kreditanalysen	65
Tabel 11.1	Beta unlevered	66
Tabel 11.2	Udvikling i fremmedkapitalomkostninger for Carlsberg og peer-gruppen	69
Tabel 11.3	Udvikling i WACC	70
Tabel 12.1	Følsomhedsanalyse af Carlsbergs rentabilitet ved ændringer i kapitalstruktur	74
Tabel 12.2	Følsomhedsanalyse af peer-gruppens rentabilitet ved ændringer i kapitalstruktur	76
Tabel 12.3	Effekt i solvensgraden ved øgning af gældsandelen på 10%	80
Tabel 12.4	Kredit rating som funktion af gældsandel	82
Tabel 12.5	WACC for Carlsberg ved forskellige kapitalstrukturer	85
Tabel 12.6	WACC for peer-gruppen ved forskellige kapitalstrukturer	87
Tabel 13.1	Optimal kapitalstruktur for Carlsberg år 2011-2015	91-92
Tabel 13.2	Optimal kapitalstruktur for peer-gruppen år 2011-2015	93-94
Tabel 13.3	Optimal kontra historisk kapitalstruktur for Carlsberg og peer-gruppen	95
Tabel 14.1	Europæisk og global kapitalstruktur i bryggeri-, beklædnings- og fødevarereproduktionsbranchen for 2013-2015	98
Tabel 14.2	Rentedækningsgrad og kredit rating baseret på rentedækningsgraden for Carlsberg, Orkla og Pandora	104
Tabel 14.3	Kredit rating baseret på S&P's ratingmodel for Carlsberg, Orkla og Pandora	104
Tabel 14.4	Følsomhedsanalyse af kreditværdighed for Orkla og Pandora år 2011-2015	105
Tabel 14.5	Historisk WACC for Carlsberg, Orkla og Pandora, år 2011-2015	109
Tabel 14.6	WACC som funktion af gældsandel for Orkla	110
Tabel 14.7	WACC som funktion af gældsandel for Pandora	112
Tabel 14.8	Optimal kapitalstruktur for Carlsberg, Orkla og Pandora	113

18. Bilag

Indholdsfortegnelse

Bilag 1 - Markedsandel.....	127
Bilag 2 – Markedsandel og omsætning (Orkla og Pandora).....	128
Bilag 3 - Analytiske resultatopgørelser og balancer	129
Bilag 3.1 - Carlsberg.....	129
Bilag 3.2 - Royal Unibrew	142
Bilag 3.3 - Heineken	157
Bilag 3.4 - AB InBev	171
Bilag 3.5 - SABMiller	191
Bilag 3.6 - Pandora	203
Bilag 3.7 - Orkla.....	216
Bilag 4 - Risikofrie rente	234
Bilag 5 - Damodaran kreditspread.....	234
Bilag 6 - Residual indkomst.....	235
Bilag 7 - Rentabilitetsanalyse.....	237
Bilag 7.1 - Rentabilitet, egenkapitalforrentning.....	237
Bilag 7.2 - Rentabilitet, egenkapitalforrentning (grafer)	242
Bilag 8 - Kreditanalyse, nøgletal	244
Bilag 8.1 - beregning af kreditnøgletal	244
Bilag 8.2 - Opsummering af kreditnøgletal.....	249
Bilag 9 - Kredit rating	251
Bilag 9.1 - Nøgletal til kredit rating	251
Bilag 9.2 - Pengestrømsopgørelse, CFO	252
Bilag 9.3 - Nøgletal og rating for virksomheder i peer gruppen	254
Bilag 10 - Beregning af WACC	256
Bilag 11 - Følsomhedsanalyse af rentabilitet.....	260
Bilag 12 - Følsomhedsanalyse af kreditværdighed	265
Bilag 12.1 - Carlsberg	265
Bilag 12.2 - Royal Unibrew	267
Bilag 12.3 - Heineken	269

Bilag 12.4 - AB InBev.....	271
Bilag 12.5 - SABMiller	273
Bilag 12.6 - Peer-gruppe	275
Bilag 13 – Tolkning af S&P's rating.....	277
Bilag 14 - Følsomhedsanalyse WACC	278
Bilag 14.1 - Carlsberg	278
Bilag 14.2 - Royal Unibrew.....	280
Bilag 14.3 - Heineken	283
Bilag 14.4 - AB InBev.....	286
Bilag 14.5 - SABMiller	289
Bilag 14.6 - Peer-gruppe	291
Bilag 15 - Analyse af Orkla og Pandora	292
Bilag 15.1 – Rentabilitetsanalyse.....	292
Bilag 15.2 – Følsomhedsanalyse af rentabilitet.....	294
Bilag 15.3 - Kreditanalyse.....	297
Bilag 15.4 - Risikoanalyse.....	299
Bilag 15.5 - WACC følsomhedsanalyse.....	300
Bilag 16 – Optimal kapitalstruktur (Orkla og Pandora)	304

Bilag 1 - Markedsandel

Markedsandelen er beregnet med udgangspunkt i antal solgte liter øl. Markedsandelen fremkommer dermed som hver virksomheds andel af det samlede globale øl-forbrug. I virksomhedernes årsrapporter er oplyst antal solgte liter øl.

Det globale øl-forbrug er hentet fra Euromonitor og øl-forbruget er angivet i mio. liter:

Market Sizes | Historical | Total Volume | mn litres

Key: Related Analysis View Chart Company Shares Brand Shares Distribution Off-trade vs On-trade Pricing
 Trade Statistics - Volume Urban vs Rural

Change View		2011	2012	2013	2014	2015
Beer						
	World	191.144,5	194.370,6	194.948,1	195.161,0	192.527,3

På baggrund af de i årsrapporterne oplyste værdier for antal solgte liter øl for hver virksomhed, er markedsandelene for år 2015 beregnet ved at dividere hver enkelt virksomheds antal solgte liter øl med det globale øl-forbrug.

	Øl-forbrug 2011, mio. liter	Markedsandel 2011	Øl-forbrug 2015, mio. liter	Markedsandel 2015
Marked	191.145	100%	192.527	100%
AB InBev	35.277	18,46%	45.732	23,75%
SABMiller	21.800	11,40%	24.585	12,77%
Heineken	16.460	8,61%	18.830	9,78%
Carlsberg	11.870	6,21%	12.030	6,25%
Royal Unibrew	425	0,22%	656	0,34%

Bilag 2 – Markedsandel og omsætning (Orkla og Pandora)

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
2	2015	Udestående aktier	Orkla aktiekurs, ultimo	Valutakurs, d. 30/12	Aktiekurs, ultimo	Markedsværdi	Markedsværdi, DKK mio.	Omsætning, NOK	Omsætning, DKK mio.
3	Carlsberg	152542000			612,5	93431975000	93.432		91.012
4	Pandora	122297169			872	1,06643E+11	106.643		16.737
5	Orkla	1018930970	70,35	79,01	55,583535	56635785234	56.636	33.198	26.230
7					C5*(D5/100)	B5*E5	F5/1000000		H5*(D5/100)

Bilag 3 - Analytiske resultatopgørelser og balancer

Bilag 3.1 - Carlsberg

Carlsbergs reformuleringer gennemgås dybdegående i det følgende. Derefter gennemgås reformuleringerne af peer-gruppen. Mange af regnskabsposterne i peer-gruppen minder om Carlsbergs regnskabsposter, og derfor udelades udspecificering af de poster som ligner Carlsbergs regnskabsposter. Kun poster som afviger eller kræver særlig opmærksomhed uddybes for peer-gruppen. Nærværende opgave analyserer perioden 2011-2015, men i bilagene er året 2010 også behandlet. Det skyldes behovet for gennemsnitstal i lønsomhedsanalysen. Derfor er år 2010 medtaget i følgende bilag.

OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	81.295	86.555	92.367	93.732	91.569	91.012
Øl og læskedrik afgifter	-21.241	-22.994	-25.899	-27.180	-27.063	-25.658
Nettoomsætning	60.054	63.561	66.468	66.552	64.506	65.354
Produktionsomkostninger	-28.982	-31.788	-33.831	-33.622	-32.725	-33.429
Bruttoresultat	31.072	31.773	32.637	32.930	31.781	31.925
Salgs- og distributionsomkostninger	-17.158	-18.483	-18.912	-18.717	-18.695	-19.158
Administrationsomkostninger	-4.040	-3.903	-4.185	-4.502	-4.633	-4.909
Andre driftsaktiviteter, netto	227	249	145	17	369	235
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	148	180	108	116	408	364
Resultat af primær drift før særlige poster	10.249	9.816	9.793	9.844	9.230	8.457
Særlige poster, netto	-249	-268	85	-466	-1.353	-8.659
Finansielle indtægter	1.085	630	900	721	806	490
Finansielle omkostninger	-3.240	-2.648	-2.672	-2.254	-1.997	-2.021
Resultat før skat	7.845	7.530	8.106	7.845	6.686	-1.733
Selskabsskat	-1.885	-1.838	-1.861	-1.894	-1.748	-849
Koncernresultat	5.960	5.692	6.245	5.951	4.938	-2.582
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	609	543	638	480	524	344
Moderselskabets aktionær andel af årets resultat	5.351	5.149	5.607	5.471	4.414	-2.926

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	note
Omsætning	81.295	86.555	92.367	93.732	91.569	91.012	
Øl og læskedrik afgifter	-21.241	-22.994	-25.899	-27.180	-27.063	-25.658	
Nettoomsætning	60.054	63.561	66.468	66.552	64.506	65.354	
Produktionsomkostninger	-26.254	-29.117	-31.016	-30.759	-29.835	-30.341	1+2
Bruttoresultat	33.800	34.444	35.452	35.793	34.671	35.013	
Salgs- og distributionsomkostninger	-16.321	-17.690	-18.045	-17.922	-17.937	-18.290	1+2
Administrationsomkostninger	-3.618	-3.583	-3.848	-4.171	-4.173	-4.109	1+2
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	148	180	108	116	408	364	4
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	49	60	36	39	132	112	4
Resultat af primær drift før særlige poster	14.058	13.411	13.703	13.855	13.101	13.090	
Andre driftsaktiviteter, netto	28	81	-3	8	203	139	3
Særlige poster, netto	474	847	988	-97	-425	-569	6
EBITDA	14.560	14.339	14.688	13.766	12.879	12.660	
Afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses	-4.543	-4.832	-4.810	-4.350	-4.938	-4.722	2
EBIT	10.017	9.507	9.878	9.416	7.941	7.938	
Selskabsskat	-1.885	-1.838	-1.861	-1.894	-1.748	-849	
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	-49	-60	-36	-39	-132	-112	4
Skatteskjold, nettofinansielle omkostninger	-531	-479	-434	-383	-275	-345	5
NOPAT	7.552	7.130	7.547	7.100	5.786	6.632	
Ikke-tilbagevendende poster	0	0	0	0	0	-8.090	2+6
Resultat før finansielle poster og skat	7.552	7.130	7.547	7.100	5.786	-1.458	
Finansielle indtægter	1.085	630	900	721	806	490	
Finansielle omkostninger	-3.240	-2.648	-2.672	-2.254	-1.997	-2.021	
On-trade lån, netto	32	101	36	1	68	62	5
Skat på nettofinansielle omkostninger	531	479	434	383	275	345	5
Årets resultat	5.960	5.692	6.245	5.951	4.938	-2.582	

Skattesats

Værdier som indgår før NOPAT i den analytiske resultatopgørelse er før finansielle poster og EBIT er før skat. Regnskabsposter før EBIT renses for skat og finansielle poster, hvor skatten så fratrækkes EBIT for at få NOPAT. Finansielle poster og eventuelle usædvanlige poster fratrækkes efterfølgende NOPAT for at få årets resultat.

Når virksomhedens skattepligtige indkomst overstiger de finansielle omkostninger, anbefales det at anvende den marginale skattesats frem for den effektive skattesats (Plenborg, 2012; s. 265). For virksomheder med mange forretninger i udlandet kan det synes rimeligt at anvende den effektive skattesats for at indregne effekten af de forskellige landes skattesatser. Anvendelsen af den effektive skattesats hviler dog på en række antagelser, som er svære at opfylde i praksis, heriblandt antagelsen om, at virksomhedens finansielle omkostninger fordeles på samme måde som virksomhedens driftsmæssige indtjening. Herudover er den effektive skattesats påvirket af forskellige regnskabsmæssige afskrivningsmetoder for forskellige aktivtyper (Plenborg, 2012; s. 265). Derfor anbefales anvendelse af den marginale skattesats, også for virksomheder med mange forretninger i udlandet (Plenborg, 2012; s. 265).

Da Carlsbergs driftsmæssige indkomst overstiger de finansielle omkostninger i alle de analyserede år, anvendes den marginale skattesats i Danmark hvor Carlsberg har hovedsæde, og hvor den største skattebetaling antages at finde sted (Plenborg, 2012; s. 86-88).

Den danske selskabsskat var i de analyserede år som følger (skm.dk):

Skattesats	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Effektive skattesats	24,0%	24,4%	23,0%	24,1%	26,1%	-49,0%

Ovenstående tabel viser samtidig den effektive skattesats for at give et indblik i, hvad den har været i perioden.

Note 1: Driftsomkostninger

Driftsomkostningerne til produktion, salg, distribution og administration indeholder kun regnskabsposter relateret til driften. Omkostningerne re-klassificeres derfor ikke, men afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses trækkes ud og re-klassificeres under "afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses" (se note 2).

Note 2: Afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses

Afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses for både materielle og immaterielle aktiver er fordelt på driftsomkostningerne og særlige poster i de officielle resultatopgørelser. Afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses trækkes ud af de respektive

omkostningsposter og re-klassificeres som en separat post efter EBITDA, hvor de fratrækkes for at få driftsresultat før renter og skat (EBIT). I nedenstående tabel specificeres posten:

Afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	2.728	2.671	2.815	2.863	2.890	3.088
Salgs og distributionsomkostninger	837	793	867	795	758	868
Administrative omkostninger	422	320	337	331	460	800
Særlige poster	723	1.115	903	369	928	8.090 *
- Immaterielle aktiver	300	791	13	223	35	6.716
- Materielle aktiver	423	324	890	146	893	1.374
Gevinster og tab på bortskaffelse af anlægsaktiver og immaterielle aktiver	-167	-67	-112	-8	-98	-34
Afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses	4.543	4.832	4.810	4.350	4.938	4.722

**Bemærk, at 8.090 trækkes ud af særlige poster i 2015*

Carlsberg fremhæver, at nedskrivninger på særlige poster betragtes som ikke-tilbagevendende (Carlsberg årsrapport, 2015; s. 89). Det ses, at nedskrivninger på særlige poster er usædvanlig stor i 2015 på 8.090 mio. kr., hvoraf 6.716 mio. kr. er relateret til immaterielle aktiver og den resterende del på 1.374 mio. kr. til materielle aktiver. Carlsberg oplyser, at de 8.090 mio. kr. under særlige poster er forårsaget af massive omstruktureringer og nedskrivninger i forbindelse med ny strategi aflagt af Carlsbergs nye koncernchef. De massive nedskrivninger og omstruktureringer resulterede i et negativt resultat i 2015. I årsrapporten beskriver Carlsberg den nye strategi for virksomheden og at den i 2015 har kostet 8,5 mia. kr., hvoraf 4,4 mia. kr. stammer fra nedskrivninger på varemærker i Rusland, og 3,3 mia. kr. stammer fra nedskrivninger i Kina, hvor varemærker har været væsentlig mindre i de tidligere år i perioden, jf. note om impairment (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 15-16 og s. 90-91). Desuden specificeres at 4.189 mio. kr. i 2015 er relateret til nedskrivninger, omstrukturering og fratrædelsesgodtgørelser, hvoraf der er foretaget nedskrivninger og omstruktureringer for 2.882 mio. kr. af Eastern aktiver i Kina, hvilket anses for værende transitorisk (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 90-91). Da disse store nedskrivninger er opstået som led i Carlsbergs nye strategi som indtraf i 2015, anses denne post for ikke-tilbagevendende hvad angår år 2015. Beløbet på 8.090 mio. kr. trækkes derfor ud af afskrivningerne og klassificeres som en ikke-tilbagevendende post.

I regnskabsposten medtages også gevinster og tab på bortskaffelse af anlægsaktiver og immaterielle aktiver, da posten anses for en korrektion af tidligere foretagne afskrivninger.

Note 3: Andre driftsaktiviteter, netto

Andre driftsaktiviteter er ikke en del af den primære drift, men i stedet sekundær drift, bortset fra on-trade lån og gevinster og tab på bortskaffelse af anlægsaktiver i immaterielle aktiver. On-trade lån anses for at være en finansiel post og skal dermed fjernes fra driftsaktiviteter og re-klassificeres under finansiering. Gevinster og tab på bortskaffelse af anlægsaktiver og immaterielle aktiver er formentlig opstået ved justeringer i tidligere foretagne afskrivninger, hvorfor den flyttes til afskrivninger, nedskrivninger og impairment losses jf. note 2.

Nedenfor specificeres andre driftsaktiviteter og den del som klassificeres som sekundær drift.

Andre driftsaktiviteter, netto	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gevinster og tab på bortskaffelse af anlægsaktiver og immaterielle aktiver	167	67	112	8	98	34 *
On-trade lån, netto	32	101	36	1	68	62 *
Real estate, netto	114	10	-22	-35	-5	-11
Research centres, netto	-107	-100	-94	-99	-85	-15
Dækning af tab	20	0	0	0	0	0
Andre, netto	1	171	113	142	293	165
Andre driftsaktiviteter, netto i alt	28	81	-3	8	203	139

*Bemærk, at gevinster og tab på bortskaffelse af anlægsaktiver og on-trade lån, netto er trukket ud

Note 4: Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder og joint ventures

Regnskabsposten klassificeres som driftsrelateret, da virksomhederne opererer i bryggeri-branche. Såfremt investeringer i associerede virksomheder og joint ventures betragtes som en del af virksomhedens kernerdrift, bør regnskabsposten indgå som en del af driften i den analytiske resultatopgørelse (Plenborg, 2012; s. 76). Klassificeringen som drift understøttes af, at Carlsberg klassificerer posten som en del af den primære drift. Regnskabsposten indeholder skat, som skal fratrækkes og vil figurere efter EBIT som "Skat på associerede virksomheder og joint ventures", hvor den skal fratrækkes til beregning af NOPAT. Da posten i den rapporterede resultatopgørelse er på efter skat-basis, beregnes skatten jf. formel 1.13 afsnit 6.3.

Skat på associerede virksomheder og joint ventures	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Selskabsskat, marginal skattesats	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	148	180	108	116	408	364
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	49	60	36	39	132	112

Note 5: Skatteskjold på nettofinansielle omkostninger

I den rapporterede resultatopgørelse fremgår virksomhedsskat som en samlet post, selvom den er relateret til både driftsmæssige og finansielle poster, såsom finansielle indtægter og omkostninger. I den analytiske resultatopgørelse opdeles denne post derfor ved at estimere skat fra primær drift og nettofinansielle omkostninger (NFO). Da finansielle omkostninger er fradragsberettigede vil den rapporterede selskabsskat være positivt påvirket af skattefradraget. Derfor tilføjes skatteskjoldet for nettofinansielle omkostninger (Plenborg, 2012; s. 73). For Carlsberg er on-trade lån medregnet i nettofinansielle omkostninger. Skatteskjoldet findes ved at gange nettofinansielle omkostninger med den marginale skattesats.

Beregning af skatteskjold på NFO	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Nettofinansielle omkostninger, NFO	-2.123	-1.917	-1.736	-1.532	-1.123	-1.469
- Finansielle indtægter	1.085	630	900	721	806	490
- Finansielle omkostninger	-3.240	-2.648	-2.672	-2.254	-1.997	-2.021
- On-trade lån, netto	32	101	36	1	68	62
Skatteskjold på NFO	-531	-479	-434	-383	-275	-345

Note 6: Særlige poster

Regnskabsposten indeholder hovedsageligt omstrukturingsomkostninger og nedskrivninger på anlægsaktiver og immaterielle aktiver. Derudover indeholder den blandt andet gevinster ved bortskaffelse af anlægsaktiver, gevinster/tab ved bortskaffelse af forretningsenheder og udgifter til fratrædelsesgodtgørelser. Nedskrivningerne på posten er angivet i noten om anlægsaktiver og immaterielle aktiver, men også i selve noten om særlige poster. Nedskrivningerne stemmer dog ikke helt overens. I eksempelvis 2015 er nedskrivningerne i noten om anlægsaktiver og immaterielle aktiver i alt på 8.090 mio. kr., mens beløbet er på 8.817 mio. kr. i noten om særlige poster. Det formodes at der også ligger andet i nedskrivningerne som fremgår af noten om særlige poster, da der eksempelvis også er fratrædelsesgodtgørelse i den ene af posterne og det fremgår også andetsteds i årsrapporten, at de samlede nedskrivninger er 8.090 kr. (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 79). På baggrund af dette, er det kompliceret at specificere præcist, hvad der er årsag til differencen og hvad de særlige poster udgør. Beløbet på 8.090 mio. kr. anses for en ikke-tilbagevendende post, jf. note 2 om afskrivninger. Den resterende del af særlige poster betragtes som værende driftsrelateret og beregnes som posten fratrullet nedskrivninger fra noten om anlægsaktiver og immaterielle aktiver.

Særlige poster	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Særlige poster inkl. nedskrivninger	-249	-268	85	-466	-1.353	-8.659
Nedskrivninger på særlige poster	723	1.115	903	369	928	8.090
Særlige poster	474	847	988	-97	-425	-569

OFFICIEL BALANCE

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVER						
Langfristede aktiver						
Immaterielle aktiver	87.813	89.041	91.216	91.895	81.754	72.920
Materielle aktiver	32.420	31.848	31.991	33.482	28.748	26.678
Investering i associerede virksomheder og joint ventures	4.877	5.051	6.241	2.359	4.277	4.676
Tilgodehavender	1.747	1.650	2.075	2.093	2.131	1.854
Udskudt skatteaktiv	1.301	1.199	1.170	1.175	1.430	1.697
Værdipapirer	124	134	133	0	0	0
Pensionsordning, aktiver	8	5	4	0	0	0
Langfristede aktiver i alt	128.290	128.928	132.830	131.004	118.340	107.825
Kortfristede aktiver						
Varebeholdninger	4.191	4.350	4.541	4.762	4.498	3.817
Tilgodehavender fra kunder	5.687	7.855	7.828	7.888	6.872	5.729
Tilgodehavende selskabsskat	172	129	60	203	196	324
Andre tilgodehavender	1.766	1.846	2.045	2.001	2.614	2.532
Forudbetalinger	938	867	853	1.566	977	1.074
Likvide beholdninger	2.735	3.145	5.760	3.714	2.418	3.131
Værdipapirer	34	24	21	0	0	0
Kortfristede aktiver i alt	15.523	18.216	21.108	20.134	17.575	16.607
Aktiver bestemt for salg	419	570	27	0	1.068	469
Aktiver i alt	144.232	147.714	153.965	151.138	136.983	124.901

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL OG PASSIVER						
Egenkapital						
Aktiekapital	3.051	3.051	3.051	3.051	3.051	3.051
Reserver	-7.056	-8.740	-6.476	-13.755	-31.006	-35.447
Overført resultat	68.253	71.555	73.686	78.515	80.392	75.885
Egenkapital for aktionærer i Carlsberg A/S	64.248	65.866	70.261	67.811	52.437	43.489
Minoritetsinteresser	5.381	5.763	3.389	3.688	3.560	3.742
Egenkapital i alt	69.629	71.629	73.650	71.499	55.997	47.231
Langfristede forpligtelser						
Lån	32.587	34.364	36.706	30.686	38.690	31.479
Pensioner og lignende forpligtelser	2.434	3.263	3.961	3.093	4.580	5.235
Udskudt skat	9.929	9.652	9.682	8.837	7.105	5.924
Hensatte forpligtelser	1.506	1.001	1.230	1.278	2.646	3.374
Andre forpligtelser	922	1.262	1.201	1.354	1.442	1.899
Langfristede forpligtelser i alt	47.378	49.542	52.780	45.248	54.463	47.911
Kortfristede forpligtelser						
Lån	3.959	1.875	3.352	9.525	1.835	4.549
Leverandørgæld	9.385	11.021	11.862	12.927	12.031	12.260
Tilbagebetalingsforpligtelser vedrørende emballage	1.279	1.291	1.381	1.630	2.046	1.819
Hensatte forpligtelser	512	511	619	530	510	648
Corporate tax	534	527	537	531	775	601
Andre forpligtelser mv.	11.378	10.490	9.766	9.248	9.326	9.794
Kortfristede forpligtelser i alt	27.047	25.715	27.517	34.391	26.523	29.671
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	178	828	18	0	0	88
Passiver i alt	27.225	26.543	27.535	34.391	26.523	29.759
Egenkapital og passiver i alt	144.232	147.714	153.965	151.138	136.983	124.901

REFORMULERET BALANCE

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Langfristede anlægsaktiver							
Immaterielle anlægsaktiver	87.813	89.041	91.216	91.895	81.754	72.920	7
Materielle aktiver	32.420	31.848	31.991	33.482	28.748	26.678	
Investering i associerede virksomheder og joint ventures	4.877	5.051	6.241	2.359	4.277	4.676	8
Udskudt skatteaktiv	1.301	1.199	1.170	1.175	1.430	1.697	10
Langfristede aktiver i alt	126.411	127.139	130.618	128.911	116.209	105.971	
Omsætningsaktiver							
Varebeholdninger	4.191	4.350	4.541	4.762	4.498	3.817	
Tilgodehavender fra kunder	5.687	7.855	7.828	7.888	6.872	5.729	9
Tilgodehavende, selskabsskat	172	129	60	203	196	324	11
Andre tilgodehavender	1.766	1.846	2.045	2.001	2.614	2.532	12
Forudbetalinger	938	867	853	1.566	977	1.074	
Aktiver bestemt for salg	419	570	27	0	1.068	469	14
Omsætningsaktiver i alt	13.173	15.617	15.354	16.420	16.225	13.945	
Ikke-rentebærende gæld							
Hensatte forpligtelser, kort - og lang fristet	2.018	1.512	1.849	1.808	3.156	4.022	16
Udskudt skat	9.929	9.652	9.682	8.837	7.105	5.924	10
Leverandørgæld	9.385	11.021	11.862	12.927	12.031	12.260	
Selskabsskat	534	527	537	531	775	601	11
Andre forpligtelser, kort - og langfristet	12.300	11.752	10.967	10.602	10.768	11.693	17
Tilbagebetalingsforpligtelser vedrørende emballage	1.279	1.291	1.381	1.630	2.046	1.819	
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	178	828	18	0	0	88	14
Ikke-rentebærende gæld i alt	35.623	36.583	36.296	36.335	35.881	36.407	
Investeret Kapital	103.961	106.173	109.676	108.996	96.553	83.509	

Egenkapital i alt	69.629	71.629	73.650	71.499	55.997	47.231	
Rentebærende gæld							
Pensioner og lignende forpligtelser	2.434	3.263	3.961	3.093	4.580	5.235	15
Lån, kort- og langfristet	36.546	36.239	40.058	40.211	40.525	36.028	
Rentebærende gæld i alt	38.980	39.502	44.019	43.304	45.105	41.263	
Rentebærende aktiver							
Tilgodehavender	1.747	1.650	2.075	2.093	2.131	1.854	12
Pensionsordning	8	5	4	0	0	0	15
Værdipapirer	158	158	154	0	0	0	
Likvide beholdninger	2.735	3.145	5.760	3.714	2.418	3.131	13
Rentebærende aktiver i alt	4.648	4.958	7.993	5.807	4.549	4.985	
Nettorentebærende gæld i alt	34.332	34.544	36.026	37.497	40.556	36.278	
Investeret kapital	103.961	106.173	109.676	108.996	96.553	83.509	

I nedenstående poster fremgår klassificeringen ikke tydeligt af årsregnskabet, hvorfor det uddybes nærmere, hvorfor posterne er klassificeret som enten rentebærende eller ikke-rentebærende i den analytiske balance.

Note 7: Immaterielle anlægsaktiver

Langt den største aktiv post i Carlsbergs årsregnskab er de immaterielle anlægsaktiver på 73 mia. kr., hvoraf cirka 50 mia. kr. består af goodwill, 20 mia. kr. af varemærker og den resterende del af andre immaterielle aktiver. Hvis der skulle foretages en værdiansættelse af Carlsberg, bør det undersøges hvorvidt denne aktiv post er korrekt værdisat. I og med værdiansættelse ligger uden for opgavens formål, er værdiansættelsen ikke vurderet.

Note 8: Investering i associerede virksomheder og joint ventures

Som tidligere beskrevet under reformulering af resultatopgørelsen, betragtes denne post som driftsrelateret og er derfor ikke-rentebærende (se note 4).

Note 9: Tilgodehavender

Langfristede tilgodehavender består hovedsageligt af on-trade lån (Carlsbergs Årsrapport, 2015; s. 73). Posten er ikke specificeret i årsrapporterne. Qua konsistens i resultatopgørelse og balance klassificeres posten som finansiel.

Note 10: Udskudt skatteaktiv og udskudt skatteforpligtelse

Udskudt skatteaktiv opstår fra fremført skattemæssigt underskud eller aktiver (passiver), som skulle have været en lavere (højere) værdi i balancen. Udskudt skatteaktiv betragtes ofte som driftsrelateret, fordi der ikke opnås renteindtægter og et underskud opstår typisk i driften. Ifølge Carlsberg Groups årsrapport 2015 er udskudt skatteaktiv opstået som følge af fremført skattemæssigt underskud (s. 121), men der er ingen information om, hvorvidt fremførte skattemæssige underskud er i forbindelse med driften eller finansiering. Det ses dog, at en stor del af udskudt skatteforpligtelse, som opstår ved en midlertidig forskel mellem bogførte værdi og skatteværdier, er relateret til immaterielle aktiver og anlægsaktiver, som er driftsrelaterede.

Tilsvarende gælder for en del af udskudt skatteaktiv, hvor en del af posten også er relateret til pensioner og lignende forpligtelser, som betragtes som finansielle.

På trods af at Carlsberg Group selv betragter udskudt skatteaktiv som finansiering ved beregning af investeret kapital og i Uddrag af Carlsberg-gruppens årsrapport 2015, betragtes den som driftsrelateret, da en stor del af udskudt skatteforpligtelse er relateret til driften.

Note 11: Tilgodehavende selskabsskat og skyldig selskabsskat

Selskabsskatten er både relateret til drifts- og finansieringsaktiviteter. I og med at tilgodehavende selskabsskat klassificeres som drift, antages det, at tilgodehavende selskabs- og skyldig selskabsskat også er driftsrelateret jf. afsnit 6.3.

Note 12: Andre tilgodehavender

Andre tilgodehavender betragtes som driftsrelateret og er ifølge Carlsberg en del af arbejdskapitalen (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 72). Derudover understøttes det af, at andre tilgodehavender omfatter tilgodehavende moms, udlån til samarbejdspartnere, associerede virksomheder og joint ventures, men posten indeholder dog også nogle finansielle poster som tilgodehavende renter og andre finansielle tilgodehavender (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 73).

Note 13: Likvide beholdninger

Likvide beholdninger kan bruges til at finansiere fremtidige investeringer, opbygge varelager eller til at betale uforudsete regninger. Carlsberg behandler likvide beholdninger som overskud i beregning af investeret kapital, som indikerer at likvide beholdninger kan klassificeres som overskydende likviditet.

Note 14: Aktiver og forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg

Aktiver bestemt for salg omfatter bortskaffelse af aktiver, som ikke er en del af kerneforretningen, hvilket ifølge Carlsberg vil forbedre afkastet af investeret kapital og reducere finansiell gearing (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 118). Dette er et led i Carlsbergs nye strategi, hvor Carlsberg ønsker at forbedre den fremtidige rentabilitet gennem blandt andet bortskaffelse af små aktiver, som er af mindre betydning for kerneforretningen (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 16). Regnskabsposten anses derfor som omstruktureringer og som en del af driften. Omstruktureringer under resultatopgørelsen er desuden også klassificeret som en del af driften, og det anses derfor for mest nøjagtigt at klassificere denne post som ikke-rentebærende, for at være konsistent i klassificeringerne på resultatopgørelsen og balancen.

Note 15: Pensioner og lignende forpligtelser

Pensionsforpligtelser er rentebærende og diskonteres til nutidsværdi, hvilket gør at posten hører til finansieringsaktiviteter (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 129). Det er ikke muligt at opdele pensionsforpligtelserne i henholdsvis bidragsbaserede pensioner og ydelsesbaserede pensioner, da det ikke er specificeret i årsrapporterne.

Note 16: Hensatte forpligtelser

Hensatte forpligtelser omfatter blandt andet restruktureringsomkostninger som er relateret til særlige poster i resultatopgørelsen og er derfor en del af driften. Derudover er en stor del af posten omfattet af overskudsdeling, medarbejder-forpligtelser (ikke pensions relaterede),

løbende tvister og retssager mv., samt en mindre del til særlige kontrakter (Carlsberg Årsrapport, 2015; s. 93). Både kortfristede hensatte forpligtelser og langfristede hensatte forpligtelser betragtes derfor som en del af driften, da posten desuden heller ikke er oplyst til kapitalværdi.

Note 17: Andre forpligtelser

I 2013, 2014 og 2015 fremgår det ikke af årsrapporterne, hvad andre forpligtelser omfatter. Posten er dog medtaget i arbejdskapitalen, hvorfor den forventes primært at være driftsrelateret. I 2011 og 2012 er posten specificeret, hvoraf det fremgår, at renteudgifter og derivater, mere specifikt; dagsværdi af sikringsinstrumenter, er en del af posten (Carlsberg årsrapport, 2012; s. 102). Nedenstående tabel viser den korrekte opdeling af posten for 2011 og 2012, men da det er nødvendigt at være konsistent og det ikke er muligt at opdele posten for hele perioden, anses hele posten for at være driftsrelateret.

Andre forpligtelser, kort- og langfristet	2011	2012	
Afgifter og moms	3.512	3.690	Drift
Skyldige personaleomkostninger	1.571	1.602	Drift
Renteudgifter	727	807	Finansiel
Derivater	1.280	606	Finansiel
Forpligtelser ved køb af forretningsenheder	1.459	1.129	Drift
Gæld til associerede virksomheder	1	2	Drift
Periodeafgrænsningsposter	1.127	1.146	Drift
Øvrige forpligtelser	2.075	1.985	Drift
Andre forpligtelser, kort- og langfristet i alt	11.752	10.967	
Andre forpligtelser, kort- og langfristet, drift	9.745	9.554	
Andre forpligtelser, kort- og langfristet, finansiering	2.007	1.413	

Bilag 3.2 - Royal Unibrew

OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE

t.DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoomsætning	3.775.431	3.430.633	3.430.008	4.480.998	6.055.898	6.032.115
Produktionsomkostninger	-1.945.672	-1.685.311	-1.714.265	-2.195.788	-2.906.089	-2.857.459
Bruttoresultat	1.829.759	1.745.322	1.715.743	2.285.210	3.149.809	3.174.656
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.200.160	-1.084.913	-1.062.453	-1.448.530	-1.987.350	-1.922.282
Administrationsomkostninger	-216.635	-189.717	-173.136	-264.090	-336.241	-335.418
Andre driftsindtægter	3.929	3.549	4.843	2.642	0	0
Andre driftsomkostninger	0	0	0	-15.161	0	0
Resultat før finansielle poster	416.893	474.241	484.997	560.071	826.218	916.956
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder	31.460	14.370	34.263	33.552	34.808	31.061
Finansielle indtægter	46.513	40.156	6.195	4.345	8.174	8.759
Finansielle omkostninger	-119.853	-67.659	-44.434	-49.685	-68.596	-54.470
Resultat før skat	375.013	461.108	481.021	548.283	800.604	902.306
Skat af årets resultat	-97.240	-110.253	-108.217	-68.707	-176.439	-190.879
Årets resultat	277.773	350.855	372.804	479.576	624.165	711.427
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	-300	2.914	1.612	0	0	0
Moderselskabets aktionær andel af årets resultat	278.073	347.941	371.192	479.576	624.165	711.427

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE

t.DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Nettoomsætning	3.775.431	3.430.633	3.430.008	4.480.998	6.055.898	6.032.115	
Produktionsomkostninger	-1.817.063	-1.606.167	-1.627.487	-2.091.876	-2.710.575	-2.670.159	1+2
Bruttoresultat	1.958.368	1.824.466	1.802.521	2.389.122	3.345.323	3.361.956	
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.160.251	-1.047.875	-1.040.729	-1.394.937	-1.902.306	-1.834.113	1+2
Administrationsomkostninger	-199.036	-172.113	-158.923	-251.153	-312.079	-300.519	1+2
Kapitalandele i associerede virksomheder, efter skat	31.460	14.370	34.263	33.552	34.808	31.061	4
Nedskrivninger på kapitalandele i associerede virksomheder	0	10.980	7.206	0	0	0	4
Skat på kapitalandele i associerede virksomheder	10.487	8.450	13.823	11.184	11.295	9.542	4
EBITDA	641.028	638.279	658.160	787.768	1.177.040	1.267.927	
Amortiseringer	-1.337	-4.588	-1.311	-9.800	-26.226	-28.794	2
Afskrivninger	-184.780	-129.199	-121.403	-160.642	-278.493	-281.574	2
Nedskrivninger på kapitalandele i associerede virksomheder	0	-10.980	-7.206	0	0	0	2+4
EBIT	454.911	493.512	528.240	617.326	872.321	957.559	
Selskabsskat	-97.240	-110.253	-108.217	-68.707	-176.439	-190.879	
Skat på kapitalandele i associerede virksomheder	-10.487	-8.450	-13.823	-11.184	-11.295	-9.542	4
Skatteskjold, nettofinansielle omkostninger	-19.841	-7.650	-7.891	-11.335	-14.803	-10.742	6
NOPAT	327.343	367.159	398.309	526.100	669.784	746.396	
Andre driftsindtægter	3.929	3.549	4.843	2.642	0	0	3
Andre driftsomkostninger	0	0	0	-15.161	0	0	3
Avance ved salg af kapitalandele	6.025	30.004	1.400	0	0	0	5
Tab ved salg og nedskrivning af kapitalandele	0	-26.906	-8.075	0	0	0	5
Resultat før finansielle poster og skat	337.297	373.806	396.477	513.581	669.784	746.396	
Finansielle indtægter	40.488	10.152	4.795	4.345	8.174	8.759	5
Finansielle omkostninger	-119.853	-40.753	-36.359	-49.685	-68.596	-54.470	5
Skat på nettofinansielle omkostninger	19.841	7.650	7.891	11.335	14.803	10.742	6
Årets resultat	277.773	350.855	372.804	479.576	624.165	711.427	

Skattesats

Som tidligere nævnt anvendes den marginale skattesats i den analytiske resultatopgørelse. Royal Unibrew A/S har hovedsæde i Danmark og derfor benyttes selskabsskattesatsen i Danmark:

Skattesats	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	25%	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Effektiv skattesats	25,9%	23,9%	22,5%	12,5%	22,0%	21,2%

Det bør bemærkes, at den effektive skattesats for Royal Unibrew A/S i 2013 skiller sig ud fra de øvrige år, hvor skattesatsen er på 12,5%. Det skyldes primært en ændring i skatteprocenter relateret til Finland på -11,8% (Royal Unibrew Årsrapport, 2013; s. 81). Som følge af akkvisition af det finske bryggeri Hartwall er der i 2014 foretaget en regulering af hensættelsen til udskudt skat på 353.180 t.kr., som er forårsaget af ændrede selskabsskattesatser. Royal Unibrew oplyser selv, at ved at se bort fra reguleringen og hvis den effektive skattesats beregnes eksklusivt resultat af associerede virksomheder, så ville skatteprocenten i stedet være 25% i 2013 (Royal Unibrew Årsrapport, 2013; s. 15).

Note 1: Produktionsomkostninger, salgs- og distributionsomkostninger og administrationsomkostninger

Regnskabsposterne er driftsrelateret og indeholder blandt andet personaleomkostninger, herunder løn som er henført direkte til de respektive driftsomkostningsposter jf. Royal Unibrews årsrapport (Royal Unibrew Årsrapport, 2015; s. 75). I posterne indgår også af- og nedskrivninger samt avance ved salg af materielle aktiver, som trækkes ud af posterne og klassificeres separat i en post "af- og nedskrivninger" efter EBITDA, jf. note 2 (Royal Unibrew Årsrapport, 2014 & 2015, note 5 & 6 og Royal Unibrew Årsrapport, 2012 & 2013, note 4 og 5). I nedenstående tabel er af- og nedskrivninger fratrasket omkostningerne.

Driftsrelaterede omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	1.817.063	1.606.167	1.627.487	2.091.876	2.710.575	2.670.159
Salgs- og distributionsomkostninger	1.160.251	1.047.875	1.040.729	1.394.937	1.902.306	1.834.113
Administrationsomkostninger	199.036	172.113	158.923	251.153	312.079	300.519

Note 2: Af- og nedskrivninger

Royal Unibrew har ikke klassificeret af- og nedskrivninger i en separat post i resultatopgørelsen, men i stedet indgår de i andre poster og det skal der renses for. Af- og nedskrivninger samt avance ved salg af materielle aktiver er placeret under driftsomkostningerne i de officielle

årsrapporter. Det fremgår af noterne, at disse af- og nedskrivninger blandt andet vedrører af- og nedskrivninger på produktionsanlæg i forbindelse med produktionsomkostninger og afskrivninger, som er relateret til salgs- og distributionsomkostning samt administrationsomkostninger. Gevinster og tab på langfristede materielle- og immaterielle aktiver betragtes som en korrektion af tidligere foretagne afskrivninger og de bibeholdes derfor under af- og nedskrivninger. Det er dog ikke alle af- og nedskrivninger som er fordelt på driftsomkostningerne, hvilket fremgår af anlægsnoterne i de officielle årsrapporter samt pengestrømsopgørelsen. I nedenstående specificeres af- og nedskrivninger i henhold til de officielle årsrapporter for at separere posterne fra omkostningerne.

Af- og nedskrivninger samt avance på salg af aktiver	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	127.601	75.184	87.268	104.358	195.182	186.618
Salgs- og distributionsomkostninger	38.901	33.078	22.214	54.039	84.712	87.487
Administrationsomkostninger	16.591	13.644	14.703	13.383	23.830	34.217
Af- og nedskrivninger	183.093	121.906	124.185	171.780	303.724	308.322

Af- og nedskrivninger jf. anlægsnoter	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Amortisering	1.337	4.588	1.311	9.800	26.226	28.794
Afskrivninger	184.780	129.199	121.403	160.642	278.493	281.574
Nedskrivninger på andre tilgodehavender	0	0	242	0	0	0 *
Af- og nedskrivninger i alt	186.117	133.787	122.714	170.442	304.719	310.368

*Bemærk, at nedskrivninger på andre tilgodehavender er fratrukket

Af- og nedskrivninger ifølge pengestrømsopgørelsen	186.117	133.787	122.956	170.443	304.719	310.368
Heraf gevinster/tab ved salg af anlægsaktiver	1.687	7.293	-2.782	-1.338	995	2.046

Nedskrivningerne på andre tilgodehavender er medtaget i beregningen af af- og nedskrivninger i den offentlige pengestrømsopgørelse i 2012, men ikke i de øvrige år. Nedskrivninger på andre tilgodehavender er en finansiell post og er derfor indregnet i finansielle poster, hvor den skal bibeholdes og dermed ikke medtages i af- og nedskrivningerne. Det gør, at der er en difference på 242 t.kr. i forhold til pengestrømsopgørelsen og de af- og nedskrivninger, som der medtages til en separat post i den analytiske resultatopgørelse.

På baggrund af ovenstående to tabeller ses det, at der har været flere af- og nedskrivninger samt avance på salg af aktiver end der er fordelt på driftsomkostningerne. Amortiseringerne er medtaget i fordelingen for 2013, 2014 og 2015, men ikke for 2011 og 2012. I nedenstående tabel specificeres af- og nedskrivninger på baggrund af noten om driftsomkostninger, anlægsnoter og oplysninger om gevinster/tab ved salg

af anlægsaktiver. Amortiseringer er trukket ud af af- og nedskrivninger på driftsomkostningerne for 2013-2015 for at få dem adskilt, således at opstillingen er ensartet.

Af- og nedskrivninger specificeret	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Af- og nedskrivninger på driftsomkostninger	183.093	121.906	124.185	161.980	277.498	279.528 *
Amortisering	1.337	4.588	1.311	9.800	26.226	28.794
Gevinster/tab ved salg af anlægsaktiver	1.687	7.293	-2.782	-1.338	995	2.046
Af- og nedskrivninger	186.117	133.787	122.714	170.442	304.719	310.368

**Bemærk, amortiseringer er trukket ud for år 2013-2015*

For at af- og nedskrivninger kan figurere i en separat regnskabspost, er det nødvendigt at fjerne amortiseringer for 2011 og 2012 samt avance/tab ved salg af anlægsaktiver fra driftsomkostningerne. På grund af manglende information, om hvad disse kan henføres til, og derfor foretages en forudsætning om ligelig fordeling på de nedenstående tre driftsposter. Den samlede fordeling af af- og nedskrivninger er derfor følgende:

Af- og nedskrivninger foretaget fordeling	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	128.609	79.144	86.778	103.912	195.514	187.300
Salgs- og distributionsomkostninger	39.909	37.038	21.724	53.593	85.044	88.169
Administrationsomkostninger	17.599	17.604	14.213	12.937	24.162	34.899
Af- og nedskrivninger i alt	186.117	133.787	122.714	170.442	304.719	310.368

Note 2 (fortsat) - Nedskrivninger på langfristede finansielle aktiver

Ifølge noterne om øvrige finansielle aktiver, er der foretaget nedskrivninger på kapitalandele i associerede virksomheder i 2011 og 2012 på henholdsvis 10.980 t.kr. og 7.206 t.kr. Disse nedskrivninger er indregnet i posten ”resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder”, men da posten er driftsrelateret jf. note 4, skal nedskrivningerne indgå separat i den analytiske resultatopgørelse.

Derudover ses det, at der er foretaget nedskrivninger på andre kapitalandele i 2011 på 28. t.kr., som er indregnet i finansielle poster i ”tab ved salg af kapitalandele” (Royal Unibrew Årsrapport, 2011; s. 79). Andre kapitalandele anses for at være finansielle, jf. note 9 og den finansielle post tab ved salg og nedskrivning af kapitalandele betragtes som transitorisk og hermed en ekstraordinær post jf. note 5.

Langfristede finansielle aktiver	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nedskrivninger på kapitalandele i associerede virksomheder	0	10.980	7.206	0	0	0
Nedskrivninger på andre kapitalandele	0	28.043	-50	448	1.253	-239
Nedskrivninger på andre tilgodehavender	0	121	242	0	0	0

Note 3: Andre driftsindtægter og – omkostninger

Ifølge Royal Unibrew vedrører regnskabsposterne sekundære driftsaktiviteter såsom udlejning af materielle langfristede aktiver, akkvisitionsomkostninger og lignende. Andre driftsomkostninger i 2013 vedrører transaktionsomkostninger i forbindelse med køb og salg af dattervirksomheder (Royal Unibrew Årsrapport, 2014; s. 74 & s. 95). Driftsomkostningen betragtes som en transitorisk post, da det ikke forventes at transaktionsomkostningerne eller øvrige driftsomkostninger er tilbagevendende og dermed vil komme i fremtiden. Der er ikke note til driftsindtægter i resultatopgørelsen for perioden 2011 til 2013, hvorfor den ikke er specificeret yderligere end angivet i årsrapporten 2014. Driftsindtægter ophører i 2014 og betragtes derfor også som en transitorisk post, da den heller ikke er tilbagevendende i 2015. Dermed klassificeres begge poster som usædvanlige poster efter NOPAT.

Note 4: Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder

Royal Unibrew klassificerer regnskabsposten som finansiell. Af årsrapporterne fremgår det blandt andet at Royal Unibrew har opkøbt Hartwall i 2013, som også er en bryggerivirksomhed og dermed i overensstemmelse med Royal Unibrews kerneforretning. Ifølge Sørensen anbefales det, at betragte hele investeringen som driftsrelateret, men ifølge Plenborg er det kun efter omstændighederne, at posten skal opfattes som driftsaktiv (Sørensen, 2017; s. 226 & Plenborg, 2012; s. 76). Da det fremgår, at investeringerne er i forbindelse med virksomhedens kerneaktivitet, betragtes posten som driftsrelateret. Posten er målt efter skat og derfor beregnes skat på kapitalandele i associerede virksomheder, jf. formel 1.13 afsnit 6.3, som separeres i den analytiske resultatopgørelse.

Kapitalandele i associerede virksomheder	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Kapitalandele i associerede virksomheder efter skat	31.460	14.370	34.263	33.552	34.808	31.061
Nedskrivninger på kapitalandele i associerede virksomheder	0	10.980	7.206	0	0	0
Skat på kapitalandele i associerede virksomheder	10.487	8.450	13.823	11.184	11.295	9.542
Kapitalandele i associerede virksomheder før skat	41.947	33.800	55.292	44.736	46.103	40.603

Note 5: Finansielle indtægter- og omkostninger

Regnskabsposterne er specificeret i noterne og nedenstående beskrives, hvordan de er fordelt:

Finansielle indtægter	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Likvide beholdninger	118	56	68	242	62	0
Tilgodehavender fra salg	11	10	73	318	1.507	1.452
Øvrige finansielle indtægter	551	2.409	928	2.614	1.482	4.833
Kursreguleringer	39.808	7.677	3.726	1.171	5.123	2.474
Avance ved salg af kapitalandele	6.025	30.004	1.400	0	0	0 *
Finansielle indtægter	40.488	10.152	4.795	4.345	8.174	8.759
<i>Bemærk, avance ved salg af kapitalandele er fratrasket finansielle indtægter</i>						

Finansielle omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Realkreditinstitutter	52.784	28.671	27.359	25.457	33.849	32.321
Kreditinstitutter	30.565	3.773	756	12.121	33.033	18.510
Anden gæld	800	159	493	225	0	0
Leverandører	38	20	0	0	0	0
Kursreguleringer	7.381	2.840	3.068	3.194	1.585	3.611
Tab ved salg og nedskrivning af kapitalandele	0	26.906	8.075	0	0	0 *
Øvrige finansielle omkostninger	28.285	5.290	4.683	8.688	129	28
Finansielle omkostninger	119.853	40.753	36.359	49.685	68.596	54.470
<i>Bemærk, tab ved salg af kapitalandele er fratrasket finansielle omkostninger</i>						

Avance/tab ved salg af kapitalandele	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Avance ved salg af kapitalandele	6.025	30.004	1.400	0	0	0
Tab ved salg og nedskrivning af kapitalandele	0	26.906	8.075	0	0	0

Af noten for finansielle poster fremgår det, at der har været avance/tab ved salg af kapitalandele i 2011 og 2012, men ikke i perioden 2013-2015. Avance/tab ved salg af kapitalandele betragtes som ekstraordinære poster, da de er transitoriske og ikke forventes at fremtræde i fremtiden. Det understøttes af, at Royal Unibrew oplyser følgende: ” I august 2012 blev der lanceret et ekstraordinært udlodningsprogram

for de kommende år på ca. DKK 500 mio., hvilket skal ses i sammenhæng med et forventet salg af ikke-strategiske aktiver” (Royal Unibrew Årsrapport, 2012; s. 9). Frasalg forbundet med ikke-strategiske aktiver anses derfor for at være ekstraordinære og ikke-tilbagevendende.

I 2011 har der været en nedskrivning på andre kapitalandele på 28.043 t.DKK, jf. note 2, som indgår i posten ”tab ved salg af kapitalandele”. Nedskrivningen skyldes, at dagsværdien af det polske bryggeriselskab Perla Browary Lubelskie, hvor Royal Unibrew ejer kapitalandele, er nedjusteret til 0 kr. Begrundelsen for at posten ikke klassificeres som kapitalandele i associerede selskaber er, at Royal Unibrew ønsker udvanding af kapitalandel af selskabet til en ny ejer. Skønnet af dagsværdien er siden 2011 blevet opretholdt på 0 kr. i perioden til og med 2015, da der ikke er sket nogen afklaring (Royal Unibrew Årsrapport, 2011; s. 67 og 2015; s. 86).

Posten avance/tab ved salg af kapitalandele er opstået ved, at Royal Unibrews polske aktiviteter i 2011 blev sammenlagt med Van Pur, som er en bryggerigruppe og indgår også i de finansielle poster. I henhold til sammenlægningen blev der foretaget en nedskrivning af værdien af kapitalandelene i Van Pur. Samme år frasolgte Royal Unibrew sine kapitalandele i den associerede virksomhed ”Solomon Breweries Limited” på grund af frasalg af ikke-strategiske aktiviteter, med det formål at optimere virksomhedens kapitalressourcer (Royal Unibrew Årsrapport, 2011; s. 13). Tilsvarende frasolgte Royal Unibrew endnu en ikke-strategiske aktivitet i 2012, som led i deres strategi. Salget var en distributionsvirksomhed Impec i Caribien (Royal Unibrew Årsrapport, 2012; s. 9 og s. 14). Eftersom frasalgene af ikke-strategiske aktiviteter er en del af virksomhedens strategi i 2011 og 2012, og posterne avance/tab ved salg af kapitalandele er 0 t.DKK i den efterfølgende periode fjernes posterne fra finansielle poster og klassificeres som ekstraordinære.

Note 6: Skatteskjold på nettofinansielle omkostninger

De nettofinansielle omkostninger beregnes som finansielle indtægter fratrasket finansielle omkostninger. Derefter multipliceres den effektive skattesats på de nettofinansielle omkostninger for at få skatteskjoldet, da der er fradrag på finansielle omkostninger. Skatteskjoldet skal dermed fratrækkes før NOPAT og tilføjes efter NOPAT, således at der ikke indgår skat i resultatet før skat.

Skat på nettofinansielle omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Netto finansielle omkostninger	-79.365	-30.601	-31.564	-45.340	-60.422	-45.711
Skatteskjold på nettofinansielle omkostninger	-19.841	-7.650	-7.891	-11.335	-14.803	-10.742

OFFICIEL BALANCE

t.DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVER						
Langfristede aktiver						
Immaterielle aktiver	402.142	391.094	370.623	2.944.042	2.941.247	2.920.162
Projektudviklingsejendomme	406.427	411.450	276.338	290.539	238.439	197.506
Øvrige materielle aktiver	1.365.218	1.189.824	1.203.003	2.418.402	2.331.310	2.240.718
Kapitalandele i associerede virksomheder	136.187	290.712	129.782	132.523	136.249	135.371
Øvrige finansielle aktiver	65.120	7.727	12.265	24.085	16.768	11.725
Langfristede aktiver i alt	2.375.094	2.290.807	1.992.011	5.809.591	5.664.013	5.505.482
Kortfristede aktiver						
Varebeholdninger	187.144	173.147	180.342	330.459	312.041	316.708
Tilgodehavender	431.106	393.996	378.868	505.724	536.320	570.438
Selskabsskat	0	0	8.855	11.754	0	0
Forudbetalte omkostninger/periodeafgrænsningsposter	26.105	13.605	14.253	23.022	20.011	21.714
Likvide beholdninger	37.391	18.773	273.775	243.962	491.453	333.185
Kortfristede aktiver i alt	681.746	599.521	856.093	1.114.921	1.359.825	1.242.045
Aktiver i alt	3.056.840	2.890.328	2.848.104	6.924.512	7.023.838	6.747.527

t.DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL OG PASSIVER						
Egenkapital						
Aktiekapital	11.865	111.865	105.700	110.985	110.985	110.985
Andre reserver	560.310	409.019	366.567	927.335	917.142	902.938
Overført resultat	556.804	597.262	621.648	1.094.657	1.412.875	1.521.336
Foreslået udbytte	139.831	190.170	253.680	0	377.349	399.546
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	1.268.810	1.308.316	1.347.595	2.132.977	2.818.351	2.934.805
Minoritetsinteresser	11.709	12.869	0	0	0	0
Egenkapital	1.280.519	1.321.185	1.347.595	2.132.977	2.818.351	2.934.805
Langfristede forpligtelser						
Udskudt skat	170.011	166.539	144.795	457.571	431.774	375.396
Realkreditinstitutter, langfristet	595.534	593.880	591.680	747.742	1.012.807	1.000.325
Kreditinstitutter, langfristet	79	0	0	1.097.291	859.108	461.675
Anden gæld	12.585	23.119	9.121	17.318	24.713	14.164
Langfristede forpligtelser i alt	778.209	783.538	745.596	2.319.922	2.328.402	1.851.560
Kortfristede forpligtelser						
Realkreditinstitutter, kortfristet	2.430	1.959	2.010	14.159	164.480	14.203
Kreditinstitutter, kortfristet	209.003	53.654	634	763.978	7.649	40.934
Leverandørgæld	429.501	397.795	430.852	807.486	810.529	913.762
Selskabsskat	8.329	63	0	0	22.156	7.044
Anden gæld	348.849	332.134	321.417	885.990	872.271	985.219
Kortfristede forpligtelser i alt	998.112	785.605	754.913	2.471.613	1.877.085	1.961.162
Passiver i alt	1.776.321	1.569.143	1.500.509	4.791.535	4.205.487	3.812.722
Egenkapital og passiver i alt	3.056.840	2.890.328	2.848.104	6.924.512	7.023.838	6.747.527

REFORMULERET BALANCE

t.DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
AKTIVER							
Langfristede anlægsaktiver							
Immaterielle aktiver	402.142	391.094	370.623	2.944.042	2.941.247	2.920.162	7
Projektudviklingsejendomme	406.427	411.450	276.338	290.539	238.439	197.506	7
Øvrige materielle aktiver	1.365.218	1.189.824	1.203.003	2.418.402	2.331.310	2.240.718	9
Kapitalandele i associerede virksomheder	136.187	290.712	129.782	132.523	136.249	135.371	8
Langfristede aktiver i alt	2.309.974	2.283.080	1.979.746	5.785.506	5.647.245	5.493.757	
Omsætningsaktiver							
Varebeholdninger	187.144	173.147	180.342	330.459	312.041	316.708	10
Tilgodehavender	431.106	393.996	378.868	505.724	536.320	570.438	11
Selskabsskat	0	0	8.855	11.754	0	0	12
Forudbetalte omkostninger/periodeafgrænsningsposter	26.105	13.605	14.253	23.022	20.011	21.714	13
Omsætningsaktiver i alt	644.355	580.748	582.318	870.959	868.372	908.860	
Ikke-Rentebærende gæld							
Udskudt skat	170.011	166.539	144.795	457.571	431.774	375.396	
Leverandørgæld	429.501	397.795	430.852	807.486	810.529	913.762	18
Selskabsskat	8.329	63	0	0	22.156	7.044	12
Anden gæld, kort- og langfristet	361.434	355.253	330.538	903.308	896.984	999.383	17
Ikke-Rentebærende gæld i alt	969.275	919.650	906.185	2.168.365	2.161.443	2.295.585	
Investeret Kapital	1.985.054	1.944.178	1.655.879	4.488.100	4.354.174	4.107.032	

Egenkapital i alt	1.280.519	1.321.185	1.347.595	2.132.977	2.818.351	2.934.805	
Rentebærende gæld							
Realkreditinstitutter, kort- og langfristet	597.964	595.839	593.690	761.901	1.177.287	1.014.528	15
Kreditinstitutter, kort- og langfristet	209.082	53.654	634	1.861.269	866.757	502.609	15
Rentebærende gæld i alt	807.046	649.493	594.324	2.623.170	2.044.044	1.517.137	
Rentebærende aktiver							
Øvrige finansielle aktiver	65.120	7.727	12.265	24.085	16.768	11.725	9
Likvide beholdninger	37.391	18.773	273.775	243.962	491.453	333.185	16
Rentebærende aktiver i alt	102.511	26.500	286.040	268.047	508.221	344.910	
Nettorentebærende gæld i alt	704.535	622.993	308.284	2.355.123	1.535.823	1.172.227	
Investeret kapital	1.985.054	1.944.178	1.655.879	4.488.100	4.354.174	4.107.032	

Note 7: Immaterielle aktiver, projektudviklingsejendomme og øvrige materielle aktiver

Disse regnskabsposter er alle driftsrelaterede.

Note 8: Kapitalandele i associerede virksomheder

Regnskabsposten klassificeres som finansiel, jf. forklaring note 4.

Note 9: Øvrige finansielle aktiver

Regnskabsposten omfatter andre kapitalandele og andre tilgodehavender. Andre kapitalandele er, hvor virksomheden besidder mindre end 20 pct. af stemmerettighederne (Sørensen, 2017; s. 208). Af noten fremgår det, at andre kapitalandele ikke indgår i koncernens handelsbeholdning (disponibel for salg). Nedskrivninger, som følge af værdiforringelse og tilbageførsel heraf, er indregnet i resultatopgørelsen under finansielle poster (Royal Unibrew Årsrapport, 2015; s. 86). Andre kapitalandele kan betragtes som driftsaktiver, hvis det omhandler ”strategiske” investeringer i virksomheden (Sørensen, 2017; s. 208). Det fremgår dog ikke af noterne, at der er tale om en sådan investering, men det tyder på at posten i stedet er finansiel, blandt andet fordi nedskrivningerne er klassificeret under finansielle poster. Andre tilgodehavender vedrører blandt andet afledte finansielle instrumenter (Royal Unibrew Årsrapport, 2015; s. 70). Det er dog ikke oplyst i noterne om posten indeholder andet, men kan eksempelvis være lån ydet til kunder, associerede virksomheder eller finansielle tilgodehavender såsom rentetilgodehavender. Andre tilgodehavender betragtes derfor som et finansielt aktiv, da intet indikerer at det er drift.

Note 10: Varebeholdninger

Driftsaktiv, som vedrører råvarer, hjælpematerialer, varer under fremstilling og fremstillede færdigvarer og handelsvarer (Royal Unibrew Årsrapport, 2015; s. 87).

Note 11: Tilgodehavender

Posten er opdelt i tilgodehavender fra salg og andre tilgodehavender. Det er ikke specificeret i noten, hvad posterne vedrører. Det antages derfor, at tilgodehavender fra salg er fakturerede varer. Andre tilgodehavender kan vedrøre kortsigtede udlån til kunder, kontraktdebitorer eller udlån til associerede virksomheder. I og med at Royal Unibrew har andre tilgodehavender fordelt under ”øvrige finansielle aktiver” og ”tilgodehavender”, antages det, at de har lavet en valid opdeling af, hvilke andre tilgodehavender der er driftsrelaterede tilhørende omsætningsaktiver og hvilke der er finansielle, hvorfor det forudsættes, at andre tilgodehavender under tilgodehavender er et driftsaktiv.

Note 12: Selskabsskat

Denne post opstår ved forskelle i beregning af driftsoverskuddet i skatteregnskabet og det regnskabsmæssige overskud, hvorfor posten er driftsrelateret, hvilket både gælder tilgodehavende selskabsskat og skyldig selskabsskat.

Note 13: Forudbetalte omkostninger/periodeafgrænsningsposter

Er omkostninger vedrørende efterfølgende regnskabsår og dermed driftsrelateret.

Note 14: Minoritetsinteresser

Posten vedrører investering i dattervirksomheder. Spørgsmålet i forbindelse med klassificering af minoritetsinteresser er ikke hvorvidt posten tilhører drift eller finansiering, men hvorvidt posten bør indgå i rentebærende gæld eller som en del af egenkapitalen. Ifølge Plenborg er der stærkest argumenter, for at behandle minoritetsinteresser som en del af egenkapitalen. Ved værdiansættelse vil afkastkravet fra minoritetsinteresser være forskellig fra renten på gælden, men vil sandsynligvis ligge tæt på de øvrige investorers afkastkrav (Plenborg, 2012; s. 78). Set fra et kredit perspektiv sidestilles minoritetsinteresser med investorer i moderselskabet og i tilfælde af konkurs, vil de dele den tilbageværende kapital med investorerne i moderselskabet, efter gælden er blevet tilbagebetalt (Plenborg, 2012; s. 78). Minoritetsinteresserne indgår derfor som en del af egenkapitalen.

Note 15: Realkreditinstitutter og kreditinstitutter

Både lang- og kortfristede realkreditinstitutter og kreditinstitutter er finansielle forpligtelser, da disse er rentebærende.

Note 16: Likvide beholdninger

Posten omfatter ofte kontanter og kassekredit. Likvider betragtes som et finansielt aktiv i form af overskydende likviditet, som eksempelvis kan benyttes til at nedbringe gæld eller fremtidige investeringer.

Note 17: Anden gæld

Denne post vedrører anden offentlig gæld, indløsningsforpligtelse returemballage og anden gæld, hvor anden gæld blandt andet vedrører afledte finansielle instrumenter (Royal Unibrew Årsrapport, 2015; s. 70 og s. 91). Anden gæld vedrører formentlig også gæld til leverandører, tilknyttede og associerede virksomheder og pensionsforpligtelser, jf. noten om andre gældsforpligtelser (Royal Unibrew Årsrapport, 2015; s. 92). Royal Unibrew klassificerer selv posten som en del af arbejdskapitalen (Royal Unibrew Årsrapport, 2013; s. 63), men det tyder på, at posten delvist er drift og delvist er finansiell. I og med at posten ikke er specificeret yderligere, herunder særligt anden gæld, så bibeholdes posten som drift, da returemballage og formentlig også offentlige ydelser er drift.

Note 18: Leverandør gæld

Er driftsrelateret og dermed ikke rentebærende.

Note 19: Eventualforpligtelser, sikkerhedsstillelser og andre forpligtelser

Af noterne fremgår det, at Royal Unibrew har både operationel og finansiell leasing. Den finansielle leasing er vedrørende produktionsanlæg og indgår i den analytiske balance. Den operationelle leasing er vedrørende ejendomme og driftsmateriel, herunder biler og IT-udstyr (Royal Unibrew Årsrapport, 2015; s. 94). Leasingkontrakterne er ikke indarbejdet i den analytiske balance, da oplysningerne til at foretage en korrektion ikke er tilgængelige. Eksempelvis er årets betalte leasingydelser ukendte.

Bilag 3.3 - Heineken

OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE

Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	16.133	17.123	18.383	19.203	19.257	20.511
Andre driftsindtægter	239	64	1.510	226	93	411
Råmaterialer, forbrugsvarer og services	-10.291	-10.966	-11.849	-12.186	-12.053	-12.931
Personaleomkostninger	-2.665	-2.838	-3.037	-3.108	-3.080	-3.322
Afskrivninger, nedskrivninger og impairments	-1.118	-1.168	-1.316	-1.581	-1.437	-1.594
Totale omkostninger	-14.074	-14.972	-16.202	-16.875	-16.570	-17.847
Bruttoresultat	2.298	2.215	3.691	2.554	2.780	3.075
Finansielle indtægter	100	70	62	47	48	60
Finansielle omkostninger	-590	-494	-551	-579	-457	-412
Andre finansielle indtægter/omkostninger	-19	-6	219	-61	-79	-57
Netto finansielle omkostninger	-509	-430	-270	-593	-488	-409
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	193	240	213	146	148	172
Resultat før skat	1.982	2.025	3.634	2.107	2.440	2.838
Selskabsskat	-403	-465	-525	-520	-732	-697
Resultat efter skat	1.579	1.560	3.109	1.587	1.708	2.141
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	-132	-130	-160	-223	-192	-259
Moderselskabets aktionær andel af årets resultat	1.447	1.430	2.949	1.364	1.516	1.882

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE

Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Omsætning	16.133	17.123	18.383	19.203	19.257	20.511	
Produktionsomkostninger	-7.240	-7.724	-8.570	-8.737	-8.556	-9.037	1
Personaleomkostninger	-2.576	-2.782	-3.009	-3.067	-3.111	-3.244	2
Bruttoresultat	6.317	6.617	6.804	7.399	7.590	8.230	
Transport og marketing omkostninger	-3.051	-3.242	-3.279	-3.449	-3.497	-3.894	1
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	193	240	213	146	148	172	
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	66	80	71	49	49	57	3
EBITDA	3.525	3.695	3.809	4.145	4.290	4.565	
Afskrivninger, nedskrivninger og impairments	-879	-1.104	-1.292	-1.355	-1.344	-1.183	4
EBIT	2.646	2.591	2.517	2.790	2.946	3.382	
Selskabsskat	-403	-465	-525	-520	-732	-697	
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	-66	-80	-71	-49	-49	-57	3
Skatteskjold, nettofinansielle omkostninger	-152	-122	-75	-159	-114	-122	6
NOPAT	2.025	1.925	1.847	2.063	2.051	2.506	
Ikke-tilbagevendende poster	0	0	1.486	0	0	0	7
Resultat før finansielle poster og skat	2.025	1.925	3.333	2.063	2.051	2.506	
Finansielle indtægter	100	70	62	47	48	60	
Finansielle omkostninger	-590	-494	-551	-579	-457	-412	
Andre finansielle indtægter/omkostninger	-108	-62	191	-102	-48	-135	5
Skat på nettofinansielle omkostninger	152	122	75	159	114	122	6
Årets resultat	1.579	1.560	3.109	1.587	1.708	2.141	

Note 1: Produktionsomkostninger, Transport og marketing omkostninger

Den rapporterede resultatopgørelse indeholder regnskabsposten ”råmaterialer, forbrugsvarer og services”. Denne post indeholder flere poster, som vedrører den primære produktion heriblandt råmaterialer, pakning, energi og vand. Regnskabsposten indeholder dog også marketing- og salgsomkostninger samt transportomkostninger. Disse udgifter kan ikke henføres direkte til den primære drift og klassificeres derfor som sekundær drift under posten ”Transport og marketing omkostninger”.

Note 1 - Råmaterialer, forbrugsvarer og services	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Råmaterialer	1.474	1.576	1.892	1.868	1.782	1.616
Ikke-refunderbar pakning	1.863	2.075	2.376	2.502	2.551	3.049
Varer til videresalg	1.655	1.498	1.616	1.551	1.495	1.775
Bevægelser i varebeholdning	-8	-8	-85	2	-15	-141
Marketing og salgs omkostninger	2.072	2.186	2.250	2.418	2.447	2.755
Transportomkostninger	979	1.056	1.029	1.031	1.050	1.139
Energi og vand	442	525	562	564	548	517
Reparation og vedligehold	375	417	458	482	458	485
Andre omkostninger	1.439	1.641	1.751	1.768	1.737	1.736
Total	10.291	10.966	11.849	12.186	12.053	12.931
Produktionsomkostninger	7.240	7.724	8.570	8.737	8.556	9.037
Transport og marketing omkostninger	3.051	3.242	3.279	3.449	3.497	3.894

Note 2: Personaleomkostninger

I personaleomkostninger findes posten ”udgifter til ydelsesbaserede pensionsordninger”. Som beskrevet i afsnit 6.3, klassificeres ydelsesbaserede pensionsordninger som finansielle, da disse er rentebærende, og bidragsbaserede pensionsordninger er driftsrelaterede og indregnes direkte i resultatopgørelsen. Nedenstående ydelsesbaserede pensionsordninger trækkes derfor ud af personaleomkostninger og flyttes i stedet til andre finansielle omkostninger, så de indgår i beregningen af skatteskjold på netto finansielle omkostninger.

Note 2 - Personaleomkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lønninger	1.787	1.891	2.078	2.125	2.107	2.178
Socialsikringsbidrag	317	333	352	346	337	346
Bidragbaserede pensionsordninger	16	24	39	41	42	47
Udgifter til ydelsesbaserede pensionsordninger	89	56	28	41	-31	78 *
Forøgelse af langsigtede medarbejderfordele	9	11	11	11	8	3
Egenkapitalorienteret aktiebaseret vederlagsplan	15	11	12	10	48	33
<u>Andre personaleomkostninger</u>	<u>432</u>	<u>512</u>	<u>517</u>	<u>534</u>	<u>569</u>	<u>637</u>
Personaleomkostninger i alt	2.576	2.782	3.009	3.067	3.111	3.244

* Bemærk at denne post flyttes til andre finansielle omkostninger.

I årene 2013-2015 fremgår posten ”renter på netto ydelsesbaserede pensionsforpligtelser af andre finansielle omkostninger. I årene 2011-2012 er disse renter indeholdt i posten ”udgifter til ydelsesbaserede pensionsordninger”. Da hele posten flyttes til andre finansielle omkostninger, beregnes renterne ikke særskilt for år 2011-2012, da disse allerede er indeholdt i posten. Derfor fremgår renterne kun for årene 2013-2015 i andre finansielle omkostninger, men er også medtaget for årene 2011-2012, disse ligger blot inde i posten ”udgifter til ydelsesbaserede pensionsordninger”.

Note 2.1 - Ydelsesbaserede pensionsordninger	2010	2011	2012
Kortsigtede service omkostninger	77	71	63
Renter på pensionsforpligtelser	334	340	330
Forventet afkast på ydelsesbaserede pensionsaktiver	-298	-315	-322
Tidligere serviceomkostninger	-9	-5	-2
<u>Effekt af indskrænkning og afvikling</u>	<u>-15</u>	<u>-35</u>	<u>-41</u>
Ydelsesbaserede pensionsordninger i alt	89	56	28

Note 3: Andel af resultat i associerede virksomheder og joint ventures

Årsrapporterne for 2011 og 2012 indeholder en liste over Heinekens signifikante investeringer i associerede virksomheder og joint ventures. De listede associerede virksomheder og joint ventures er alle bryggeri-virksomheder. Årsrapporterne for 2013-2015 indeholder ikke en tilsvarende uddybende liste, men beretter blot væsentlige ændringer som eksempelvis nye større investeringer. Alle de rapporterede større

ændringer i årsrapporterne for 2013-2015 vedrører også bryggeri-virksomheder. Det antages derfor, at alle Heinekens associerede virksomheder og joint ventures befinder sig i bryggeri-branchen, og regnskabsposten anses derfor for driftsrelateret (Plenborg, 2012; s. 76).

I den rapporterede resultatopgørelse fremgår posten på efter skat-basis, hvorfor skat af denne post tillægges og beregnes ved brug af den marginale skattesats (se note 6 om skattesats).

Note 3 - Skat på associerede virksomheder og joint ventures	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Selskabsskat, marginal skattesats	25,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Andel af resultat i associerede virksomheder og joint ventures, efter skat	193	240	213	146	148	172
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	66	80	71	49	49	57
Andel af resultat i associerede virksomheder og joint ventures, før skat	259	320	284	195	197	229

Note 4: Afskrivninger, nedskrivninger og impairments

I den rapporterede resultatopgørelse fremgår posten ”andre driftsindtægter”. Denne post indeholder gevinster ved salg af materielle og immaterielle aktiver samt gevinster ved salg af datterselskaber, joint ventures og associerede virksomheder. Regnskabsposten fremkommer som forskellen mellem netto salgsværdien og den bogførte værdi af det solgte aktiv (Sørensen, 2012; s. 174). Posten klassificeres under afskrivninger, da posten anses for at være en korrektion af tidligere foretagne afskrivninger. I 2012 er posten ”Gevinst ved salg af datterselskaber, associerede virksomheder og joint ventures” usædvanligt høj. Dette skyldes en ikke-monetær gevinst ved opkøb af Asia Pacific Investment Pte. Ltd. og Asia Pacific Breweries, hvor Heineken i forvejen ejede væsentlige aktieposter. Gevinsten opstod ved forskellen mellem Heinekens bogførte værdi af den oprindelige investering (aktieposterne) og dagsværdien af de oprindelige aktieposter ved opkøbet (Heineken Årsrapport, 2012; s. 96-99). Den ekstraordinære gevinst ved opkøbet udgjorde 1.486 mio. euro. Da posten anses for værende usædvanlig og transitorisk, trækkes den ud af afskrivningerne og klassificeres under ”ikke-tilbagevendende poster” efter NOPAT (se note 7).

Note 4 - Afskrivninger, nedskrivninger og impairments	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Afskrivninger, nedskrivninger og impairments	-1.118	-1.168	-1.316	-1.581	-1.437	-1.594
Andre driftsindtægter	239	64	1.510	226	93	411
- Gevinst ved salg af PPE	37	35	22	87	41	37
- Gevinst ved salg af immaterielle aktiver	13	24	2	0	0	0
- Gevinst ved salg af associerede virksomheder og joint ventures	189	5	1.486	139	52	374
Afskrivninger, nedskrivninger og impairments i alt	-879	-1.104	-1.292	-1.355	-1.344	-1.183

Note 5: Andre finansielle indtægter og omkostninger

Fra personaleomkostninger er ”udgifter til ydelsesbaserede pensionsordninger” flyttet til andre finansielle indtægter og omkostninger (se note 2). Posten er dermed som følger:

Note 5 - Andre finansielle indtægter/omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dividende indtægter på investeringer bestemt for salg	1	2	2	15	10	10
Dividende indtægter på investeringer bestemt til handel	7	11	23	0	0	0
Netto gevinster/tab på bortskaffelse af investeringer til salg	0	1	192	0	0	18
Netto ændringer i fair value af derivater	-75	96	-7	16	173	143
Netto gevinster/tab for udenlandsk valuta	61	-107	15	-31	-205	-179
Impairment loss på investeringer bestemt for salg	-3	0	0	0	0	0
Afvikling af rabat på hensættelser	-7	-7	-7	-5	-5	-3
Renter på netto ydelsesbaserede pensionsforpligtelser	0	0	0	-56	-49	-44
Øvrige netto finansielle indtægter/udgifter	-3	-2	1	0	-3	-2
Udgifter til ydelsesbaserede pensionsforpligtelser	-89	-56	-28	-41	31	-78
Andre finansielle indtægter/omkostninger i alt	-108	-62	191	-102	-48	-135

Note 6: Skattesats og skatteskjold

Til beregning af skatteskjoldet anvendes den marginale skattesats. Heineken har interesser i mange forskellige lande, hvilket taler for at anvende den effektive skattesats, da denne vil tage højde for de forskellige landes skattesatser og skattefordele. Da Heinekens skattepligtige indkomst overstiger de finansielle omkostninger, anvendes dog den marginale skattesats i Holland, hvor Heineken har hovedsæde og hvor den største skattebetaling antages at finde sted (Plenborg, 2012; s. 86-88). Den hollandske selskabsskattesats har ligget på 25% i alle de analyserede år (kpmg.com).

Skatteskjoldet beregnes ved at gange den marginale skattesats med netto finansielle omkostninger.

Note 6 - Skatteskjold, nettofinansielle omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	25,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Netto finansielle omkostninger	-598	-486	-298	-634	-457	-487
Skatteskjold, netto finansielle omkostninger	-152	-122	-75	-159	-114	-122

Note 7: Ikke-tilbagevendende poster

Kun i 2012 registreres en ekstraordinær post under de rapporterede ”andre driftsindtægter”. Herunder rapporteredes en gevinst på 1.486 mio. euro under ”Gevinst ved salg af datterselskaber, associerede virksomheder og joint ventures”. Dette skyldes en ikke-monetær gevinst ved opkøbet af Asia Pacific Investment Pte. Ltd. og Asia Pacific Breweries, hvor Heineken i forvejen ejede væsentlige aktieposter. Gevinsten opstod ved forskellen mellem Heinekens bogførte værdi af den oprindelige investering (aktieposterne) og dagsværdien af de oprindelige aktieposter ved opkøbet (Heineken Årsrapport, 2012; s. 96-99). Den ekstraordinære gevinst ved opkøbet udgør 1.486 mio. euro og anses for værende transitorisk og klassificeres som sekundær drift.

Note 7 - Ikke-tilbagevendende poster	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ikke-tilbagevendende poster	0	0	1.486	0	0	0

OFFICIEL BALANCE

Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVER						
Langfristede aktiver						
Materielle aktiver	7.687	7.860	8.792	8.454	8.718	9.552
Immaterielle aktiver	10.890	10.835	17.725	15.934	16.341	18.183
Investeringer i associerede virksomheder og joint ventures	1.673	1.764	1.950	1.883	2.033	1.985
Andre investeringer og tilgodehavender	1.103	1.129	1.099	762	737	856
Tilgodehavender fra kunder	449	357	312	301	254	266
Udskudt skatteaktiv	542	474	564	508	661	958
Langfristede aktiver i alt	22.344	22.419	30.442	27.842	28.744	31.800
Kortfristede aktiver						
Varebeholdninger	1.206	1.352	1.596	1.512	1.634	1.702
Andre investeringer	17	14	11	11	13	16
Tilgodehavender fra kunder	2.273	2.260	2.537	2.427	2.743	2.873
Forudbetalinger	206	170	232	218	317	343
Tilgodehavende selskabsskat	0	0	0	0	23	33
Likvide beholdninger	610	813	1.037	1.290	668	824
Aktiver bestemt for salg	6	99	124	37	688	123
Kortfristede aktiver i alt	4.318	4.708	5.537	5.495	6.086	5.914
Aktiver i alt	26.662	27.127	35.979	33.337	34.830	37.714

Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL OG PASSIVER						
Egenkapital						
Aktiekapital	922	922	922	922	922	922
Overkurs	2.701	2.701	2.701	2.701	2.701	2.701
Reserver	814	498	365	-858	-427	-655
Allotted share delivery instrument	666	0	0	0	0	0
Overført resultat	4.829	5.653	7.703	8.637	9.213	10.567
Egenkapital for aktionærer i Heineken	9.932	9.774	11.691	11.402	12.409	13.535
Minoritetsinteresser	288	318	1.071	954	1.043	1.535
Egenkapital i alt	10.220	10.092	12.762	12.356	13.452	15.070
Langfristede forpligtelser						
Lån	8.078	8.199	11.437	9.853	9.499	10.658
Skatteforpligtelser	178	160	140	112	3	3
Medarbejderfordele	1.097	1.174	1.632	1.202	1.443	1.289
Hensatte forpligtelser	475	449	418	367	398	320
Udskudt skat	991	894	1.790	1.444	1.503	1.858
Langfristede forpligtelser i alt	10.819	10.876	15.417	12.978	12.846	14.128
Kortfristede forpligtelser						
Kassekredit	132	207	191	178	595	542
Lån	862	981	1.863	2.195	1.671	1.397
Leverandørgæld og andre forpligtelser	4.265	4.624	5.273	5.131	5.533	6.013
Skatteforpligtelser	241	207	305	317	390	379
Hensatte forpligtelser	123	140	129	171	165	154
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	0	0	39	11	178	31
Kortfristede forpligtelser i alt	5.623	6.159	7.800	8.003	8.532	8.516
Passiver i alt	16.442	17.035	23.217	20.981	21.378	22.644
Egenkapital og passiver i alt	26.662	27.127	35.979	33.337	34.830	37.714

REFORMULERET BALANCE

Mio. EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
AKTIVER							
Langfristede anlægsaktiver							
Materielle aktiver	7.687	7.860	8.792	8.454	8.718	9.552	
Immaterielle aktiver	10.890	10.835	17.725	15.934	16.341	18.183	
Investeringer i associerede virksomheder og joint ventures	1.673	1.764	1.950	1.883	2.033	1.985	8
Andre investeringer og tilgodehavender	645	648	695	450	405	471	9
Udskudt skatteaktiv	542	474	564	508	661	958	13
Langfristede aktiver i alt	21.437	21.581	29.726	27.229	28.158	31.149	
Omsætningsaktiver							
Varebeholdninger	1.206	1.352	1.596	1.512	1.634	1.702	16
Tilgodehavender fra kunder	2.273	2.260	2.537	2.427	2.743	2.873	10
Forudbetalinger	206	170	232	218	317	343	
Tilgodehavende selskabsskat	0	0	0	0	23	33	13
Aktiver bestemt for salg	6	99	124	37	688	123	12
Omsætningsaktiver i alt	3.691	3.881	4.489	4.194	5.405	5.074	
Ikke-Rentebærende gæld							
Skatteforpligtelser, kort- og langfristet	419	367	445	429	393	382	13
Udskudt skat	991	894	1.790	1.444	1.503	1.858	13
Leverandørgæld og andre forpligtelser	4.006	4.360	5.016	4.794	5.297	5.793	11
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	0	0	39	11	178	31	12
Ikke-Rentebærende gæld i alt	5.416	5.621	7.290	6.678	7.371	8.064	
Investeret Kapital	19.712	19.841	26.925	24.745	26.192	28.159	

Egenkapital i alt	10.220	10.092	12.762	12.356	13.452	15.070	
Netto-Rentebærende gæld							
Medarbejderfordele (pensioner)	1.097	1.174	1.632	1.202	1.443	1.289	15
Lån, kort- og langfristet	8.940	9.180	13.300	12.048	11.170	12.055	
Leverandørgæld og andre forpligtelser i alt	259	264	257	337	236	220	11
Hensatte forpligtelser, kort- og langsigtet	598	589	547	538	563	474	14
Kassekredit	132	207	191	178	595	542	
Rentebærende gæld i alt	11.026	11.414	15.927	14.303	14.007	14.580	
Netto-Rentebærende aktiver							
Tilgodehavender fra kunder	449	357	312	301	254	266	10
Likvide beholdninger	610	813	1.037	1.290	668	824	
Andre investeringer	17	14	11	11	13	16	9
Andre investeringer og tilgodehavender, rentebærende	458	481	404	312	332	385	9
Rentebærende aktiver i alt	1.534	1.665	1.764	1.914	1.267	1.491	
Nettorentebærende gæld i alt	9.492	9.749	14.163	12.389	12.740	13.089	
Investeret kapital	19.712	19.841	26.925	24.745	26.192	28.159	

Note 8: Associerede virksomheder og joint ventures

Som i resultatopgørelsen vurderes associerede virksomheder og joint ventures at indgå som del af kerneforretningen, og posten klassificeres derfor som driftsrelateret.

Note 9: Andre investeringer og tilgodehavender

Posten indeholder lån til kunder, langsigtede forudbetalinger og investeringer i aktiver bestemt for salg, som alle anses for at være en del af driften (se desuden note 12). De øvrige poster er alle finansierings relaterede og omfatter blandt andet investeringer i aktiver bestemt for salg, finansielle instrumenter og øvrige tilgodehavender. Øvrige tilgodehavender består af et tilgodehavende hos den brasilianske regering i forbindelse med opkøb af bryggeriet FEMSA i Brasilien. Der afregnes renter af tilgodehavendet og derfor klassificeres øvrige tilgodehavender som en finansierings aktivitet.

Andre investeringer og tilgodehavender splittes derfor op i den analytiske balance i henholdsvis drift og finansiering.

Note 9 - Andre investeringer og tilgodehavender	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Investeringer i aktiver bestemt for salg	190	264	327	247	253	287	Drift
Langfristede derivater	135	142	116	67	97	210	Finansiel
Lån til kunder	455	384	368	203	68	69	Drift
Lån til joint ventures og associerede virksomheder	0	0	0	0	82	22	Finansiel
Langfristede forudbetalinger	0	0	0	0	84	115	Drift
Investering som holdes til udløb	4	5	4	4	9	1	Finansiel
Erstatnings tilgodehavender	145	156	136	113	3	4	Finansiel
Andre tilgodehavender	174	178	148	128	141	148	Finansiel
<i>Andre investeringer og tilgodehavender i alt</i>	<i>1.103</i>	<i>1.129</i>	<i>1.099</i>	<i>762</i>	<i>737</i>	<i>856</i>	
<i>Kortfristede andre investeringer</i>							
Investering som holdes til trading	17	14	11	11	13	16	Finansiel
Andre investeringer og tilgodehavender, drift	645	648	695	450	405	471	
Andre investeringer og tilgodehavender, rentebærende	458	481	404	312	332	385	

Note 10: Tilgodehavender fra kunder, kort- og langsigtet:

Kortsigtede tilgodehavender fra kunder betragtes som driftsrelateret, mens langsigtede tilgodehavender anses for at være rentebærende og dermed finansielle.

Note 11: Leverandørgæld og andre forpligtelser

Posten indeholder primært driftsrelaterede poster, såsom leverandørgæld, periodeafgrænsningsposter og returemballage, men også tre poster som er finansieringsrelaterede henholdsvis renter, derivater og share purchase mandate. Disse tre poster klassificeres som rentebærende og opdelingen er dermed følgende:

Note 11 - Leverandørgæld og andre forpligtelser	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Leverandørgæld	1.660	2.009	2.244	2.140	2.339	2.797	Drift
Periodeafgrænsningsposter	434	490	512	507	1.211	1.270	Drift
Skat og sociale bidrag	652	665	751	804	802	806	Drift
Returemballage	53	33	47	36	580	606	Drift
Renter	97	100	204	188	132	131	Finansiel
Derivater	66	164	53	149	104	89	Finansiel
Share purchase mandate	96	0	0	0	0	0	Finansiel
Andre forpligtelser	298	243	299	260	45	46	Drift
Udbytte	909	920	1.163	1.047	320	268	Drift
Leverandørgæld og andre forpligtelser i alt	4.265	4.624	5.273	5.131	5.533	6.013	
Leverandørgæld og andre forpligtelser, drift	4.006	4.360	5.016	4.794	5.297	5.793	
Leverandørgæld og andre forpligtelser, rentebærende	259	264	257	337	236	220	

Note 12: Aktiver bestemt for salg

Aktiver bestemt for salg og forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg omfatter salg af forretninger. Posten anses for værende omstruktureringer og som en del af driften, da det anses for at være en nødvendig del af driften at afhænde ikke-rentable forretninger.

Note 13: Udskudt skat, skatteforpligtelser og tilgodehavende selskabsskat

Hvad angår udskudt skat gælder samme ræsonnement som for Carlsberg. Størstedelen af posten vedrører materielle og immaterielle aktiver som er driftsrelaterede, og posten er ikke oplyst til kapitalværdi, hvorfor posten behandles som driftsrelateret (Heineken Årsrapport, 2015; s. 96). Hvad angår skatteforpligtelser og tilgodehavende selskabsskat er disse poster ikke uddybet i årsrapporten. Det antages, at skatteforpligtelserne og tilgodehavende selskabsskat også er relateret til driften.

Note 14: Hensatte forpligtelser

Hensatte forpligtelser omfatter omstruktureringsomkostninger, omkostninger til retssager og retslige krav, omkostninger til byrdefulde kontrakter samt øvrige hensatte forpligtelser. Ifølge Heineken beregnes hensatte forpligtelser til kapitalværdi og ændringer indregnes som finansielle omkostninger (Heineken Årsrapport, 2015; s. 79). Både kort- og langfristede hensatte forpligtelser betragtes derfor som rentebærende.

Note 15: Medarbejderfordele

Posten indeholder forpligtelser i forhold til bidrags- og ydelsesbaserede pensionsordninger, men posten er ikke opdelt på de forskellige pensionsordninger (Heineken Årsrapport, 2015; s. 108). De specificerede posteringer i medarbejderfordele er alle vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger og det er kun i den uddybende beskrivelse at det fremgår, at bidragsbaserede pensionsordninger også er indeholdt i medarbejderfordele. De bidragsbaserede pensionsordninger har ikke en særskilt post. Det antages derfor, at størstedelen af medarbejderfordele er vedrørende ydelsesbaserede pensionsordninger, og hele posten klassificeres derfor som finansiell (Plenborg, 2012; s. 78-79).

Note 16: Varebeholdning

Posten omfatter primært råmaterialer, varer i arbejde, færdigvarer og andre varebeholdninger (Heineken Årsrapport, 2015; s. 99). Alle posterne er driftsrelateret og posten klassificeres derfor som ikke-rentebærende.

Bilag 3.4 - AB InBev

OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	36.297	39.046	39.758	43.195	47.063	43.604
Produktionsomkostninger	-16.151	-16.634	-16.422	-17.594	-18.756	-17.137
Bruttoresultat	20.146	22.412	23.336	25.601	28.307	26.467
Distributionsomkostninger	-2.913	-3.313	-3.787	-4.061	-4.558	-4.259
Salgs- og marketing omkostninger	-4.712	-5.143	-5.254	-5.958	-7.036	-6.913
Administrative omkostninger	-1.960	-2.043	-2.200	-2.539	-2.791	-2.560
Andre driftsindtægter/(omkostninger)	604	694	684	1.160	1.386	1.032
Resultat af primær drift før ikke-tilbagevendende poster	11.165	12.607	12.779	14.203	15.308	13.767
Omstruktureringsomkostninger	-252	-351	-36	-118	-158	-171
Bortskaffelse af forretninger og aktiver	-16	78	58	30	157	524
Opkøbsomkostninger ved virksomhedskøb	0	-5	-54	-82	-77	-55
Nedskrivninger af aktiver	0	0	0	0	-119	-82
Retsligt forlig	0	0	0	0	0	-80
Dagsværdireguleringer	0	0	0	6.410	0	0
Resultat af primær drift	10.897	12.329	12.747	20.443	15.111	13.903
Finansielle omkostninger	-3.336	-3.035	-2.692	-3.047	-2.797	-2.417
Finansielle indtægter	525	438	344	561	969	1.178
Ikke-tilbagevendende netto finansielle indtægter/(omkostninger)	-925	-540	-18	283	509	-214
Netto finansielle indtægter/(omkostninger)	-3.736	-3.137	-2.366	-2.203	-1.319	-1.453
Andel af resultat i associerede virksomheder	521	623	624	294	9	10
Resultat før skat	7.682	9.815	11.005	18.534	13.801	12.460
Selskabsskat	-1.920	-1.856	-1.680	-2.016	-2.499	-2.594
Resultat efter skat	5.762	7.959	9.325	16.518	11.302	9.866
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	1.736	2.104	2.165	2.124	2.086	1.594
Moderselskabets aktionær andel af årets resultat	4.026	5.855	7.160	14.394	9.216	8.272

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Omsætning	36.297	39.046	39.758	43.195	47.063	43.604	3
Produktionsomkostninger	-14.098	-14.560	-14.350	-15.405	-16.485	-14.934	3+7
Bruttoresultat	22.199	24.486	25.408	27.790	30.578	28.670	
Distributionsomkostninger	-2.769	-3.185	-3.668	-3.940	-4.421	-4.128	3+7
Salgs- og marketing omkostninger	-4.317	-4.728	-4.866	-5.503	-6.541	-6.441	3+7
Administrative omkostninger	-1.656	-1.787	-1.961	-2.270	-2.426	-2.196	3+7
Omstruktureringsomkostninger	-169	-318	-36	-118	-158	-171	2
Bortskaffelse af forretninger og aktiver	-16	78	58	30	156	524	2
Andel af resultat i associerede virksomheder efter skat	521	623	624	294	9	10	5
Skat på andel af resultat i associerede virksomheder	268	321	321	151	5	5	5
Resultat af primær drift før særlige poster	14.061	15.490	15.880	16.434	17.202	16.273	
Andre driftsindtægter/(udgifter)	490	654	646	992	880	1.243	1+3+7
Opkøbsomkostninger ved virksomhedskøb	0	-5	-54	-82	-77	-55	2
EBITDA	14.551	16.139	16.472	17.344	18.005	17.461	
Af- og nedskrivninger	-2.715	-2.738	-2.709	-2.953	-3.348	-3.133	3
EBIT	11.836	13.401	13.763	14.391	14.657	14.328	
Selskabsskat	-1.920	-1.856	-1.680	-2.016	-2.499	-2.594	4
Skat på andel af resultat i associerede virksomheder	-268	-321	-321	-151	-5	-5	5
Skatteskjold, nettofinansielle omkostninger	-1.270	-1.066	-859	-802	-490	-533	6
NOPAT	8.378	10.158	10.903	11.422	11.663	11.196	
Ekstraordinære driftsindtægter (engangsposter)	0	0	0	143	0	-233	1
Dagsværdireguleringer	0	0	0	6.410	0	0	2
Retsligt forlig	0	0	0	0	0	-80	2
Resultat før finansielle poster og skat	8.378	10.158	10.903	17.975	11.663	10.883	
Finansielle omkostninger	-3.336	-3.035	-2.692	-3.047	-2.797	-2.417	6
Finansielle indtægter	525	438	344	561	969	1.178	6
Ikke-tilbagevendende netto finansielle indtægter/(omkostninger)	-925	-540	-18	283	509	-214	6
Medarbejder fordele	-150	-128	-71	-56	468	-97	7
Skat på nettofinansielle omkostninger	1.270	1.066	859	802	490	533	6
Årets resultat	5.762	7.959	9.325	16.518	11.302	9.866	

Produktionsomkostninger, distributionsomkostninger, salgs- og marketing omkostninger, administrationsomkostninger og andre driftsindtægter/-udgifter.

I disse poster er af- og nedskrivninger samt medarbejderfordele trukket ud, jf. note 3 og note 7.

Note 1: Andre driftsindtægter/(udgifter)

AB InBev betragter nedenstående regnskabsposter som en del af deres primære drift. Regnskabsposterne gennemgås for at vurdere, om de enkelte delposter skal bibeholdes som andre driftsindtægter/(udgifter), eller om posten skal re-klassificeres. Som tidligere nævnt, er der indregnet af- og nedskrivninger samt medarbejderfordele i posten, som trækkes ud, jf. note 3 og note 7.

Andre driftsindtægter/(udgifter)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Offentlige tilskud	243	418	469	614	697	668
Licensindtægter	96	98	111	125	123	73
Netto (tilføjelser)/tilbageførsler af hensættelser	-4	23	-15	-31	-10	-31
Netto gevinster på bortskaffelse af anlægsaktiver, immaterielle aktiver og aktiver til salg	119	45	38	32	5	20 *
Netto lejeindtægter og andre driftsindtægter	150	110	81	420	573	302 *
Andre driftsindtægter/(udgifter)	490	654	646	992	880	1.243

*Bemærk, at netto gevinster på bortskaffelse af anlægsaktiver, immaterielle aktiver og aktiver til salg er trukket ud og flyttet til afskrivninger

*Bemærk, at der er fratrullet 143 i 2013 og -233 i 2015 af netto lejeindtægter og andre driftsindtægter til ekstraordinære driftsindtægter

*Bemærk, at medarbejder fordele er trukket ud af andre driftsomkostninger

Offentlige tilskud

Primært relateret til skattemæssige incitamenter fra brasilianske delstater og kinesiske provinser, baseret på virksomhedens drift og udvikling i disse regioner (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 40?). Regnskabsposten bibeholdes som andre driftsindtægter, da det antages at være et offentligt tilskud, som ydes til dækning af omkostninger, som er anvendt i forbindelse med driften og udviklingen i regionerne.

Licensindtægter

AB InBev angiver ikke hvad disse licensindtægter vedrører. Det forudsættes derfor, at det er licenser, som hidrører fra andres anvendelse af eksempelvis AB InBev's varemærker eller patenter og lignende. Posten bibeholdes derfor under andre driftsindtægter.

Netto (tilføjelser)/tilbageførsler af hensættelser

Regnskabsposten betragtes som en korrektion af tidligere foretagne hensættelser og er driftsrelateret, hvorfor den bibeholdes som andre udgifter.

Netto gevinster på bortskaffelse af anlægsaktiver, immaterielle aktiver og aktiver til salg

Regnskabsposten fremkommer som forskellen mellem netto salgsværdien og den bogførte værdi af det solgte aktiv (Sørensen, 2017; s. 221). Posten klassificeres under afskrivninger, da posten anses for at være en korrektion af tidligere foretagne afskrivninger, jf. afsnit 6.3. Det vil sige, at posten trækkes ud af netto gevinster på bortskaffelse af anlægsaktiver, immaterielle aktiver og aktiver til salg.

Netto lejeindtægter og andre driftsindtægter

Regnskabsposten omfatter blandt andet en regnskabsmæssig justering på 223 mio. USD i 2014, som følge af en revurdering af fremtidige forpligtelser under virksomhedens pensionsordninger, som er et engangsbeløb (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 40). I årene 2012 til 2013 omhandler posten anerkendelse af tilgodehavender vedrørende indirekte skatter og en engangsgevinst på 143 mio. USD, relateret til inddrivelse af begrænsede midler (AB InBev Årsrapport, 2013). Det kan diskuteres om posten er transitorisk eller permanent, da flere af indtægterne er engangsbeløb. På den anden side er posten der også i de år, hvor der ikke er specificeret engangsbeløb i de officielle årsregnskaber, hvorfor posten så formentlig vedrører netto lejeindtægter, eksempelvis i 2011, 2012 og 2015. Regnskabsposten forudsættes at være permanent og tilhørende sekundær drift, når der ses bort fra engangsposterne. De to engangsposter på henholdsvis 143 mio. USD i 2013 og 223 mio. USD i 2014 er udspecificeret i årsrapporterne og kan dermed fjernes fra andre driftsindtægter og flyttes til ”ekstraordinære driftsindtægter”, så de ikke indgår i NOPAT.

Ekstraordinære driftsindtægter/(udgifter)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Andre driftsindtægter/(udgifter)	0	0	0	143	0	-233
Ekstraordinære driftsindtægter (engangsposter)	0	0	0	143	0	-233

Forskningsudgifter

Det fremgår ikke af de officielle årsrapporter, hvor i resultatopgørelsen posten specifikt er indregnet i posten, kun at den indgår i andre driftsindtægter/udgifter, hvorfor den bibeholdes der. Nedenstående viser omfanget af posten.

Andre driftsindtægter/(udgifter)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Forskningsomkostninger som afholdes	-184	-175	-182	-185	-217	-207
Forskningsomkostninger	-184	-175	-182	-185	-217	-207

Note 2: Ikke-tilbagevendende poster

Disse poster er alle klassificeret som transitoriske poster, altså ikke-tilbagevendende, af AB InBev, og hermed særlige poster. Posterne gennemgås for at sikre, at de ikke er en del af kernerdriften eller finansiering, for i sådanne tilfælde er posten ikke tilhørende særlige poster.

De ikke-tilbagevendende poster opdeles efter følgende klassificering:

Ikke-tilbagevendende poster	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Omstruktureringsomkostninger	-169	-318	-36	-118	-158	-171	drift
Bortskaffelse af forretninger og aktiver	-16	78	58	30	156	524	drift
Opkøbsomkostninger ved virksomhedskøb	0	-5	-54	-82	-76	-55	drift
Retsligt forlig	0	0	0	0	0	-80	særlige poster
Nedskrivninger af aktiver	-83	-33	0	0	-119	-82	*
Dagsværdireguleringer	0	0	0	6.410	0	0	særlige poster
Ikke-tilbagevendende poster	-185	-245	-32	6.240	-78	218	

*Bemærk, at nedskrivninger af aktiver er trukket ud og flyttet til af- og nedskrivninger

*Bemærk, at nedskrivninger for 2011 er trukket ud af omstruktureringsomkostninger

Omstruktureringsomkostninger

Det kan diskuteres, hvorvidt omstruktureringsomkostningerne er en del af kerneforretningen eller særlige poster. Omkostningerne omfatter tilpasning af forretningen i forhold til den nuværende forretningsmodel og ændringer i markedsvilkår, samt fremtræder flere år i træk.

AB InBev argumenterer for, at det er engangsomkostninger, som er forårsaget af beslutninger, der skal optimere processer og effektivisere AB InBev's kerneaktiviteter. I og med at omkostningerne er gentagne igennem den 5-årige periode og anvendes til forbedringer af kerneaktiviteter og løbende markedstilpasning, betragtes den som tilhørende kerneforretningen. Det skønnes, at restruktureringsomkostningerne også vil fremkomme i fremtiden, da det forventes, at AB InBev fortsat vil foretage tilpasninger af virksomheden og effektivisering af kerneaktiviteter. Regnskabsposten klassificeres dermed som en driftsomkostning.

Det bør dog bemærkes, at nedskrivninger på omstruktureringsomkostninger indgår som en del af posten i perioden 2011 til 2013, hvor det er angivet, at disse er på 0 mio. USD i 2012 og 2013. I 2011 er der nedskrivninger på ikke-tilbagevendende poster på 33 mio. USD, som antages at være relateret til omstruktureringsomkostninger, se uddybning note 3, som dermed trækkes ud af posten. Nedskrivninger indgår fortsat ikke som en del af omstruktureringsomkostninger i 2014 og 2015.

Bortskaffelse af forretning og aktiver

Regnskabsposten vedrører hovedsageligt avance og salg af forretning og aktiver og indeholder nedskrivninger. Regnskabsposten er tilbagevendende i den analyserede periode og bibeholdes, da det antages, at der fremover også vil være løbende bortskaffelse af forretning og aktiver i relation til omstrukturering. Regnskabsposten beholdes under driften, da en del af driften i en produktionsvirksomhed må være at bortskaffe forretninger, som ikke længere er rentable.

Opkøbsomkostninger ved virksomhedskøb

Regnskabsposten vedrører opkøbsomkostninger i forbindelse med forskellige virksomhedskøb, heriblandt fire bryggerier i Kina i 2013 og opkøb af Cervecería Nacional Dominicana i 2012 og OB i 2014. Regnskabsposten er tilbagevendende over perioden og det forventes at AB InBev også i fremtiden vil foretage løbende virksomhedskøb og at der i relation til disse vil være opkøbsomkostninger. Regnskabsposten klassificeres dermed som driftsrelateret.

Retsligt forlig

Retsopgøret vedrører en aftale mellem den brasilianske konkurrencemyndighed og AB InBev i forbindelse med et kunde loyalitetsproblem og er en transitorisk post, som kun fremtræder i 2015. Posten klassificeres derfor som en usædvanlig post og vil indgå efter NOPAT.

Dagsværdireguleringer

I 2013 er der dagsværdireguleringer på 6.410 mio. USD, som er et engangsbeløb. Omkostningerne vedrører en regulering af initial investeringen i Grupo Modelo og er tidligere indregnet i totalindkomstopgørelse i overensstemmelse med IFRS 3. Omkostningen karakteriseres, som en transitorisk post under særlige omkostninger.

Nedskrivninger på aktiver

Nedskrivningerne på aktiver er specificeret i en separat regnskabspost i 2014 og 2015 (AB InBev Årsrapport, 2015). I den tidligere periode 2011 til 2013 indgår nedskrivningerne i posterne omstruktureringssomkostninger og bortskaffelse af forretning og aktiver, hvoraf det af de officielle årsrapporter fremgår, at der ikke er nedskrivninger i 2012 og 2013, men kun i 2011, se uddybning note 3. I 2015 er posten relateret til nedlukning af bryggerier i Rusland, men det fremgår ikke hvad posten vedrører i 2014. Posten re-klassificeres til af- og nedskrivninger under EBITDA, jf. note 3.

Note 3: Af- og nedskrivninger

Af-og nedskrivninger fremgår ikke af en separat regnskabspost i AB InBev's officielle resultatopgørelse efter EBITDA, men indgår som en del af driftsposterne. Det ønskes, at adskille af- og nedskrivninger fra omkostningsposterne for at nøgletallene er retvisende i rentabilitetsanalysen, hvorfor af- og nedskrivninger trækkes ud af de respektive omkostningsposter. Af- og nedskrivninger fremgår af note 10 i de officielle årsrapporter.

Af de officielle årsrapporter indgår nedskrivninger i disse ikke-tilbagevendende poster; omstrukturering og bortskaffelse af forretning og aktiver i perioden 2011 til 2013, hvoraf nedskrivningerne på de to poster i 2012 og 2013 var på 0 mio. USD (AB InBev Årsrapport, 2013; s. 103). I 2011 er nedskrivninger på ikke-tilbagevendende poster på 33 mio. USD. Det er dog ukendt om disse nedskrivninger hører til omstrukturering eller bortskaffelse af forretning og aktiver. Det antages, at de er tilhørende omstrukturering, hvorfor de trækkes ud af denne post og flyttes til nedskrivninger.

Som angivet i note 1, betragtes netto gevinster på bortskaffelse af anlægsaktiver, immaterielle aktiver og aktiver bestemt til salg som en korrektion af tidligere periode og indgår dermed også som afskrivninger i posten.

Af- og nedskrivninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	-1954	-1.987	-2.010	-2.133	-2.270	-2.139
Distributionsomkostninger	-127	-112	-106	-118	-128	-123
Salgs- og marketing omkostninger	-383	-400	-393	-447	-481	-458
Administrative omkostninger	-282	-246	-238	-278	-350	-347
Andre driftsomkostninger	-5	-5	0	-9	-5	-4
Nedskrivninger af aktiver	-83	-33	0	0	-119	-82 *
Netto gevinster på bortskaffelse af anlægsaktiver, immaterielle aktiver og aktiver til salg	119	45	38	32	5	20
Af- og nedskrivninger	-2.715	-2.738	-2.709	-2.953	-3.348	-3.133

*Bemærk, at nedskrivninger af aktiver er flyttet fra ikke-tilbagevendende poster

Note 4: Skattesats

Den marginale skattesats for Belgien anvendes jf. afsnit 6.3, da AB InBev har hovedsæde i Belgien (kpmg.com).

Nedenfor beregnes den effektive skattesats:

Selskabsskat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Selskabsskat	-1.920	-1.856	-1.680	-2.016	-2.499	-2.594
Resultat før skat	7.682	9.815	11.005	18.534	13.801	12.460
Effektiv skattesats	25,0%	18,9%	15,3%	10,9%	18,1%	20,8%

Note 5: Andel af resultat i associerede virksomheder

Regnskabsposten er et resultat af indtægter i associerede selskaber og ikke fra moderselskabet, hvilket er årsagen til, at posten bør klassificeres som andet driftsoverskud (Sørensen, 2017; s. 226). Ifølge Plenborg, skal posten som udgangspunkt karakteriseres som et finansielt aktiv, men hvis investeringen er i relation til kerneforretningen, skal den klassificeres som driftsrelateret og inkluderes i investeret kapital. Er investeringen ikke en del af driften, skal den derimod karakteriseres som finansielt aktiv og fratrækkes netto rentebærende gæld (Plenborg, 2012; s. 76). I årsrapporten 2015 (s. 39) og årsrapporten 2014 (s. 59) fremgår det, at posten er relateret til selskabets egenkapitalinvestering i Grupo Modelo, hvorefter Grupo Modelo blev total konsolideret med AB InBev. Regnskabsposten betragtes derfor som driftsrelateret, da investeringen er en integreret del af kerneforretningen.

Den skat som indgår i regnskabsposten skal separeres, således at driftsposten er inklusiv skat fordi den er klassificeret før NOPAT og skat på associerede selskaber placeres før ”resultat før skat”. Den effektive skattesats benyttes til at beregne denne (andelen af skat fremgår dog også direkte at årsrapporterne i note 12).

Skat på associerede virksomheder	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%
Andel af resultat i associerede virksomheder	521	623	624	294	9	10
Skat på andel af resultat i associerede virksomheder	268	321	321	151	5	5

Note 6: Finansielle indtægter og omkostninger

Skatteskjoldet på netto finansielle omkostninger beregnes på baggrund af den marginale skattesats og summen af de finansielle indtægter og omkostninger samt ikke-tilbagevendende finansielle indtægter og omkostninger. Skatteskjoldet medtages i NOPAT, hvorefter skatten fratrækkes inden årets resultat. I beregningen af skatteskjoldet indgår følgende:

Finansielle indtægter/omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Renteudgifter	-3065	-2.767	-2.065	-2.043	-2.008	-1.833
Kapitalisering af låneomkostninger	35	110	57	38	39	28
Netto renter på netto ydelsesbaserede forpligtelser	0	0	-160	-156	-124	-118
Tilbygningsomkostninger	-159	-209	-270	-360	-364	-326
Netto valutakurstab	0	-26	-103	-295	0	0
Skat på finansielle transaktioner	-30	-35	-59	-47	-36	-61
Andre finansielle omkostninger, inkl. bankgebyrer	-117	-108	-92	-184	-304	-107
Renteindtægter	316	324	206	286	335	339
Netto kursgevinster	134	58	108	186	319	378
Netto gevinster på sikringsinstrumenter som ikke er en del af regnskabsmæssig sikringsforhold	40	16	13	0	275	399
Andre finansielle indtægter	13	40	17	89	40	62
Ikke-tilbagevendende finansielle omkostninger	-925	-540	-18	-101	0	-725
Ikke-tilbagevendende finansielle indtægter	0	0	0	384	509	511
Medarbejder fordele (pension)	0	0	160	156	124	116 *
Netto finansielle indtægter og omkostninger	-3.758	-3.137	-2.206	-2.047	-1.195	-1.337

*Bemærk, at medarbejder fordele (pension) er flyttet fra note 7.

Beregning af skatteskjold på NFO:	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%	33,99%
NFO	-3.736	-3.137	-2.526	-2.359	-1.443	-1.569
Skatteskjold på NFO	-1.270	-1.066	-859	-802	-490	-533

Note 7: Medarbejderfordele

Medarbejderfordele vedrører pension og livsforsikringer. Ydelsesbaserede pensionsordninger er fordelt på drifts-omkostninger i resultatopgørelsen jf. AB InBev officielle årsrapporter note 23.

Som beskrevet i afsnit 6.3, klassificeres ydelsesbaserede pensionsordninger som finansielle, da disse er rentebærende, og bidragsbaserede pensionsordninger er driftsrelaterede og indregnes direkte i resultatopgørelsen. Nedenstående ydelsesbaserede pensionsordninger trækkes ud af de respektive omkostningsposter og klassificeres i stedet under finansielle omkostninger, så de indgår i beregningen af skatteskjold på netto finansielle omkostninger. Det er dog ikke muligt at trække medarbejderfordele ud af ikke-tilbagevendende poster, da der ikke er information om, hvilke af de ikke-tilbagevendende poster der indeholder medarbejderfordele.

Note 7 - Medarbejderfordele (pension)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	-99	-87	-62	-56	-1	-64
Distributionsomkostninger	-17	-16	-13	-3	-9	-8
Salgs- og marketing omkostninger	-12	-15	5	-8	-14	-14
Administrative omkostninger	-22	-10	-1	9	-15	-17
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	223	0
Andre driftsomkostninger	0	0	0	2	284	6
Ikke-tilbagevendende poster	-67	-103	-1	80	85	2 *
Netto finansielle omkostninger	0	0	-160	-156	-124	-116 *
Medarbejderfordele (pension)	-150	-128	-71	-56	468	-97

*Bemærk, at medarbejderfordele i ikke tilbagevendende poster ikke trækkes ud.

*Bemærk, at Netto finansielle omkostninger er trukket ud og flyttet til finansielle poster

OFFICIEL BALANCE

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVER						
Langfristede aktiver						
Materielle aktiver	15893	16.022	16.461	20.889	20.263	18.952
Goodwill	52498	51.302	51.766	69.927	70.758	65.061
Immaterielle aktiver	23359	23.818	24.371	29.338	29.923	29.677
Investeringer i associerede virksomheder og joint ventures	7295	6.696	7.090	187	110	212
Investeringer i værdipapirer, langfristede	243	244	256	193	118	48
Udskudt skatteaktiv	744	673	807	1.180	1.058	1.181
Medarbejderfordele	13	10	12	10	10	2
Derivater, langfristede	0	0	0	0	0	295
Tilgodehavender	1700	1.339	1.228	1.252	1.769	913
Langfristede aktiver i alt	101.745	100.104	101.991	122.976	124.009	116.341
Kortfristede aktiver						
Investering i værdipapirer, kortfristede	641	103	6.827	123	301	55
Varebeholdninger	2409	2.466	2.500	2.950	2.974	2.862
Tilgodehavende selskabsskat	366	312	195	332	359	687
Derivater, kortfristede	0	0	0	0	0	3.268
Tilgodehavender	4638	4.121	4.023	5.362	6.449	4.451
Likvide beholdninger	4511	5.320	7.051	9.839	8.357	6.923
Aktiver bestemt for salg	32	1	34	84	101	48
Kortfristede aktiver i alt	12.597	12.323	20.630	18.690	18.541	18.294
Aktiver i alt	114.342	112.427	122.621	141.666	142.550	134.635

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL OG PASSIVER						
Egenkapital						
Aktiekapital	1.733	1.734	1.734	1.735	1.736	1.736
Overkurs	17.535	17.557	17.574	17.608	17.620	17.620
Reserver	2.335	381	157	18	-4.558	-13.168
Overført resultat	13.656	17.820	21.677	31.004	35.174	35.949
Egenkapital for aktionærer i AB InBev	35.259	37.492	41.142	50.365	49.972	42.137
Minoritetsinteresser	3540	3.552	4.299	4.943	4.285	3.582
Egenkapital i alt	38.799	41.044	45.441	55.308	54.257	45.719
Langfristede forpligtelser						
Rentebærende gældsforpligtelser	41.961	34.598	38.951	41.274	43.630	43.541
Medarbejderfordele	2.746	3.440	3.699	2.862	3.050	2.725
Udskudt skat	11.909	11.279	11.168	12.841	12.701	11.961
Derivater	0	0	0	0	0	315
Leverandørgæld og andre forpligtelser	2.295	1.548	2.313	3.222	1.070	1.241
Hensatte forpligtelser	912	874	641	532	634	677
Langfristede forpligtelser i alt	59.823	51.739	56.772	60.731	61.085	60.460
Kortfristede forpligtelser						
Kassekredit	14	8	0	6	41	13
Rentebærende gældsforpligtelser	2.919	5.559	5.390	7.846	7.451	5.912
Selskabsskat	478	499	543	1.105	629	669
Derivater	0	0	0	0	0	3.980
Leverandørgæld og andre forpligtelser	12.071	13.337	14.295	16.474	18.922	17.662
Hensatte forpligtelser	238	241	180	196	165	220
Kortfristede forpligtelser i alt	15.720	19.644	20.408	25.627	27.208	28.456
Passiver i alt	75.543	71.383	77.180	86.358	88.293	88.916
Egenkapital og passiver i alt	114.342	112.427	122.621	141.666	142.550	134.635

REFORMULERET BALANCE

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
AKTIVER							
Langfristede anlægsaktiver							
Materielle aktiver	15.893	16.022	16.461	20.889	20.263	18.952	
Goodwill	52.498	51.302	51.766	69.927	70.758	65.061	
Immaterielle aktiver	23.359	23.818	24.371	29.338	29.923	29.677	
Investeringer i associerede virksomheder og joint ventures	7.295	6.696	7.090	187	110	212	8
Udskudt skatteaktiv	744	673	807	1.180	1.058	1.181	9
Tilgodehavender, langfristet	847	491	789	869	1.055	790	11
Langfristede aktiver i alt	100.636	99.002	101.284	122.390	123.167	115.873	
Omsætningsaktiver							
Tilgodehavender, kortfristet	3.150	3.084	3.266	4.238	4.092	4.020	11
Varebeholdninger	2.409	2.466	2.500	2.950	2.974	2.862	12
Tilgodehavende selskabsskat	366	312	195	332	359	687	13
Aktiver bestemt for salg	32	1	34	84	101	48	15
Omsætningsaktiver i alt	5.957	5.863	5.995	7.604	7.526	7.617	
Ikke-Rentebærende gæld							
Udskudt skat	11.909	11.279	11.168	12.841	12.701	11.961	9
Leverandørgæld og andre forpligtelser, kort- og langsigtet	10.489	12.058	14.392	17.936	17.990	18.086	17
Hensatte forpligtelser, kort- og langsigtet	1.150	1.115	821	728	799	897	18
Ikke-Rentebærende gæld i alt	23.548	24.452	26.381	31.505	31.490	30.944	
Investeret Kapital	83.045	80.413	80.898	98.489	99.203	92.546	

Egenkapital i alt	38.799	41.044	45.441	55.308	54.257	45.719	
Rentebærende gæld							
Rentebærende gældsforpligtelser, kort- og langsigtet	44.880	40.157	44.341	49.120	51.081	49.453	
Medarbejderfordele	2.746	3.440	3.699	2.862	3.050	2.725	10
Derivater, kort- og langfristet	2.946	1.935	1.281	789	1.077	4.295	16
Leverandørgæld og andre forpligtelser, kort- og langsigtet	931	892	935	971	925	817	17
Kassekredit	14	8	0	6	41	13	19
Selskabsskat	478	499	543	1.105	629	669	13
Rentebærende gæld i alt	51.995	46.931	50.799	54.853	56.803	57.972	
Rentebærende aktiver							
Tilgodehavender, kort- og langfristet	697	613	557	780	827	554	11
Medarbejderfordele	13	10	12	10	10	2	10
Investering i værdipapirer, kort- og langfristet	884	347	7.083	316	419	103	
Derivater, kort- og langfristet	1.644	1.272	639	727	2.244	3.563	16
Likvide beholdninger	4.511	5.320	7.051	9.839	8.357	6.923	14
Rentebærende aktiver i alt	7.749	7.562	15.342	11.672	11.857	11.145	
Nettorentebærende gæld i alt	44.246	39.369	35.457	43.181	44.946	46.827	
Investeret kapital	83.045	80.413	80.898	98.489	99.203	92.546	

Note 8: Investering i associerede virksomheder og joint ventures

Posten klassificeres som drift jf. note 5.

Note 9: Udskudt skatteaktiver og -forpligtelser

Fremkommer af aktiver og forpligtelser som er indregnet til en lavere værdi for aktiver og en højere værdi for passiver i balancen end i skatteregnskabet, og en mindre del af fremførbart tab. Af de officielle årsrapporter fremgår det, at den udskudte skat er relateret dels til finansielle aktiver og forpligtelser eksempelvis tilgodehavender, anlægsaktiver og immaterielle aktiver og dels til operationelle aktiver og forpligtelser såsom nettorentebærende forpligtelser og derivater samt pensionsordninger (se note om medarbejderfordele). Det vil sige, at en del af den udskudte skat er driftsrelateret og en del er rentebærende. Det ses, at størstedelen af udskudt skat er relateret til driftsrelaterede poster for perioden, herunder en stor del i forbindelse med anlægsaktiver og immaterielle aktiver. Det er også eksklusivt angivet, at en del af posten er relateret til profit og tab fra driften og opkøb af virksomheder, som tidligere nævnt også er driftsrelateret (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 47-48). Det er dog ikke muligt at opdele udskudt skat i driftsrelaterede poster og finansielle poster, da posten kun er angivet "netting by tax assets/liabilities" (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 47).

Note 10: Medarbejderfordele

Medarbejderfordele er relateret til pensionsordninger (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 54). Bidragsbaserede pensionsordninger er indregnet direkte i resultatopgørelsen og når denne er betalt, er der ingen yderligere forpligtelser forbundet med denne. Ydelsesbaserede pensionsordninger er indregnet i resultatopgørelsen fordelt på driftsomkostningsposter, hvor de fratrækkes og flyttes til finansielle poster. Derudover er der pensionsforpligtelser, som er relateret til ydelsesbaserede pensionsordninger, som tilsvarende er rentebærende, hvor kapitalværdien beregnes af obligationerne (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 55 & Plenborg, 2014; s. 90). Tilsvarende gælder det, at pensionsaktiver som holdes til dækning af forpligtelserne også er rentebærende, derfor behandles både medarbejderaktiver og -forpligtelser som finansielt.

Note 11: Tilgodehavender

Ifølge AB InBev er tilgodehavender en del af arbejdskapitalen (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 87). Det er specificeret, hvad tilgodehavenderne vedrører og derfor opdeles både langsigtede og kortsigtede tilgodehavender i drift og finansiering. Tilgodehavender er beregnet til dagsværdi, da diskonteringen ifølge AB InBev ikke er signifikant (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 49). Depositum for garanti, andre tilgodehavender, tilgodehavender og periodiserede indtægter, forudbetalte omkostninger, samt "deferred collection on disposals", som anses for at være hensættelser af vederlag/omkostninger til akkvisitioner, betragtes som driftsrelaterede.

Tilgodehavende skat (bortset fra indkomstskat), udlån til kunder og tilgodehavende renter forudsættes at være rentebærende og dermed finansiel.

Derivater er rentebærende og trækkes helt ud af tilgodehavender, da den har en separat post i 2015, jf. note 3.

Nedenstående vises opdelingen i drift og finansiering.

Langsigtede tilgodehavender	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Depositum for garanti	332	298	272	240	229	187	Drift
Udlån til kunder	69	42	21	65	40	37	Finansiel
Deferred collection on disposals	381	16	38	37	26	25	Drift
Tilgodehavende skat, bortset fra indkomstskat	199	193	177	198	167	86	Finansiel
Derivater	585	613	241	120	507	0	*
Andre tilgodehavender	134	177	479	592	800	578	Drift
Langsigtede tilgodehavender	1.115	726	987	1.132	1.262	913	
*Bemærk, at derivater for 2011 - 2014 er trukket ud og flyttet til derivater							
Tilgodehavender, drift (langfristet)	847	491	789	869	1.055	790	
Tilgodehavender, finansiel (langfristet)	268	235	198	263	207	123	

Kortsigtede tilgodehavender	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Tilgodehavende og periodiserede indtægter	2.639	2.572	2.736	2.935	3.363	3.241	Drift
Tilgodehavende renter	98	33	67	38	63	21	Finansiel
Tilgodehavende skat, bortset fra indkomstskat	303	335	283	429	505	353	Finansiel
Derivater	1.059	659	398	607	1.737	0	*
Udlån til kunder	28	10	9	50	52	57	Finansiel
Forudbetalte omkostninger	451	434	453	616	554	465	Drift
Andre tilgodehavender	60	78	77	687	175	314	Drift
Langsigtede tilgodehavender	3.579	3.462	3.625	4.755	4.712	4.451	
*Bemærk, at derivater for 2011 - 2014 er trukket ud og flyttet til derivater							
Tilgodehavender, drift (kortfristet)	3.150	3.084	3.266	4.238	4.092	4.020	
Tilgodehavender, finansiel (kortfristet)	429	378	359	517	620	431	

Note 12: Varebeholdninger

Posten består af driftsrelaterede poster som forudbetalinger, råmaterialer, varer i arbejde, færdigvarelager og varekøb til salg.

Note 13: Tilgodehavende og skyldig selskabsskat

Posten indgår som en post i resultatopgørelsen og er både relateret til driften og finansielle poster. Det er ikke angivet i specifikationen af finansielle poster, hvilke der er skattepligtige. Posten klassificeres som driftsrelateret, jf. afsnit 6.3.

Note 14: Likvide beholdninger

Likvider kan anvendes til fremtidige investeringer, opbygning af varelager eller uforudsete omkostninger. AB InBev medtager cash ved beregning af rentebærende gæld (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 86). Likvide beholdninger bliver altså behandlet som overskydende likviditet ved beregning af investeret kapital og betragtes dermed som værende finansielt.

Note 15: Aktiver bestemt for salg

Aktiver bliver betragtet som bestemt for salg, hvis den regnskabsmæssige værdi vil blive genindvundet gennem et salg frem for fortsat anvendelse. Nedskrivninger på klassificering af aktiver bestemt for salg er inkluderet i resultatopgørelsen. Det samme gælder efterfølgende

justeringer, som tidligere var argument for, at posten netto gevinst på bortskaffelse af anlægsaktiver, immaterielle aktiver og aktiver bestemt for salg blev klassificeret under af- og nedskrivninger. Regnskabsposten er relateret til bortskaffelse af aktiver, som betragtes som driftsrelateret og i relation til omstrukturering. Dette stemmer også overens med AB InBev's egen klassificering, da AB InBev ikke medtager posten i investeret kapital (AB InBev Årsrapport, 2015; s. 86).

Note 16: Derivater

Posten vedrører en række forskellige instrumenter, som blandt andet renteaftaler, futures og optioner. AB InBev har klassificeret derivater separat i 2015, men i perioden 2011–2014 indgår derivat-forpligtelser i leverandørgæld og andre forpligtelser og derivat-aktiver i kort- og langfristede tilgodehavender. Af den årsag trækkes både kort- og langfristede derivater ud af henholdsvis leverandørgæld og andre forpligtelser for derivat-forpligtelser og tilgodehavender for derivat-aktiver, jf. note 4, se nedenstående:

Derivater	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Derivater, kortsigtet	1.730	1.427	1.008	630	1.013	3.980 *
Derivater, langsigtet	1.216	508	273	159	64	315 *
Derivater, kort- og langsigtet forpligtelser	2.946	1.935	1.281	789	1.077	4.295

*Bemærk, at derivater for 2011 - 2014 er flyttet fra leverandørgæld og andre forpligtelser

Derivater	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Derivater, kortsigtet	1.059	659	398	607	1.737	3.268 *
Derivater, langsigtet	585	613	241	120	507	295 *
Derivater, kort- og langsigtet aktiver	1.644	1.272	639	727	2.244	3.563

*Bemærk, at derivater for 2011 - 2014 er flyttet fra tilgodehavender

Note 17: Leverandørgæld og andre forpligtelser, kort- og langsigtet

Den langsigtet post indeholder indirekte skyldig skat, leverandørgæld, udskudt "consideration" på opkøb og øvrige forpligtelser, samt likvide garantier. Ydermere indeholder posten derivater for 2011–2014, som har en separat regnskabspost for 2015 i balancen – både kort- og langsigtet, hvorfor den er trukket ud af posten. Regnskabsposten består af driftsrelaterede poster bortset fra derivater og kassekredit. I og med at virksomhedskøb i resultatopgørelsen er klassificeret som drift, betragtes "deferred consideration on acquisitions" også som værende driftsrelateret –på både den kort- og langsigtet post. Den kortsigtet post indeholder primært driftsrelaterede aktiviteter, men også enkelte finansielle aktiviteter såsom renteudgifter og kassekredit. Regnskabsposten opdeles i drift og finansiering, se nedenstående:

Leverandørgæld og andre forpligtelser, langsigtet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Indirekte skyldig skat	535	397	381	369	230	186	Drift
Leverandørgæld	395	466	461	381	305	484	Drift
Deferred consideration on acquisitions	117	91	1.125	1.801	138	329	Drift
Kassekredit	12	11	12	12	11	0	Finansiel
Derivater	1216	508	273	159	64	0	*
Øvrige forpligtelser	20	75	61	500	322	242	Drift
Leverandørgæld og andre forpligtelser, langsigte	1.079	1.040	2.040	3.063	1.006	1.241	

*Bemærk, at derivater for 2011 - 2014 trukket ud og flyttet til derivater, jf. note 3

Leverandørgæld og andre forpligtelser, drift	1.067	1.029	2.028	3.051	995	1.241	
Leverandørgæld og andre forpligtelser, finansiering	12	11	12	12	11	0	

Leverandørgæld og andre forpligtelser, kortsigtet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Leverandørgæld og skyldige omkostninger	6704	7.709	8.476	9.834	10.913	11.616	Drift
Løn og socialsikringsgæld	624	610	883	1.173	1.030	924	Drift
Indirekte skyldig skat	1323	1.447	1.497	1.689	1.849	1.610	Drift
Renteudgifter	874	829	870	888	850	817	Finansiel
Afsendt emballage	559	576	639	682	715	680	Drift
Kassekredit	45	52	53	71	64	0	Finansiel
Derivater	1730	1.427	1.008	630	1.013	0	*
Udbyttebetalinger	116	566	765	384	518	239	Drift
Periodeafgrænsningsposter	18	30	28	38	53	49	Drift
Deferred consideration on acquisitions	41	36	41	861	1.640	1.474	Drift
Anden gæld	37	55	35	224	277	253	Drift

Leverandørgæld og andre forpligtelser, kortsigtet	10.341	11.910	13.287	15.844	17.909	17.662	
---	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--

*Bemærk, at derivater for 2011 - 2014 trukket ud og flyttet til derivater, jf. note 3

Leverandørgæld og andre forpligtelser, drift	9.422	11.029	12.364	14.885	16.995	16.845	
Leverandørgæld og andre forpligtelser, finansiering	919	881	923	959	914	817	

Note 18: Hensatte forpligtelser, kort- og langsigtet

Hensættelser er driftsrelateret og vedrører blandt andet omstrukturering, som også er klassificeret som drift. Derudover vedrører hensættelser blandt andet tvister i forbindelse med skat, afgifter og krav fra tidligere ansatte, som også er relateret til driftsaktiviteter. Af de officielle årsrapporter tyder det ikke på, at posten er kapitaliseret, hvilket underbygger klassificeringen som drift.

Note 19: Kassekredit

Posten er del af de likvide beholdninger, hvorfor der henvises til denne forklaring (se note 14).

Bilag 3.5 - SABMiller

OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	18.020	19.408	21.760	23.213	22.311	22.130
Produktionsomkostninger	-15.401	-16.281	-16.747	-19.010	-18.069	-17.746
Bruttoresultat	2.619	3.127	5.013	4.203	4.242	4.384
Særlige poster	-472	-436	1.026	-200	-197	-75
Bruttoresultat før særlige poster	3.091	3.563	3.987	4.403	4.439	4.459
Finansielle omkostninger	-879	-883	-1.093	-1.417	-1.055	-1.047
Finansielle indtægter	316	358	531	682	410	410
Nettofinansielle omkostninger	-563	-525	-562	-735	-645	-637
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	873	1.024	1.152	1.244	1.226	1.083
Resultat før skat	2.929	3.626	5.603	4.712	4.823	4.830
Selskabsskat	-848	-1.069	-1.126	-1.201	-1.173	-1.273
Resultat efter skat	2.081	2.557	4.477	3.511	3.650	3.557
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	171	149	256	237	269	258
Moderselskabets aktionær andel af årets resultat	1.910	2.408	4.221	3.274	3.381	3.299

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Omsætning	18.020	19.408	21.760	23.213	22.311	22.130	
Øl- og læskedrik afgifter	-3.825	-4.263	-5.047	-5.755	-5.607	-5.596	1
Nettoomsætning	14.195	15.145	16.713	17.458	16.704	16.534	
Produktionsomkostninger	-8.290	-8.656	-9.233	-9.335	-8.683	-8.542	1-5
Bruttoresultat	5.905	6.489	7.480	8.123	8.021	7.992	
Salg, marketing og distributionsomkostninger	-2.054	-2.249	-2.562	-2.582	-2.468	-2.428	2
Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder og joint ventures	873	1.024	1.152	1.244	1.226	1.083	
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	1.213	1.384	1.516	1.616	1.552	1.354	6
EBITDA	5.937	6.648	7.586	8.401	8.331	8.001	
Afskrivninger, nedskrivninger og impairments	-1.209	-1.255	-1.192	-1.320	-1.300	-1.609	3
EBIT	4.728	5.393	6.394	7.081	7.031	6.392	
Selskabsskat	-848	-1.069	-1.126	-1.201	-1.173	-1.273	
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	-1.213	-1.384	-1.516	-1.616	-1.552	-1.354	6
Skatteskjold, nettofinansielle omkostninger	-164	-141	-138	-173	-138	-131	7
NOPAT	2.503	2.799	3.614	4.091	4.168	3.634	
Ikke-tilbagevendende poster	0	159	1.302	0	0	448	5
Resultat før finansielle poster og skat	2.503	2.958	4.916	4.091	4.168	4.082	
Finansielle indtæger	316	358	531	682	410	410	7
Finansielle omkostninger	-902	-900	-1.108	-1.435	-1.066	-1.066	7
Skat på nettofinansielle omkostninger	164	141	138	173	138	131	7
Årets resultat	2.081	2.557	4.477	3.511	3.650	3.557	

Note 1-5: Produktionsomkostninger

Den rapporterede resultatopgørelse indeholder regnskabsposten ”produktionsomkostninger”. Denne post indeholder flere poster, som relateres til den primære produktion, heriblandt øl- og læskedrik afgifter, råmaterialer og personaleomkostninger. Regnskabsposten indeholder dog også salg-, marketing- og distributionsomkostninger, nedskrivninger, afskrivninger og impairments.

Produktionsomkostninger, rapporterede	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Råmaterialer	4.565	4.640	5.049	5.043	4.711	4.552
Øl- og læskedrik afgifter	3.825	4.263	5.047	5.755	5.607	5.596
Medarbejderomkostninger	1.985	2.240	2.502	2.693	2.491	2.483
Nedskrivninger af PPE	881	904	909	867	854	821
Netto gevinst på bortskaffelse af aktiver til salg	0	0	0	0	0	-1
Netto gevinst på bortskaffelse af forretninger	-2	0	-1.242	-79	-72	-45
Netto gevinst på bortskaffelse af investeringer i ass. virksomheder	0	-159	-103	0	0	-403
Gevinst ved revaluering af eksisterende interesser ved opkøb i joint venture	0	0	-66	0	0	0
Netto gevinst på dilution af investeringer i ass. virksomheder	0	0	0	-4	18	-2
Netto gevinst på bortskaffelse af materielle aktiver	39	-5	-15	13	-17	-18
Afskrivninger af immaterielle aktiver	203	220	273	450	427	410
Salg, marketing og distributionsomkostninger	2.054	2.249	2.562	2.582	2.468	2.428
Reparation og vedligehold af materielle aktiver	295	315	325	333	324	309
Impairments	88	136	25	73	90	399
Leje omkostninger	146	139	144	159	167	172
R&D omkostninger	4	7	7	4	4	5
Opkøbs relaterede omkostninger	0	0	109	0	0	0
Andre driftsomkostninger	1.597	1.720	1.734	1.483	1.378	1.383
Totale driftsomkostninger	15.680	16.669	17.260	19.372	18.450	18.089
Andre driftsindtægter	-279	-388	-513	-362	-381	-343
Totale produktionsomkostninger	15.401	16.281	16.747	19.010	18.069	17.746

Følgende poster trækkes ud af de totale produktionsomkostninger og re-klassificeres:

Note 1: Øl- og læskedrik afgifter

Afgifterne trækkes ud af de totale produktionsomkostninger for at kunne måle nettoomsætningen.

Note 1	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	18.020	19.408	21.760	23.213	22.311	22.130
Øl- og læskedrik afgifter	-3.825	-4.263	-5.047	-5.755	-5.607	-5.596
Nettoomsætning	14.195	15.145	16.713	17.458	16.704	16.534

Note 2: Salg, marketing og distributionsomkostninger

Omkostningerne vedrørende salg, marketing og distribution kan ikke henføres direkte til den primære produktion af øl. Posterne re-klassificeres derfor som sekundær drift under "Salg, marketing og distributionsomkostninger".

Note 2 - Produktionsomkostninger, reformuleret	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	8.290	8.656	9.233	9.335	8.683	8.542
Salg, marketing og distributionsomkostninger	2.054	2.249	2.562	2.582	2.468	2.428

Note 3: Nedskrivninger, afskrivninger og impairments

Posterne vedrørende nedskrivninger, afskrivninger og impairments trækkes ud af produktionsomkostningerne og re-klassificeres under afskrivninger (se tabel på næste side). Gevinster og tab på bortskaffelse af aktiviteter trækkes ligeledes ud af produktionsomkostningerne og klassificeres under afskrivninger, da posten anses for at være en korrektion af tidligere foretagne afskrivninger, jf. afsnit 6.3. Se dog note 5 om ikke-tilbagevendende poster, da ekstraordinært store gevinster/tab er flyttet til ikke-tilbagevendende poster.

Note 3 - Nedskrivninger, afskrivninger og impairments	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nedskrivninger af materielle aktiver	881	904	909	867	854	821
Afskrivninger af immaterielle aktiver	203	220	273	450	427	410
Impairments	88	136	25	73	90	399
Gevinster/tab på bortskaffelse af aktiviteter	37	-5	-15	-70	-71	-21
Nedskrivninger, afskrivninger og impairments i alt	1.209	1.255	1.192	1.320	1.300	1.609

Note 4: Medarbejderomkostninger

Medarbejderomkostninger indgår i produktionsomkostningerne og specificeres i årsrapporterne som følger:

Note 4 - Medarbejderomkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Løn omkostninger	1.631	1.837	2.038	2.154	2.063	2.085
Aktiebaserede betalinger	80	130	161	201	154	117
Socialsikrings omkostninger	168	172	193	215	160	164
Pensionsomkostninger	106	114	112	128	117	117
Post-pensions fordele	13	5	13	11	7	8
Medarbejderomkostninger i alt	1.998	2.258	2.517	2.709	2.501	2.491
 Heraf kapitaliseret inden for materielle og immaterielle aktiver: (note 6a i årsrapport)	 13	 18	 15	 16	 10	 8
 Medarbejderomk. indregnet i produktionsomk.	 1.985	 2.240	 2.502	 2.693	 2.491	 2.483

Heraf fremgår det, at en del af medarbejderomkostningerne vedrører pension. Her er det nødvendigt at fratrække ”ydelsesbaserede pensionsomkostninger”. Som beskrevet i afsnit 6.3, klassificeres ydelsesbaserede pensionsordninger som finansielle, da disse er rentebærende, og bidragsbaserede pensionsordninger er driftsrelaterede og indregnes direkte i resultatopgørelsen. Nedenstående ydelsesbaserede pensionsordninger trækkes derfor ud af medarbejderomkostninger og klassificeres i stedet under finansielle omkostninger, så de indgår i beregningen af skatteskjold på netto finansielle omkostninger.

Note 4.1 - Pensionsomkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bidragsbaserede pensionsomkostninger	83	97	97	110	106	98
Ydelsesbaserede pensionsomkostninger	23	17	15	18	11	19 *
Post-pension og medicinske fordele	13	5	13	11	7	8
Pensionsomkostninger i alt	119	119	125	139	124	125

* Bemærk at denne post flyttes til finansielle omkostninger

Note 5: Ikke-tilbagevendende poster

Af SABMillers officielle resultatopgørelse fremgår regnskabsposten "særlige poster". Denne post indgår imidlertid ikke i beregningen af årets resultat, da dette beregnes på baggrund af bruttoresultatet, hvorefter netto finansielle omkostninger, andel af resultat i associerede virksomheder og selskabsskat tillægges/fratrækkes. Årets resultat indregner altså ikke den særskilte post "særlige poster". Det betyder, at de poster som SABMiller har vurderet som særlige, er indeholdt i de samlede produktionsomkostninger. I noten til særlige poster er de største poster gevinster ved bortskaffelse af forretninger og investering i associerede virksomheder, impairments og omstrukturings- og effektivitetsforbedrende omkostninger. Det er imidlertid kun en del af impairments-posten (i 2015) som anses for særlige, mens omkostningerne til omstrukturering og effektivitetsforbedring slet ikke fremgår af de samlede produktionsomkostninger, men må antages at være indeholdt i "øvrige driftsomkostninger".

Omstrukturings- og effektivitetsforbedrende omkostninger fremgår af SABMillers særlige poster i alle årene og ligger konstant på 50-150 mio. USD. I den reformulerede resultatopgørelse anses disse omkostninger ikke for særlige, da de fremkommer hvert år, og da omstrukturings- og effektivitetsforbedrende omkostninger anses for værende en nødvendig del af en rentabel drift.

Gevinster ved bortskaffelse af aktiviteter anses heller ikke for værende en særlig post, men derimod for at være en korrektion af tidligere foretagne afskrivninger, jf. afsnit 6.3 (se note 3). I 2011, 2012 og 2015 er disse poster dog ekstraordinært store grundet afhændelse af forretninger i henholdsvis Rusland og Sydafrika (SABMiller Årsrapport, 2011; s. 98-99, SABMiller Årsrapport, 2012; s. 106-107 og SABMiller Årsrapport, 2015; s. 125-126). Posterne relateret til 2011, 2012 og 2015 anses derfor for ikke-tilbagevendende og trækkes ud af afskrivningerne og flyttes til ikke-tilbagevendende poster efter NOPAT.

Derudover fremgår det af produktionsomkostningerne, at der i år 2012 er omkostninger til opkøb og en gevinst ved revaluering af eksisterende interesser ved opkøb i joint venture. Da de to poster alene fremkommer i år 2012, anses også disse to poster for værende ikke-tilbagevendende.

Den reformulerede ikke-tilbagevendende post bliver således:

Note 5 - Ikke-tilbagevendende poster	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto gevinst på bortskaffelse af forretninger	0	0	1.242	0	0	45
Netto gevinst på bortskaffelse af investeringer i ass. virksomheder	0	159	103	0	0	403
Gevinst ved revaluering af eksisterende interesser ved opkøb i joint venture	0	0	66	0	0	0
Opkøbs relaterede omkostninger	0	0	-109	0	0	0
Ikke-tilbagevendende poster i alt	0	159	1.302	0	0	448

Note 6: Andel af resultat i associerede virksomheder og joint ventures

Årsrapporterne indeholder en liste over alle væsentlige ejerskaber af datterselskaber, associerede virksomheder og joint ventures. De listede associerede virksomheder og joint ventures er alle bryggerivirksomheder, og regnskabsposten anses derfor som driftsrelateret (Plenborg, 2012; s. 76).

I den rapporterede resultatopgørelse fremgår posten på efter skat-basis, hvorfor skat af denne post tillægges og beregnes ved brug af den marginale skattesats (se note 6 om skattesats).

Skat på associerede virksomheder og joint ventures	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Selskabsskat, marginal skattesats	28,0%	26,0%	24,0%	23,0%	21,0%	20,0%
Andel af resultat i associerede virksomheder og joint ventures, efter skat	873	1.024	1.152	1.244	1.226	1.083
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	340	360	364	372	326	271
Andel af resultat i associerede virksomheder og joint ventures, før skat	1.213	1.384	1.516	1.616	1.552	1.354

Note 7: Skattesats og skatteskjold

Til beregning af skatteskjoldet anvendes den marginale skattesats. SABMiller har interesser i mange forskellige lande, hvilket taler for at anvende den effektive skattesats for at tage højde for de forskellige landes skattesatser og skattefordele. Da SABMillers skattepligtige indkomst overstiger de finansielle omkostninger, anvendes dog den marginale skattesats i Storbritannien, hvor SABMiller har hovedsæde (Plenborg, 2012; s. 86-88). Den britiske selskabsskattesats har ligget på 20-25% i de analyserede år (kpmg.com).

Skatteskjoldet beregnes ved at gange den marginale skattesats med nettofinansielle omkostninger.

Note 7 - Skat på netto finansielle omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	28,0%	26,0%	24,0%	23,0%	21,0%	20,0%
Finansielle indtægter	316	358	531	682	410	410
Finansielle omkostninger	-879	-883	-1.093	-1.417	-1.055	-1.047
Ydelsesbaserede pensionsomkostninger	-23	-17	-15	-18	-11	-19
Netto finansielle omkostninger	-586	-542	-577	-753	-656	-656
Skatteskjold, netto finansielle omkostninger	-164	-141	-138	-173	-138	-131

OFFICIEL BALANCE

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVER						
Langfristede aktiver						
Goodwill	11.579	11.952	20.128	19.862	18.497	14.746
Immaterielle aktiver	4.354	4.361	9.901	9.635	8.532	6.878
Materielle aktiver	8.915	9.330	9.299	9.059	9.065	7.961
Investeringer i joint ventures	5.822	5.813	5.520	5.547	5.581	5.428
Investeringer i associerede virksomheder	2.213	2.719	4.946	5.416	5.787	4.459
Investeringer i aktiver bestemt for salg	31	35	30	22	22	21
Derivater	409	330	732	732	628	770
Tilgodehavender fra kunder	117	140	136	144	139	126
Udskudt skatteaktiv	164	184	117	71	115	163
Deponeringskonto til datterselskab	0	0	100	100	0	0
Langfristede aktiver i alt	33.604	34.864	50.909	50.588	48.366	40.552
Kortfristede aktiver						
Varebeholdning	1.295	1.256	1.255	1.175	1.168	1.030
Tilgodehavender fra kunder	1.665	1.687	2.156	2.067	1.821	1.711
Kortfristede skatteaktiver	135	152	482	159	174	190
Derivater	20	16	24	111	141	463
Investeringer i aktiver bestemt for salg	1	0	1	0	0	0
Likvide beholdninger	779	1.067	745	2.171	2.081	965
Aktiver bestemt for salg	0	66	79	23	0	0
Kortfristede aktiver i alt	3.895	4.244	4.742	5.706	5.385	4.359
Aktiver i alt	37.499	39.108	55.651	56.294	53.751	44.911

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL OG PASSIVER						
Egenkapital						
Aktiekapital	165	166	166	167	167	168
Overkurs	6.312	6.384	6.480	6.581	6.648	6.752
Reserver til fusioner (merger relief reserve)	4.586	4.586	4.586	4.586	4.321	3.963
Andre reserver	1.322	1.881	1.978	1.328	-702	-5.457
Overført resultat	7.525	8.991	11.863	13.710	15.885	17.746
Egenkapital for aktionærer i SABMiller	19.910	22.008	25.073	26.372	26.319	23.172
Minoritetsinteresser	683	751	940	1.088	1.163	1.183
Egenkapital i alt	20.593	22.759	26.013	27.460	27.482	24.355
Langfristede forpligtelser						
Derivater	147	85	69	52	37	10
Lån	7.809	7.115	18.164	16.079	12.528	10.583
Leverandørgæld og andre forpligtelser	145	98	112	132	25	18
Udskudt skat	2.374	2.578	3.917	3.507	3.246	2.275
Hensatte forpligtelser	453	460	586	538	433	338
Langfristede forpligtelser i alt	10.928	10.336	22.848	20.308	16.269	13.224
Kortfristede forpligtelser						
Derivater	174	50	40	34	78	101
Lån	1.605	1.345	1.062	2.469	4.519	1.961
Leverandørgæld og andre forpligtelser	3.228	3.484	4.054	4.004	3.847	3.728
Skatteforpligtelser	616	658	910	1.460	1.106	1.184
Hensatte forpligtelser	355	410	717	558	450	358
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	0	66	7	1	0	0
Kortfristede forpligtelser i alt	5.978	6.013	6.790	8.526	10.000	7.332
Passiver i alt	16.906	16.349	29.638	28.834	26.269	20.556
Egenkapital og passiver i alt	37.499	39.108	55.651	56.294	53.751	44.911

REFORMULERET BALANCE

Mio. USD	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
AKTIVER							
Langfristede anlægsaktiver							
Goodwill	11.579	11.952	20.128	19.862	18.497	14.746	
Immaterielle aktiver	4.354	4.361	9.901	9.635	8.532	6.878	
Materielle aktiver	8.915	9.330	9.299	9.059	9.065	7.961	
Investeringer i joint ventures	5.822	5.813	5.520	5.547	5.581	5.428	8
Investeringer i associerede virksomheder	2.213	2.719	4.946	5.416	5.787	4.459	8
Tilgodehavender fra kunder, lang	117	140	136	144	139	126	9
Udskudt skatteaktiv	164	184	117	71	115	163	10
Investeringer i aktiver bestemt for salg, kort - og langsigtet	32	35	31	22	22	21	13
Aktiver bestemt for salg	0	66	79	23	0	0	13
Langfristede aktiver i alt	33.196	34.600	50.157	49.779	47.738	39.782	
Omsætningsaktiver							
Varebeholdning	1.295	1.256	1.255	1.175	1.168	1.030	
Tilgodehavender fra kunder, kort	1.665	1.687	2.156	2.067	1.821	1.711	9
Kortfristede skatteaktiver	135	152	482	159	174	190	10
Omsætningsaktiver i alt	3.095	3.095	3.893	3.401	3.163	2.931	
Ikke-rentebærende gæld							
Udskudt skat	2.374	2.578	3.917	3.507	3.246	2.275	10
Leverandørgæld og andre forpligtelser, kort- og langsigtet	3.373	3.582	4.166	4.136	3.872	3.746	11
Skatteforpligtelser	616	658	910	1.460	1.106	1.184	
Hensatte forpligtelser, kort- og langsigtet	808	870	1.303	1.096	883	696	12
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	0	66	7	1	0	0	13
Ikke-Rentebærende gæld i alt	7.171	7.754	10.303	10.200	9.107	7.901	
Investeret Kapital	29.120	29.941	43.747	42.980	41.794	34.812	

Egenkapital i alt	20.593	22.759	26.013	27.460	27.482	24.355	
Rentebærende gæld							
Lån, kort- og langsigtet	9.414	8.460	19.226	18.548	17.047	12.544	
Derivater, kort- og langsigtet	321	135	109	86	115	111	
Rentebærende gæld i alt	9.735	8.595	19.335	18.634	17.162	12.655	
Rentebærende aktiver							
Derivater, kort- og langsigtet	429	346	756	843	769	1.233	
Likvide beholdninger	779	1.067	745	2.171	2.081	965	
Deponeringskonto til datterselskab	0	0	100	100	0	0	14
Rentebærende aktiver i alt	1.208	1.413	1.601	3.114	2.850	2.198	
Nettorentebærende gæld i alt	8.527	7.182	17.734	15.520	14.312	10.457	
Investeret kapital	29.120	29.941	43.747	42.980	41.794	34.812	

Note 8: Datterselskaber, associerede virksomheder og joint ventures

Årsrapporten indeholder en liste over alle væsentlige ejerskaber af datterselskaber, associerede virksomheder og joint ventures. Alle selskaberne befinder sig i bryggeri-branchen og posten klassificeres derfor som driftsrelateret.

Note 9: Tilgodehavender fra kunder

Posten består primært af tilgodehavender fra kunder, hvoraf "andre tilgodehavender" vedrører tilgodehavender hos associerede virksomheder og joint ventures, samt periodeafgrænsningsposter (SABMiller Årsrapport, 2015; s. 138). Da posten primært vedrører tilgodehavender fra kunder og periodeafgrænsningsposter, og da associerede virksomheder og joint ventures alle befinder sig i bryggeri-branchen, klassificeres posten som driftsrelateret.

Note 10: Udskudt skat, kort- og langfristet

Udskudt skatteforpligtelse opstår som forskellen mellem bogført værdi i balancen og skatteværdien og er ikke rentebærende (Plenborg, 2017; s. 117). Posten opstår fra fremførbart skattemæssigt underskud eller aktiver indregnet til en lavere værdi i balancen end i skatteregnskabet. Posten klassificeres som drift.

Note 11: Leverandørgæld og andre forpligtelser

Posten består af leverandørgæld, forudbetalte omkostninger, periodeafgrænsningsposter, skyldige øl- og læskedrik afgifter, moms, skyldige beløb til associerede virksomheder og joint ventures samt andre forpligtelser. Andre forpligtelser er ikke uddybet i årsrapporten (SABMiller årsrapport, 2015; s. 140). Alle posterne er relateret til driften, kun de skyldige beløb til associerede virksomheder og joint ventures er diskuterbare. Da de associerede virksomheder og joint ventures alle befinder sig i bryggeribranchen, og da beløbene udgør en meget lille andel af den samlede regnskabspost, klassificeres posten som driftsrelateret.

Note 12: Hensatte forpligtelser, kort- og langfristede

Posten vedrører pensionsydelse, som ikke er ydelsesbaserede pensionsordninger, herunder medicinal og livsforsikring, skat som ikke er selskabsskat, omstrukturingsomkostninger, lønomkostninger, tabsgivende kontrakter og andre hensættelser. Disse er alle driftsrelaterede og posten er ikke beregnet til kapitalværdi.

Note 13: Aktiver bestemt for salg

”Aktiver bestemt for salg” anses for værende driftsrelateret i relation til omstrukturingsomkostninger, da det må forventes, at der løbende skal afhændes aktiver. ”Investeringer i aktiver bestemt for salg” og ”forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg” er ikke udspecificeret i årsrapporten, hvorfor samme ræsonnement antages gældende og posten klassificeres som driftsrelateret.

Note 14: Deponeringskonto til datterselskab

Den 1. januar 2012 sammenlagde SABMiller deres angolanske datterselskab med deres associerede angolanske virksomhed Castel. Som følge af sammenlægning stillede SABMiller en deponeringskonto til rådighed som sikkerhed for datterselskabets banklån på 100 mio. USD (SABMiller Årsrapport, 2012; s. 120). Da det antages, at der tilskrives renter af de 100 mio. USD, anses posten som finansiel.

Bilag 3.6 - Pandora

OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	6.666	6.658	6.652	9.010	11.942	16.737
Produktionsomkostninger	-1.941	-1.798	-2.223	-3.011	-3.519	-4.544
Bruttoresultat	4.725	4.860	4.429	5.999	8.423	12.193
Salgs- distributions- og markedsføringsomkostninger	-1.733	-2.053	-2.084	-2.397	-3.100	-4.722
Administrative omkostninger	-576	-749	-870	-921	-1.251	-1.657
Resultat af primær drift	2.416	2.058	1.475	2.681	4.072	5.814
Finansielle indtægter	54	642	132	167	14	84
Finansielle omkostninger	-218	-331	-128	-106	-214	-553
Resultat før skat	2.252	2.369	1.479	2.742	3.872	5.345
Skat af årets resultat	-381	-332	-277	-522	-774	-1.671
Årets resultat	1.871	2.037	1.202	2.220	3.098	3.674
Aktionærer i PANDORA A/S	1.846	2.037	1.202	2.220	3.098	3.674
Minoritetsinteresser	25	0	0	0	0	0

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Omsætning	6.666	6.658	6.652	9.010	11.942	16.737	
Produktionsomkostninger	-1.760	-1.411	-1.909	-2.477	-2.975	-3.600	1+2
Bruttoresultat	4.906	5.247	4.743	6.533	8.967	13.137	
Salg- distributions- og markedsføringsomk.	-1.053	-1.253	-1.281	-1.479	-1.981	-2.970	1+2
Administrationsomkostninger	-327	-453	-475	-403	-585	-852	1+2
Personaleomkostninger	-845	-997	-1.207	-1.519	-1.917	-2.920	
EBITDA	2.681	2.544	1.780	3.132	4.484	6.395	
Af- og nedskrivninger	-265	-486	-310	-460	-432	-608	2
EBIT	2.416	2.058	1.470	2.672	4.052	5.787	
Skat af årets resultat	-381	-332	-277	-522	-774	-1671	3
Skatteskjold, nettofinansielle omkostninger	-41	78	2	18	-44	-104	4
NOPAT	1.994	1.804	1.195	2.168	3.234	4.012	1
Ydelsesbaserede pensionsordninger	0	0	5	9	20	27	1+4
Finansielle indtægter	54	642	132	167	14	84	4
Finansielle omkostninger	-218	-331	-128	-106	-214	-553	4
Skat på nettofinansielle omkostninger	41	-78	-2	-18	44	104	4
Årets resultat	1.871	2.037	1.202	2.220	3.098	3.674	

Note 1: Personaleomkostninger

Personaleomkostninger er indregnet i produktionsomkostninger, salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger samt administrationsomkostninger. Personaleomkostningerne trækkes ud af de øvrige driftsomkostningsposter og separeres. Nedenstående tabel viser underposter i personaleomkostninger og fordelingen heraf:

Personaleomkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Løn og vederlag	697	815	980	1.199	1.499	2.345
Pensioner	36	35	50	62	78	102
Aktiebaserede vederlæggelse	6	0	20	64	71	75
Udgifter til social sikring	22	27	50	71	64	79
Personaleomkostninger i øvrigt	84	120	97	105	205	319
Personaleomkostninger i alt	845	997	1.197	1.501	1.917	2.920

Personaleomkostninger indregning	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	171	183	222	284	365	731
Salg- distributions- og markedsføringsomk.	441	558	642	784	947	1.471
Administrationsomkostninger	233	256	338	442	585	691 *
Personaleomkostninger	845	997	1.202	1.510	1.897	2.893
Ydelsesbaserede pensionsordninger	0	0	5	9	20	27
Personaleomkostninger i alt	845	997	1.207	1.519	1.917	2.920

Bemærk, at ydelsesbaserede pensionsordninger er trukket ud af adm. omk.

Pensionsforpligtelser:

Pensionsforpligtelserne er primært bidragsbaserede, men til dels også ydelsesbaserede. Andelen af ydelsesbaserede pensionsordninger fremgår af note 2.3 for år 2013, 2014 og 2015, men fremgår ikke af årsrapporten i år 2011 og 2012. Ydelsesbaserede pensionsordninger er rentebærende og indregnet til nutidsværdi og skal dermed klassificeres som finansielle. Pensionsordningerne forventes som udgangspunkt at være klassificeret som administrationsomkostninger, hvorfor ydelsesbaserede pensionsordninger trækkes ud af denne post og re-klassificeres under finansielle poster for år 2013, 2014 og 2015, hvor det er muligt.

Aktiebaseret vederlæggelse betragtes som alternativ til løn til direktionen og øvrige medarbejdere og anses derfor at være driftsrelateret. Tilsvarende er de resterende personaleomkostninger også driftsrelateret bortset fra ovenstående nævnte ydelsesbaserede pensionsordninger.

Note 2: Af- og nedskrivninger

Af- og nedskrivninger i driftsomkostningsposterne skal fratrækkes og re-klassificeres som en separat post for at kunne beregne EBITDA og herefter EBIT.

Af- og nedskrivninger for immaterielle- og materielle aktiver samt varebeholdninger og tilgodehavender fra salg fremgår ikke samlet af årsrapporten. Af anlægsnoterne fremgår hvor i resultatopgørelsen af- og nedskrivninger for immaterielle aktiver og materielle aktiver er indregnet for år 2011 til 2014 (Årsrapport 2011, note 3. side 54 + årsrapport 2013 s. 60). Af årsrapporten 2015 fremgår kun direkte af årsrapporten, hvor af- og nedskrivninger er foretaget på immaterielle aktiver, men ikke materielle aktiver (årsrapport 2015, note 3.1). Årets afskrivninger på materielle aktiver i 2015 er på 16 mio. DKK for grunde og bygninger og 185 mio. DKK for anlæg og maskiner, som samlet set giver 201 mio. DKK. Der er ikke foretaget nogen nedskrivninger (Årsrapport 2015; s. 98). Da de materielle afskrivninger ikke er specificeret i årsrapporten for år 2015, er de materielle afskrivninger i dette år trukket ligeligt ud fra de tre poster; produktionsomkostninger, salg-, distributions- og markedsføringsomkostninger, og administrationsomkostninger.

Af- og nedskrivninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	10	18	21	41	49	78
Salg- distributions- og markedsføringsomk.	239	163	102	83	92	208
Administrationsomkostninger	16	40	57	76	81	114
I alt	265	221	180	200	222	400

Ovenstående af- og nedskrivninger i år 2010 og 2011 antages at dække alle foretagne af- og nedskrivninger, da det ikke fremgår af noten for varebeholdninger eller andre poster, at der er foretaget af- og/eller nedskrivninger som er indregnet i driftsomkostningsposterne.

Nedskrivninger på varebeholdninger fremgår af noten for varebeholdninger og er specificeret i nedenstående tabel (Årsrapport 2015, s. 100 og årsrapport 2013 s. 66, note 3.3 og årsrapport 2011, s. 110 note 14). Der er ikke foretaget nedskrivninger af varebeholdninger i år 2010.

Nedskrivninger på varebeholdninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Produktionsomkostninger	0	186	71	209	130	135
Distributionsomkostninger	0	79	59	51	80	73
I alt	0	265	130	260	210	208

Note 3: Skat af årets resultat

Pandoras skat af årets resultat er specificeret i noterne. Heraf fremgår det, at årets skat primært består af selskabsskat, men til dels også reguleringer vedrørende tidligere år og ændringer i udskudt skat (årsrapporter, note for selskabsskat, note 2.5). Fordelingen fremgår af nedenstående tabel:

Selskabsskat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Beregnet skat for året	486	468	252	561	786	1.305
Regulering vedrørende tidligere år	-28	7	23	136	35	486
Indvirkning af ændrede skattesatser	0	0	0	-57	17	-5
Ændring i udskudt skat	-77	-143	2	-118	-64	-115
Skatteomkostning i alt	381	332	277	522	774	1.671

Selskabsskat	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Selskabsskattesats	563	592	370	686	949	1.256
<i>Skatteeffekt af:</i>						
Forskelle i udenlandske dattervirksomheders skattesatser i forhold til moderselskabs skattesats	188	123	22	52	18	34
Indvirkning af ændrede skattesatser	0	-5	0	-57	17	-5
Ikke-skattepligtige indtægter og ikke fradragsberettigede omkostninger	-353	-263	-111	-292	-243	-80
Regulering vedrørende tidligere år	-28	7	23	136	35	486
Nettoregulering af udskudte skatteaktiver	10	-15	-27	-3	-2	-20
Regulering af hensættelse til earn-out	0	-128	0	0	0	0
Øvrige	1	21	0	0	0	0
Skatteomkostning i alt	381	332	277	522	774	1.671

I princippet bør regulering af skat vedrørende tidligere år re-klassificeres til det regnskabsår, som skatten vedrører og regulering af skattesats bør re-klassificeres til usædvanlig post. I og med at ingen af de andre virksomheder i analysen har specificeret skatten på tilsvarende vis, som ellers kunne muliggøre re-klassificeringer, så foretages der ikke ændringer af selskabsskatten, da det formentlig vil skabe støj ved sammenligning af virksomhedernes rentabilitet, kredit og risiko. Det kan diskuteres hvorvidt regulering af hensættelse til earn-out er en usædvanlig post, men denne anses som en del af den almindelige aflønning af ledelsen, hvorfor skatten bibeholdes som en del af driften.

Note 4: Finansielle indtægter og omkostninger

Finansielle indtægter og omkostninger vedrører renteindtægter, -omkostninger og gevinster/tab på gæld og tilgodehavender samt transaktioner i fremmed valuta. Regnskabsposterne er altså relateret til dagsværdireguleringer af finansielle instrumenter, valutakursgevinster og -tab, renter og lignende, som ikke er driftsrelaterede men finansielle, hvorfor posten bibeholdes som den er (årsrapport 2015; s. 107). I de finansielle poster indgår dog som udgangspunkt ikke ydelsesbaserede pensioner, denne post er blevet re-klassificeret fra driftsomkostninger til finansielle poster og vil dermed indgå i beregning af renteskatteskjoldet på nettofinansielle omkostninger.

Renteskatteskjoldet på netto finansielle omkostninger, beregnet på baggrund af den danske marginal skattesats er derved:

Beregning af skatteskjold på NFO	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
NFO	-164	311	9	70	-180	-442
Skatteskjold på NFO	-41	78	2	18	-44	-104

OFFICIELLE BALANCE

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVER						
Langfristede aktiver						
Immaterielle aktiver	4.490	4.476	4.487	4.617	4.859	5.449
Materielle aktiver	374	429	472	497	711	1.237
Udskudte skatteaktiver	107	209	190	276	407	879
Andre finansielle aktiver	28	34	26	48	99	159
Langfristede aktiver i alt	4.999	5.148	5.175	5.438	6.076	7.724
Kortfristede aktiver						
Varebeholdninger	1.272	1.609	1.318	1.490	1.684	2.357
Finansielle instrumenter	0	0	4	0	99	65
Tilgodehavender fra salg	834	900	940	895	1.110	1.360
Tilgodehavende skatter	533	177	138	35	52	113
Andre tilgodehavender	97	41	498	731	404	803
Likvide beholdninger	1.224	176	341	686	1.131	889
Kortfristede aktiver i alt	3.960	2.903	3.239	3.837	4.480	5.587
Aktiver i alt	8.959	8.051	8.414	9.275	10.556	13.311

Mio. DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL OG PASSIVER						
Egenkapital						
Aktiekapital	130	130	130	130	128	122
Overkurs	1.248	1.248	1.248	1.248	1.229	0
Egne aktier	-38	-38	-38	-738	-2.679	-4.152
Reserver	911	620	652	205	729	1.023
Foreslået udbytte	650	715	715	823	1.088	1.511
Overført resultat	1.414	2.736	3.331	4.794	6.537	7.635
Egenkapital i alt	4.315	5.411	6.038	6.462	7.032	6.139
Langfristede forpligtelser						
Hensatte forpligtelser	536	64	7	35	61	97
Lån og anden gæld	0	375	151	0	0	2.350
Udskudte skatteforpligtelser	606	552	552	471	430	394
Anden gæld / andre langfristede forpligtelser	18	2	2	3	0	249
Langfristede forpligtelser i alt	1.160	993	712	509	491	3.090
Kortfristede forpligtelser						
Hensatte forpligtelser	76	230	463	471	678	971
Lån og anden gæld	2.326	10	7	49	10	257
Finansielle instrumenter	0	0	47	148	268	214
Leverandørgæld	245	288	219	539	804	1.329
Skyldige selskabsskatter	351	344	283	546	643	306
Anden gæld	486	775	645	551	630	1.005
Kortfristede forpligtelser i alt	3.484	1.647	1.664	2.304	3.033	4.082
Passiver i alt	3.484	1.647	1.664	2.304	3.033	4.082
Egenkapital og passiver i alt	8.959	8.051	8.414	9.275	10.556	13.311

REFORMULERET BALANCE

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Langfristede anlægsaktiver							
Immaterielle anlægsaktiver	4.490	4.476	4.487	4.617	4.859	5.449	
Materielle aktiver	374	429	472	497	711	1.237	
Udskudte skatteaktiver	107	209	190	276	407	879	5
Langfristede aktiver i alt	4.971	5.114	5.149	5.390	5.977	7.565	
Omsætningsaktiver							
Varebeholdninger	1.272	1.609	1.318	1.490	1.684	2.357	7
Tilgodehavender fra salg	834	900	940	895	1.110	1.360	9
Tilgodehavende skatter	533	177	138	35	52	113	10
Omsætningsaktiver i alt	2.639	2.686	2.396	2.420	2.846	3.830	
Ikke-rentebærende gæld							
Hensatte forpligtelser, kort- og lang fristet	612	294	470	506	739	1.068	13
Udskudte skatteforpligtelser	606	552	552	471	430	394	5
Leverandørgæld	245	288	219	539	804	1.329	16
Skyldige selskabsskatter	351	344	283	546	643	306	10
Ikke-rentebærende gæld i alt	1.814	1.478	1.524	2.062	2.616	3.097	
Investeret Kapital	5.796	6.322	6.021	5.748	6.207	8.298	

Egenkapital i alt	4.315	5.411	6.038	6.462	7.032	6.139	
Rentebærende gæld							
Finansielle instrumenter	0	0	47	148	268	214	8
Lån og anden gæld, kort og langfristet	2.326	385	158	49	10	2.607	14
Anden gæld / andre langfristede forpligtelser	18	2	2	3	0	249	15
Anden gæld	486	775	645	551	630	1005	15
Rentebærende gæld i alt	2.830	1.162	852	751	908	4.075	
Rentebærende aktiver							
Andre tilgodehavender	97	41	498	731	404	803	11
Andre finansielle aktiver	28	34	26	48	99	159	6
Finansielle instrumenter	0	0	4	0	99	65	8
Likvide beholdninger	1.224	176	341	686	1.131	889	12
Rentebærende aktiver i alt	1.349	251	869	1.465	1.733	1.916	
Nettorentebærende gæld i alt	1.481	911	-17	-714	-825	2.159	
Investeret kapital	5.796	6.322	6.021	5.748	6.207	8.298	

Note 5: Udskudte skatteaktiver- og forpligtelser

Udskudt skat er delvist finansielt og delvist driftsrelateret. Af note 2.5 fremgår udskudt skat, men som nettopost. I og med at noten kun oplyser posten netto er det ikke muligt at opdele posten i drift og finansiering. Valutakursreguleringer, ændring i udskudt skat som er indregnet i resultatopgørelsen, indvirkning af ændrede skattesatser og aktiebaseret bør ellers klassificeres som driftsrelateret og ændring i udskudt skat vedrørende sikringsinstrumenter bør klassificeres som finansielt (årsrapport 2015; s. 88). Argumentet for at posten klassificeres som drift er, at den hovedsageligt omfatter de nævnte driftsrelaterede poster.

Note 6: Andre finansielle aktiver

Der er ingen note til andre finansielle aktiver, men det fremgår i en beskrivelse af kreditrisiko i årsrapporten, at posten hovedsageligt omfatter likvider og urealiserede gevinster på finansielle kontrakter (årsrapport 2015; s. 104). Posten klassificeres dermed som finansiell.

Note 7: Varebeholdninger

Varebeholdninger er driftsrelateret og omfatter råvarer og hjælpematerialer, varer under fremstilling, færdigvarer og forhandlermaterialer. Der har været nedskrivninger på varebeholdninger, som er indregnet i resultatopgørelsen og re-klassificeret for at få den vist under af- og nedskrivninger.

Note 8: Finansielle instrumenter

Finansielle instrumenter er rentebærende og dermed finansiell. Der er dog ingen finansielle instrumenter i 2010 og 2011.

Note 9: Tilgodehavender fra salg

Tilgodehavender hidrører ikke-afledte finansielle aktiver med faste eller bestemmelige betalinger og indregnes til amortiseret kostpris efter den effektive rentes metode. Tab på tilgodehavender indregnes i resultatopgørelsen under administrationsomkostninger, som er en driftspost (årsrapport 2015; s. 98). Der foretages nedskrivning på tab for tilgodehavender. Det kan diskuteres hvorvidt posten bør være driftsrelateret eller finansiell, da der er tale om finansielle aktiver. Da det ikke er muligt at trække tabet ud af administrationsomkostninger og re-klassificere disse under finansielle omkostninger, fordi andelen ikke fremgår af årsrapporterne, behandles posten som driftsrelateret. Dette er også i overensstemmelse med Pandoras egen klassificering ved beregning af arbejdskapital, og det sikrer at der er overensstemmelse mellem klassificeringen i resultatopgørelsen og balancen. Desuden er posten opstået i relation til omsætningen og er dermed en del af kerneforretningen, hvilket understøtter klassificeringen som drift.

Note 10: Tilgodehavende og skyldige skatter

Der er ingen note eller beskrivelse af tilgodehavender/skyldige skatter i årsrapporten. Posten klassificeres som driftsrelateret med samme argument som i afsnit 6.3.

Note 11: Andre tilgodehavender

Andre tilgodehavender er heller ikke specificeret i noterne, men af en beregning af arbejdskapitalen fremgår det, at andre tilgodehavender ikke er driftsrelateret (årsrapport 2015, s. 90). Af årsrapporten for 2012 står andre tilgodehavender under finansielle aktiver og at posten indregnes til dagsværdi (årsrapport 2012; s. 81). Posten klassificeres derfor som finansiell.

Note 12: Likvide beholdninger

Likvide beholdninger er rentebærende med samme argument som for Carlsberg jf. note 13.

Note 13: Hensatte forpligtelser

Hensatte forpligtelser omfatter garantiomkostninger og returnering af varer som skyldes reklamationskrav håndteres med erstatningsprodukter i stedet for garantireparation. Desuden omfatter posten også tabsgivende kontrakter som følge af fraflytning af Pandoras nuværende hovedkontor i Danmark, som forventes at medføre en periode med huslejebetaling for tomme lokaler i 2015. Omkostninger vedrørende hensatte forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen (årsrapport 2015; s. 99). Da alle aktiviteterne er driftsrelaterede og husleje også er i relation til driften klassificeres posten som drift. Dette er både gældende for kort- og langsigtede hensatte forpligtelser.

Note 14: Lån og anden gæld

Lån og anden gæld indebærer rentebærende gæld, herunder kort- og langsigtede gældsforpligtelser. Posten er dermed finansiell (årsrapport 2015, s. 102).

Note 15: Anden gæld / Andre langfristede forpligtelser

Der findes ikke en specifikation af denne post i årsrapporterne, men kun at den ikke er driftsrelateret i indregning af arbejdskapital (årsrapport 2014; s. 75). Posten klassificeres som finansiell. Af årsrapport 2011 fremgår det, at afledte finansielle instrumenter indregnes som anden gæld, når dagsværdien er negativ og at finansielle forpligtelser blandt andet er anden gæld (årsrapport 2011; s. 86 og s. 91).

Note 16: Leverandørgæld

Leverandørgæld er driftsrelateret og opstået på baggrund af virksomhedens kerneaktiviteter.

Note 17: Eventualforpligtelser

Pandora har eventualforpligtelser bestående i retssager, kontraktlige forpligtelser herunder købs-, salgs- og leveringskontrakter samt leasingkontrakter. Leasingkontrakterne er primært vedrørende butikker, kontorer, kontorudstyr og lignende, som betragtes som uvæsentlige. De væsentlige kontrakter i forbindelse med risiko og afkast er regnskabsmæssigt klassificeret som finansiel leasing. Øvrige leasingkontrakter er klassificeret som operationelle (årsrapport 2015; s. 96).

Bilag 3.7 - Orkla

OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE

Mio. NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætning	56.051	60.345	28.559	32.216	29.202	32.610
Andre driftsindtægter	1.287	664	1.442	829	397	588
Driftsindtægter	57.338	61.009	30.001	33.045	29.599	33.198
Materialeomkostninger	-29.161	-32.604	-15.063	-16.690	-14.406	-16.345
Lønomsomkostninger	-10.589	-10.668	-5.168	-5.918	-5.779	-6.432
Andre driftsomsomkostninger	-11.832	-11.835	-5.542	-6.171	-5.242	-5.755
Nedskrivninger på PPE	-1.812	-1.861	-933	-1.103	-935	-1.038
Afskrivninger, immaterielle aktiver	-52	-55	-16	-21	-23	-19
Andre indtægter og omsomkostninger	330	-1.041	-433	-860	-100	-502
Driftsresultat (EBIT)	4.222	2.945	2.846	2.282	3.114	3.107
Tab/gevinst fra associerede virksomheder og joint ventures	-6.169	-5.505	414	2	121	1.111
Dividender	522	440	211	250	37	0
Gevinster, tab og nedskrivninger i Share Portfolio og finansielle aktiver	1.772	1.643	857	623	56	0
Finansielle indtægter	224	273	196	85	52	91
Finansielle omsomkostninger	-551	-719	-651	-578	-508	-283
Andre finansielle indtægter	0	0	0	0	0	137
Andre finansielle omsomkostninger	0	0	0	0	0	-73
Resultat før skat	20	-923	3.873	2.664	2.872	4.090
Skat	-844	-1.018	-707	-692	-688	-722
Resultat efter skat fra fortsat forretning	-824	-1.941	3.166	1.972	2.184	3.368
Gevinster/tab fra ophørende aktiviteter	-40	1.213	-1.583	-1.225	-485	-17
Årets resultat	-864	-728	1.583	747	1.699	3.351
Minoritetsaktionærers andel af årets resultat	53	48	0	57	40	56
Moderselskabets aktionær andel af årets resultat	-917	-776	1.583	690	1.659	3.295

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE

Mio. NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Omsætning	56.051	60.345	28.559	32.216	29.202	32.610	
Materialeomkostninger	-29.161	-32.604	-15.063	-16.690	-14.406	-16.345	1
Bruttoresultat	26.890	27.741	13.496	15.526	14.796	16.265	
Lønomsomkostninger	-10.589	-10.668	-5.168	-5.918	-5.779	-6.432	2
Andre driftsindtægter	1.287	400	1.442	829	397	588	3
Andre driftsomsomkostninger	-11.832	-11.835	-5.542	-6.171	-5.242	-5.755	4
Omstrukturerings., fratrædelses, M&A og integrations omk.	-27	-803	-439	-504	-364	-418	5
Tab/gevinst fra associerede virksomheder og joint ventures	-6.169	-5.505	414	2	121	1.111	7
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	-2.399	-2.141	161	1	45	411	7
EBITDA	-2.839	-2.811	4.364	3.765	3.974	5.770	
Af- og nedskrivninger	-1.391	-2.775	-1.227	-1.658	-978	-1.131	6
EBIT	-4.230	-5.586	3.137	2.107	2.996	4.639	
Skat	-844	-1.018	-707	-692	-688	-722	
Skat på tab/gevinst fra associerede virksomheder og joint ventures	2.399	2.141	-161	-1	-45	-411	7
Skatteskjold, nettofinansielle omsomkostninger	614	985	-183	-222	-224	-39	11
NOPAT før særlige poster	-2.061	-3.478	2.086	1.192	2.039	3.467	
Usædvanlige poster	-382	217	-32	127	264	-10	5
NOPAT efter særlige poster	-2.443	-3.261	2.054	1.319	2.303	3.457	
Dividender	522	440	211	250	37	0	
Gevinster/tab i Share Portfolio og finansielle aktiver	2.038	2.311	1.173	674	76	0	8+6
Finansielle indtægter og omsomkostninger	-327	-446	-455	-493	-456	-192	9
Andre finansielle indtægter og omsomkostninger	0	0	0	0	0	64	10
Gevinster/tab fra ophørende aktiviteter	-40	1.213	-1.583	-1.225	-485	-17	12
Skat på nettofinansielle omsomkostninger	-614	-985	183	222	224	39	11
Årets resultat	-864	-728	1.583	747	1.699	3.351	

Note 1: Materialeomkostninger

Materialeomkostninger består af råmaterialer, færdigvarer, emballage og lignende, som er nødvendigt for at sælge virksomhedens produkter (årsrapport 2015; s. 94). Posten er driftsrelateret.

Note 2: Lønomkostninger

Lønomkostninger omfatter løn, medarbejderforsikringer, pensionsomkostninger og andet vederlag til topledelsen (årsrapport 2015; s. 94). Pensionerne dels bidragsbaserede pensionsordninger og dels ydelsesbaserede pensionsordninger (årsrapport 2015; s. 96). Som nævnt i afsnit x.x., så er ydelsesbaserede pensionsordninger rentebærende og skal derfor fjernes fra driften og reklassificeres under finansielle poster. Det er ikke angivet andelen af ydelsesbaserede pensionsordninger. Orkla oplyser blot pensionsomkostninger som er defineret som finansielle omkostninger grundet renter på pensionsforpligtelser (årsrapport 2015; s. 97). Det er derfor ikke muligt at fratrække ydelsesbaserede pensioner i lønomkostninger. Af nedenstående fremgår fordelingen af lønomkostninger (årsrapport 2015; s. 94 & årsrapport 2013; s. 73).

Lønomkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Løn	-8.556	-8.605	-4.099	-4.801	-4.677	-5.191
Medarbejderforsikringsbidrag	-1.455	-1.561	-696	-792	-737	-820
Pensionsomkostninger	-480	-455	-335	-303	-292	-352
Andet vederlag etc.	-98	-47	-38	-22	-73	-69
Lønomkostninger i alt	-10.589	-10.668	-5.168	-5.918	-5.779	-6.432
Finansielle omk. (pension)	0	-44	-43	-52	-49	-48

Note 3: Andre driftsindtægter

Andre driftsindtægter omfatter indtægter i forbindelse med varemærker eksempelvis royalties gebyrer som faktureres ved brug af disse varemærker i perioden 2012-2015 (årsrapport 2015; s. 133, 2014; s. 105, 2013; s. 103 & 2012 s. 82). Indtægterne er direkte henførbare til Orklas kerneaktiviteter, herunder de forskellige segmenter (årsrapport 2015; s. 89).

I 2011 omfatter posten gevinster på salg af materielle anlægsaktiver og gevinster fra salg af fast ejendom, som ikke længere er i brug (årsrapport 2011; s. 40). I 2011 indgår også royalties i henhold til varemærker, som udgør størstedelen af posten, nemlig 400 mio. NOK ud af 664 mio. NOK (årsrapport 2011; s. 82). Da alle aktiviteterne er relateret til Orklas drift. Måde salg af fast ejendom og royalties betragtes

som usædvanlige poster i og med at det er en transitorisk post og Orklas aktivitet er ikke køb og salg af fast ejendom. De 264 mio. NOK klassificeres dermed som usædvanlig post og trækkes du af andre driftsindtægter.

Note 4: Andre driftsomkostninger

Andre driftsomkostninger er ifølge Orkla udgifter relateret til driften og dermed virksomhedens daglige aktiviteter (årsrapport 2015; s. 98). Posten omfatter driftsomkostninger bortset fra materialeomkostninger, lønomkostninger, af- og nedskrivninger og består af følgende (årsrapport 2015; s. 98, 2013; s. 76, 2012; s. 57):

Andre driftsomkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Eksterne fragtomkostninger	-1.951	-1.786	-638	-705	-562	-625
Omkostninger til strøm	-1.913	-1.920	-639	-689	-459	-505
Reklameomkostninger	-1.238	-1.245	-1.172	-1.352	-1.344	-1.468
Reparation og vedligeholdelses omk.	-1.079	-1.129	-457	-529	-410	-449
Konsulenter, juridisk rådgivning etc.	-912	-1.151	-626	-402	-416	-361
Køretøjer	-338	-349	-134	-138	-120	-129
Leje/leasing omk.	-410	-411	-253	-338	-351	-344
Driftsomkostninger, kontorudstyr	-281	-264	-65	-80	-85	-80
Øvrige	-3.710	-3.580	-1.558	-1.938	-1.495	-1.794
Andre driftsomkostninger i alt	-11.832	-11.835	-5.542	-6.171	-5.242	-5.755

Ovenstående poster betragtes alle om værende driftsrelateret og er tilbagevendende. Posten ligger desuden på et nogenlunde stabilt niveau i perioden år 2012-2015.

Note 5: Andre indtægter og omkostninger

Ifølge Orkla indeholder posten ikke-tilbagevendende poster, omstrukturingsomkostninger, væsentlige nedskrivninger af materielle og immaterielle aktiver og M&A og integrationsomkostninger. Posterne vurderes del at være tilbagevendende og dels at være ikke-tilbagevendende samt dels at være driftsrelateret og dels finansiell. Af nedenstående fremgår specifikation af posten.

Andre indtægter og omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
M&A og integrations omk.	-27	-124	-79	-204	-156	-248
Fratrædelsesaftaler	0	0	0	-169	-186	-142
Nedskrivninger	-303	-210	-6	-483	0	-74
Unilever-aftale	0	0	0	0	279	-9
Tvister vedr. varemærker	0	0	0	0	-15	-1
Andre omstrukturingsomk.	0	-679	-360	-131	-22	-28
Forsikringsaftaler og brand omk.	-212	0	30	127	0	0
Gvinster på bortskaffelse/settlement provisions	1.042	19	44	0	0	0
Ejendomsskat for tidligere perioder	0	0	-19	0	0	0
Aftale Group & Orkla Finansielle investeringer	0	0	-43	0	0	0
Net costs fires		-41	0	0	0	0
Step acquisition/tab og nedskrivninger på Orkla Brands and Orkla ejendom	-170	-6	0	0	0	0
Andre indtægter og omk. i alt	330	-1.041	-433	-860	-100	-502

M&A og integrationsomkostninger, omstrukturingsomkostninger og fratrædelsesaftaler betragtes som driftsrelateret. M&A og integrationsomkostninger er drift fordi det anses for at være omkostninger forbundet med opkøb af virksomheder som er driftsrelaterede, da posten sammenholdes med integration. Omstrukturingsomkostninger er drift, fordi det må forventes at virksomheden skal foretage løbende omstruktureringer for at være konkurrencedygtige på markedet jf. afsnit 6.3. Fratrædelsesaftaler er relaterede til medarbejdere og er drift.

Heraf driftsomkostninger:

M&A og integrations omk.	-27	-124	-79	-204	-156	-248
Andre omstrukturingsomk.	0	-679	-360	-131	-22	-28
Fratrædelsesaftaler	0	0	0	-169	-186	-142

Heraf af- og nedskrivninger:

Nedskrivninger	-303	-210	-6	-483	0	-74
Gevinster på bortskaffelse/settlement provisions	1.042	19	44	0	0	0

Heraf ikke-tilbagevendende poster:

Usædvanlige poster	-382	217	-32	127	264	-10 *
--------------------	------	-----	-----	-----	-----	-------

Bemærk, usædvanlige poster i 2011 også består af 264 mio. NOK jf. note 4

Posten indeholder også nedskrivninger som reklassificeres under af- og nedskrivninger, hvilket også gøres for gevinster på bortskaffelse/settlement provisions, som betragtes som en regulering af tidligere foretagne afskrivninger. De resterende poster er ikke tilbagevendende, fordi der er flere år i perioden de ikke fremgår. Disse klassificeres som usædvanlige poster.

Note 6: Af- og nedskrivninger

Gevinster og tab på bortskaffelse af anlægsaktiver og immaterielle aktiver betragtes som en korrektion af tidligere foretagne afskrivninger. Disse poster reklassificeres til af- og nedskrivninger, eksempelvis sås i note 5, at nedskrivninger og gevinster på bortskaffelse indgik som en del af "andre indtægter og omkostninger".

Af Orklas årsrapporter fremgår nedskrivninger på materielle aktiver og afskrivninger af immaterielle afskrivninger af resultatopgørelsen. Disse poster bibeholder deres placering og så tilføjes der ovennævnte fra "andre indtægter og omkostninger" til af- og nedskrivninger.

Af- og nedskrivninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nedskrivninger på PPE	-1.812	-1.861	-933	-1.103	-935	-1.038
Afskrivninger, immaterielle aktiver	-52	-55	-16	-21	-23	-19
Af- og nedskrivninger fra andre indt. og omk.	739	-191	38	-483	0	-74
Nedskrivninger i Shared Portfolio	-266	-668	-316	-51	-20	0
Af- og nedskrivninger i alt	-1.391	-2.775	-1.227	-1.658	-978	-1.131

Note 7: Tab/gevinst fra associerede virksomheder og joint ventures

Associerede virksomheder og joint ventures består hovedsageligt af ejerandel i Jotun, som producerer maling og pulverlak, hvor Orkla har været minoritetsaktionær i ca. 40 år. Sapa som laver aluminiumsløsninger såsom krydstogtskibe og LED-lamper, vinduer, klimaanlæg og lignende. Gränges som producere aluminium til aluminium varmevekslere. Orklas kerneaktivitet er leverance af forbrugsvarer og konceptløsninger til dagligvarebutikker, specialiserede detailhandlere, bagerier og lignende. Sapa er en joint venture virksomhed og man må hermed antage at Orkla har strategisk interesse i denne investering i forbindelse med deres drift. Jotun defineres som værende et associeret selskab med en ejerandel på 42,5%. Med samme argument som for Sapa må det antages at en ejerandel på 42,5% fordrer strategisk interesse (årsrapport 2015; s. 85). Posten klassificeres på baggrund heraf om driftsrelateret. Et andet argument for dette er, at regnskabet skal være sammenligneligt med Carlsberg og peer-gruppen i bryggeribranchen, som klassificeres investeringer i associerede virksomheder som drift.

Det bør bemærkes, at posten er usædvanlig stor i 2011 på 5.505 mio. NOK set over perioden, men hvis man ser i årene før 2011, så er den ikke usædvanlig stor, da den eksempelvis er større i 2010 og ligger lidt under i 2009 (årsrapport 2011; s. 33).

Posten er beregnet efter skat, hvorfor skatten skal tillægges i driften jf. formel 1.13, afsnit 6.3:

Skat på associerede virksomheder og joint ventures	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	27,0%	27,0%
Tab/gevinst fra associerede virksomheder og joint ventures	-6.169	-5.505	414	2	121	1.111
Skat på associerede virksomheder og joint ventures	-2.399	-2.141	161	1	45	411

Note 8: Gevinster, tab og nedskrivninger i Share Portfolio og finansielle aktiver

Regnskabsposten består dels af finansielle gevinster/tab og dels af nedskrivninger (årsrapport 2011; s. 68, årsrapport 2013; s. 88). Fordelingen fremgår af nedenstående:

Gevinster, tab og nedskrivninger i Share Portfolio og finansielle aktiver	2011	2012	2013	2014	2015
Realiserede gevinster/tab	2.145	1.327	588	85	0 <i>Finansiel</i>
Valutakurs hedge gevinster/tab	56	86	-61	-1	0 <i>Finansiel</i>
Nedskrivninger	-668	-316	-51	-20	0 <i>Nedskrivninger</i>
Ændringer i dagsværdi	110	200	-119	-8	0 <i>Finansiel</i>
Gevinster/tab REC og Borregaard aktier	0	-440	266	0	0 <i>Finansiel</i>
I alt	2.311	1.173	674	76	0

*Bemærk, at nedskrivninger af fratrullet

Posten klassificeres som finansiel bortset fra nedskrivninger, som reklassificeres under af- og nedskrivninger.

Note 9: Finansielle indtægter og omkostninger

Finansielle indtægter og omkostninger består af følgende:

Gevinster, tab og nedskrivninger i Share Portfolio og finansielle aktiver	2011	2012	2013	2014	2015
Realiserede gevinster/tab	2.061	2.145	1.327	588	85 0 <i>Finansiel</i>
Valutakurs hedge gevinster/tab	-72	56	86	-61	-1 0 <i>Finansiel</i>
Nedskrivninger	-266	-668	-316	-51	-20 0 <i>Nedskrivninger</i>
Ændringer i dagsværdi	49	110	200	-119	-8 0 <i>Finansiel</i>
Gevinster/tab REC og Borregaard aktier	0	0	-440	266	0 0 <i>Finansiel</i>
I alt	2.038	2.311	1.173	674	76 0

*Bemærk, at nedskrivninger af fratrullet

*Bemærk, at ændring i dagsværdi i 2015 er flyttet fra renteindtægter

Note 10: Andre finansielle indtægter og omkostninger

Alle posterne vurderes at være klassificeret korrekt og bibeholdes dermed som finansielle.

Orkla har i 2015 to nye poster "Andre finansielle indtægter" og "Andre finansielle omkostninger", som består af gevinster/tab og nedskrevne aktier og finansielle aktier, modtagne dividender, netto finansielle pensioner, andre finansielle indtægter og omkostningerne. Gevinster/tab og nedskrevne aktier og finansielle aktiver er relateret til posten "Gevinster, tab og nedskrivninger i Share Portfolio og finansielle aktiver", som er 0 i 2015. Det lader altså til at Orkla har fjernet denne post og oprettet disse to nye poster. Posten lægges sammen til en netto post og bibeholdes, selvom nedskrivninger i princippet skulle trækkes ud af denne. Dette er dog ikke muligt, da beløbet ikke er oplyst (årsrapport 2015; s. 99).

Note 11: Skat på netto finansielle omkostninger

Efter reklassificeringer består netto finansielle omkostninger af:

Netto finansielle omkostninger	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dividender	522	440	211	250	37	0
Gevinster/tab i Share Portfolio og finansielle aktiver	2.038	2.311	1.173	674	76	0
Finansielle indtægter og omkostninger	-327	-446	-455	-493	-456	-192
Andre finansielle indtægter og omkostninger	0	0	0	0	0	64
Gevinster/tab fra ophørende aktiviteter	-40	1.213	-1.583	-1.225	-485	-17
Netto finansielle omkostninger	2.193	3.518	-654	-794	-828	-145

Til beregning af skat på netto finansielle omkostninger anvendes den marginale skattesats jf. afsnit 6.3. Selvom det i nedenstående ses, at den effektive skattesats i 2011 varierer signifikant fra den marginale skattesats, som skyldes tab fra associerede virksomheder og joint ventures på 5.505 NOK mio., hvilket påvirkede skatten med 1.541 mio. NOK (årsrapport 2011; s. 58).

Skattesats	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Marginal skattesats	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	27,0%	27,0%
Effektiv skattesats	4220,0%	-110,3%	18,3%	26,0%	24,0%	17,7%

Note 12: Gevinster/tab fra ophørende aktiviteter

Gevinst og tab fra opgørende aktiviteter er en tilbagevendende post gennem hele perioden. Orkla oplyser selv, at posten er i forbindelse med ændringer i virksomhedsstrukturen over tid (årsrapport 2015; s. 128) og omhandler frasalg er koncernens aktiviteter som eksempelvis afhændelse af et segment (årsrapport 2012; s. 40). I princippet bør posten opdeles i drift og finansiel, da eksempelvis Orkla Brand i Rusland er driftsrelateret mens at frasalg af minoritetsinteresser i Gräges er finansiel i henhold til note 7. Orkla oplyser ikke den direkte opdeling af posten som umuliggør muligheden for at opdele posten korrekt. Gräges og Sapa er begge finansielle investeringer og udgør størstedelen af posten, hvorfor hele posten klassificeres som finansiel.

OFFICIELLE BALANCE

Mio. NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVER						
Langfristede aktiver						
Immaterielle aktiver	17.730	18.058	9.929	11.651	9.484	10.523
Materielle aktiver	12.337	12.460	9.948	15.368	14.499	17.611
Udsudte skatteaktiver	623	341	121	34	99	65
Investeringer i associerede virksomheder og joint ventures	9.990	4.723	2.738	10.377	12.054	12.149
Andre aktiver	995	959	892	665	972	880
Langfristede aktiver i alt	41.675	36.541	23.628	38.095	37.108	41.228
Kortfristede aktiver						
Aktiver bestemt for salg	13.891	391	13.740	0	22	182
Varebeholdninger	7.102	8.047	4.243	4.836	4.073	4.623
Varebeholdning for udviklingsejendom	0	0	0	0	0	216
Tilgodehavender fra kunder	10.380	10.462	5.273	6.328	5.560	5.267
Andre tilgodehavender	0	0	0	0	0	625
Finansielle aktiver	11.674	5.502	3.601	1.051	734	1.376
Likvide beholdninger	2.819	5.453	7.201	1.805	2.615	721
Kortfristede aktiver i alt	45.866	29.855	34.058	14.020	13.004	13.010
Aktiver i alt	87.541	66.396	57.686	52.115	50.112	54.238

Mio. NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL OG PASSIVER						
Egenkapital						
Aktiekapital	1.999	1.997	1.985	1.989	1.993	1.994
Overført resultat	44.567	32.109	28.839	28.490	29.066	31.335
Egenkapital for aksjonærer i Orkla	46.566	34.106	30.824	30.479	31.059	33.329
Minoritetsinteresser	365	280	258	301	245	417
Egenkapital i alt	46.931	34.386	31.082	30.780	31.304	33.746
Langfristede forpliktelse						
Rentebærende gjeld	21.820	15.488	9.531	8.041	8.510	8.722
Udskudt skat	1.874	1.251	1.139	1.210	1.161	1.479
Hensatte forpliktelse og andre forpliktelse	2.207	1.914	1.968	2.159	2.538	2.712
Langfristede forpliktelse i alt	25.901	18.653	12.638	11.410	12.209	12.913
Kortfristede forpliktelse						
Forpliktelse vedr. aktiver bestemt for salg	2.544	177	3.793	0	0	0
Rentebærende gjeld	1.380	1.472	3.460	2.837	598	399
Indkomst skatteforpliktelse	255	848	556	402	384	185
Leverandørgjeld	0	0	0	0	0	3.869
Andre forpliktelse	10.530	10.860	6.157	6.686	5.617	3.126
Kortfristede forpliktelse i alt	14.709	13.357	13.966	9.925	6.599	7.579
Passiver i alt	40.610	32.010	26.604	21.335	18.808	20.492
Egenkapital og passiver i alt	87.541	66.396	57.686	52.115	50.112	54.238

REFORMULERET BALANCE

Mio. NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Note
Langfristede anlægsaktiver							
Immaterielle anlægsaktiver	17.730	18.058	9.929	11.651	9.484	10.523	14
Materielle aktiver	12.337	12.460	9.948	15.368	14.499	17.611	
Udskudte skatteaktiver	623	341	121	34	99	65	13
Investeringer i associerede virksomheder og joint ventures	9.990	4.723	2.738	10.377	12.054	12.149	
Andre aktiver, drift	136	69	40	34	164	219	3
Langfristede aktiver i alt	40.816	35.651	22.776	37.464	36.300	40.567	
Omsætningsaktiver							
Aktiver bestemt for salg	13.891	391	13.740	0	22	182	16
Varebeholdninger	7.102	8.047	4.243	4.836	4.073	4.623	17
Varebeholdning for udviklingsejendom	0	0	0	0	0	216	18
Tilgodehavender fra kunder	10.380	10.462	5.273	6.328	5.560	5.267	19
Andre tilgodehavender, drift	0	0	0	0	0	397	20
Omsætningsaktiver i alt	31.373	18.900	23.256	11.164	9.655	10.685	
Ikke-rentebærende gæld							
Udskudt skat	1.874	1.251	1.139	1.210	1.161	1.479	13
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt for salg	2.544	177	3.793	0	0	0	16
Hensatte- og andre forpligtelser, drift	557	495	520	404	382	322	24
Indkomst skatteforpligtelser	255	848	556	402	384	185	25
Leverandørgæld	0	0	0	0	0	3.869	26
Andre forpligtelser	10.530	10.860	6.157	6.686	5.617	3.126	27
Ikke-rentebærende gæld i alt	15.760	13.631	12.165	8.702	7.544	8.981	
Investeret Kapital	56.429	40.920	33.867	39.926	38.411	42.271	

Egenkapital i alt	46.931	34.386	31.082	30.780	31.304	33.746	
Rentebærende gæld							
Rentebærende gæld, kort og langfristet	23.200	16.960	12.991	10.878	9.108	9.121	23
Hensatte- og andre forpligtelser, rentebærende	1.650	1.419	1.448	1.755	2.156	2.390	24
Rentebærende gæld i alt	24.850	18.379	14.439	12.633	11.264	11.511	
Rentebærende aktiver							
Andre aktiver, rentebærende	859	890	852	631	808	661	15
Andre tilgodehavender, rentebærende	0	0	0	0	0	228	20
Finansielle aktiver	11.674	5.502	3.601	1.051	734	1.376	21
Likvide beholdninger	2.819	5.453	7.201	1.805	2.615	721	22
Rentebærende aktiver i alt	15.352	11.845	11.654	3.487	4.157	2.986	
Nettorentebærende gæld i alt	9.498	6.534	2.785	9.146	7.107	8.525	
Investeret kapital	56.429	40.920	33.867	39.926	38.411	42.271	

Note 13: Udskudte skatteaktiver- og forpligtelser

Udskudt skat er ikke specificeret i årsrapporterne og klassificeres som driftsrelateret jf. afsnit 6.3.

Note 14: Investeringer i associerede virksomheder

Denne post er tidligere klassificeret som drift i resultatopgørelsen jf. note 7, hvorfor den også skal være finansiel i balance.

Note 15: Andre aktiver

Andre aktiver består af aktieinvesteringer, rentebærende derivater, rentebærende tilgodehavender og ikke rentebærende tilgodehavender, pensionsplan aktiver. Alle posterne er rentebærende bortset fra ikke-rentebærende tilgodehavender, som skal klassificer

es som driftsrelateret. Pensionsplans aktiver er netto pensionsaktiver fra virksomheder som har mere flere pensionsaktiver end passiver. Posten antages at være i forbindelse med ydelsesbaserede pensionsordninger og dermed også finansiel (årsrapport 2015; s. 110). I 2011 har Orkla også ikke-rentebærende derivater, som vil blive klassificeret som drift. Følgende tabel viser specifikationen af posten:

Andre aktiver	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktieinvesteringer	134	43	58	50	42	36
Rentebærende derivater	489	632	624	428	496	414
Ikke-rentebærende derivater	80	21	0	0	0	0
Rentebærende tilgodehavender	111	166	142	112	228	172
Ikke-rentebærende tilgodehavender	56	48	40	34	164	219
Pensionsplan aktiver	125	49	28	41	42	39
Andre aktiver i alt	995	959	892	665	972	880
Andre aktiver, rentebærende	859	890	852	631	808	661
Andre aktiver, drift	136	69	40	34	164	219

Note 16: Aktiver bestemt for salg

Af årsrapporten 2015 fremgår det at aktiver og forpligtelser klassificeres som kortfristet, hvis de er en del af virksomhedens daglige drift, og når det holdes til handels formål med forfald indenfor 12 måneder (årsrapport 2015; s. 80). I 2012, hvor posten er særlig stor sammenholdes den med ophørende aktiviteter, som tidligere er klassificeret som værende driftsrelateret jf. note 12. Posten beskrives i 2011 at være vedrørende aftale om frasalg af aktiver eller virksomheder som udgør mindre end et segment (årsrapport 2012; s. 40). Af den årsag, at posten er i relation til ophørende aktiviteter, skal denne post også klassificeres som driftsrelateret.

Note 17: Varebeholdninger

Varebeholdninger består af råmaterialer, varer i arbejde, færdigvarer og varelager (årsrapport 2015; s. 110). Posten er driftsrelateret.

Note 18: Varebeholdninger fra udviklingsejendomme

Denne post fremtræder kun i 2015 og omhandler boligprojekter under udvikling eller rekonstruering. Posten klassificeres som driftsrelateret, da udviklingsejendomme anses for at være materielle anlægsaktiver.

Note 19: Tilgodehavender fra kunder

Tilgodehavender fra kunder består af kundefordringer, andre tilgodehavender og ikke-rentebærende derivater. Orkla oplyser, at posten er direkte relateret til virksomhedens daglige drift og da intet tyder på andet klassificeres denne som driftsrelateret (årsrapport 2015; s. 111).

Note 20: Andre tilgodehavender

Andre tilgodehavender fremgår kun af 2015 balancen. Andre tilgodehavender består af ikke rentebærende derivater, men også rentebærende derivater, rentebærende tilgodehavender, andre kortfristede tilgodehavender, forudbetalinger og skatte tilgodehavender (årsrapport 2015; s. 111). Posten opdeles derfor i drift og finansiel, således at ikke rentebærende derivater, andre nuværende tilgodehavender, forudbetalinger og skatte tilgodehavender er drift, mens at rentebærende derivater, rentebærende tilgodehavender og andre nuværende tilgodehavender er finansiel. Årsagen til at andre kortfristede tilgodehavender klassificeret som finansiel, er at Orkla oplyser, at posten ikke indgår som en del af arbejdskapitalen (årsrapport 2015; s. 89). Nedenstående specifikation viser opdelingen:

Andre tilgodehavender	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Ikke-rentebærende derivater	0	0	0	0	0	33	<i>Drift</i>
Rentebærende derivater	0	0	0	0	0	0	<i>Finansiel</i>
Rentebærende tilgodehavender	0	0	0	0	0	9	<i>Finansiel</i>
Andre kortsigtede forpligtelser	0	0	0	0	0	219	<i>Finansiel</i>
Forudbetalinger	0	0	0	0	0	328	<i>Drift</i>
Skatte tilgodehavender	0	0	0	0	0	36	<i>Drift</i>
Andre tilgodehavender	0	0	0	0	0	625	
Andre tilgodehavender, rentebærende	0	0	0	0	0	228	
Andre tilgodehavender, drift	0	0	0	0	0	397	

Note 21: Finansielle aktiver

Finansielle aktiver består af værdipapirer som enten er den resterende del af aktieporteføljen, som Orkla valgte at sælge i 2011 eller flere tilfældige tilbagevendende investeringer fra forskellige afviklingsprocesser (årsrapport 2015; s. 112). Posten bibeholdes som finansiel, da intet indikerer at posten eller dele af posten er driftsrelateret.

Note 22: Likvide beholdninger

Likvide beholdninger er finansiel jf. note 13 for Carlsberg.

Note 23: Rentebærende gæld

Rentebærende gæld er finansiel.

Note 24: Hensatte forpligtelser og andre forpligtelser

Hensatte forpligtelser og andre langfristede forpligtelser består af pensionsforpligtelser, derivater, andre langfristede forpligtelser og andre hensættelser. Pensionsforpligtelser er relateret til ydelsesbaserede pensionsordninger og er dermed finansiel (årsrapport 2015; s. 96). Derivater kan både være rentebærende og ikke-rentebærende. Da det ikke er oplyst om det er rentebærende eller ej, antages det at de er finansielle. Andre hensættelser består blandt andet af potentielle tabskontrakter og hensættelser, hvor det oplyses at disse hensættelser er i forbindelse med blandt andet omstruktureringer, som er drift jf. note 5. Desuden er posten ikke diskonteret, hvorfor det ikke tyder på

den er rentebærende (årsrapport 2015; s. 113). Andre langfristede forpligtelser antages at være rentebærende, da posten også står inder diskonterede aktiviteter (årsrapport 2012; s. 80). Posten består altså dels af finansielle poster og dels af drift. Den opdeles dermed som følgende:

Hensatte forpligtelser og andre forpligtelser	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pensionsforpligtelser	1.561	1.406	984	1.437	1.556	1.904
Derivater	19	3	422	313	599	478
Andre langfristede forpligtelser	70	10	42	5	1	8
Andre hensættelser	557	495	520	404	382	322
Hensatte forpligtelser og andre forpligtelser	2.207	1.914	1.968	2.159	2.538	2.712
 Hensatte- og andre forpligtelser, rentebærende	 1.650	 1.419	 1.448	 1.755	 2.156	 2.390
Hensatte- og andre forpligtelser, drift	557	495	520	404	382	322

Note 25: Indkomst skatteforpligtelser

Posten er driftsrelateret jf. afsnit 6.3.

Note 26: Leverandørgæld

Leverandørgæld består af leverandørgæld, andre skyldige omkostninger og ikke-rentebærende derivater. Orkla oplyser, at posten er direkte relateret til virksomhedens daglige drift og er dermed driftsrelateret (årsrapport 2015; s. 114).

Note 27: Andre forpligtelser

Andre (kortfristede) forpligtelser består af ikke-rentebærende derivater, ikke rentebærende kortsigtede forpligtelser, medarbejder skatter, periodiseret løn og skyldige ferieforpligtelser samt andre periodiserede omkostninger (årsrapport 2015; s. 114). Denne post klassificeres som drift, da intet er rentebærende og andre periodiserede omkostninger ikke er specificeret.

Bilag 4 - Risikofrie rente

Effektiv rente af statsobligationer efter land og tid

	2011	2012	2013	2014	2015
Belgien	4,2	3,0	2,4	1,7	0,8
Danmark	2,7	1,4	1,7	1,3	0,7
Nederlandene	3,0	1,9	2,0	1,5	0,7
Norge	3,1	2,1	2,6	2,5	1,6
Storbritannien	3,1	1,9	2,4	2,6	1,9

Kilde: [Danmarksstatistik.dk](http://danmarksstatistik.dk)

Bilag 5 - Damodaran kreditspread

<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
>	≤ to	Rating is	Spread is
8.50	100000	Aaa/AAA	0.60%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.80%
5.5	6.499999	A1/A+	1.00%
4.25	5.499999	A2/A	1.10%
3	4.249999	A3/A-	1.25%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1.60%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	2.50%
2	2.2499999	Ba2/BB	3.00%
1.75	1.999999	B1/B+	3.75%
1.5	1.749999	B2/B	4.50%
1.25	1.499999	B3/B-	5.50%
0.8	1.249999	Caa/CCC	6.50%
0.65	0.799999	Ca2/CC	8.00%
0.2	0.649999	C2/C	10.50%
-100000	0.199999	D2/D	14.00%

Kilde: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Bilag 6 - Residual indkomst

Carlsberg (mio. DKK)	2011	2012	2013	2014	2015
r _e	0,06	0,05	0,05	0,05	0,04
EKF	7,8%	8,0%	8,1%	8,4%	11,9%
EKF - re	2,1%	3,5%	2,7%	3,9%	7,6%
EK	69.629	71.629	73.650	71.499	55.997
RI	1.444	2.484	1.971	2.754	4.233

Royal Unibrew (mio. DKK)	2011	2012	2013	2014	2015
r _e	0,05	0,04	0,06	0,04	0,03
EKF	26,1%	27,8%	23,1%	22,1%	24,2%
EKF - re	20,6%	23,9%	16,9%	18,1%	20,8%
EK	1.321	1.348	2.133	2.818	2.935
RI	272	323	361	510	611

Heineken (EUR mio.)	2011	2012	2013	2014	2015
r _e	0,08	0,07	0,07	0,06	0,06
EKF	14,6%	12,5%	12,0%	12,2%	14,0%
EKF - re	6,9%	5,7%	4,8%	6,3%	8,5%
EK	10.092	12.762	12.356	13.452	15.070
RI	700	729	588	849	1.274

AB Inbev (mio. USD)	2011	2012	2013	2014	2015
r _e	0,09	0,08	0,07	0,06	0,05
EKF	15,6%	17,4%	15,6%	18,4%	20,4%
EKF - re	6,2%	9,9%	8,6%	12,4%	15,0%
EK	41.044	45.441	55.308	54.257	45.719
RI	2.559	4.497	4.749	6.754	6.860

SAB Miller (mio. USD)	2011	2012	2013	2014	2015
r _e	0,06	0,06	0,06	0,06	0,05
EKF	10,2%	11,6%	12,4%	12,8%	12,3%
EKF - re	4,1%	5,8%	6,3%	6,9%	7,1%
EK	22.759	26.013	27.460	27.482	24.355
RI	923	1.516	1.734	1.889	1.736

Peer-gruppe	2011	2012	2013	2014	2015
r _e	0,07	0,06	0,07	0,05	0,05
EKF	0,17	0,17	0,16	0,16	0,18
EK	18.804	21.391	24.314	24.502	22.020
RI	1.778	2.427	2.223	2.679	2.829

RI omregnet til mio. DKK	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	1.444	2.484	1.971	2.754	4.233
Royal Unibrew	272	323	361	510	611
Heineken	5.208	5.423	4.374	6.316	9.479
AB Inbev	17.481	30.719	32.440	46.137	46.861
SAB Miller	6.305	10.356	11.845	12.903	11.859
Peer-gruppe	29.266	46.821	49.020	65.866	68.810

Kilde: valutakurser.dk d. 25/4-2017

Bilag 7 - Rentabilitetsanalyse

Bilag 7.1 - Rentabilitet, egenkapitalforrentning

Carlsberg

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	69.629	71.629	73.650	71.499	55.997	47.231
Nettorentebærende gæld	34.332	34.544	36.026	37.497	40.556	36.278
Virksomhedens værdi (D+E)	103.961	106.173	109.676	108.996	96.553	83.509

Kapitalstruktur	2010	2011	2012	2013	2014	2015
D	33%	33%	33%	34%	42%	43%
E	67%	67%	67%	66%	58%	57%
D/E	0,49	0,48	0,49	0,52	0,72	0,77

NØGLETAL TIL RENTABILITETSANALYSE

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	7.552	7.130	7.547	7.100	5.786	6.632
Investeret kapital	103.961	106.173	109.676	108.996	96.553	83.509
Netto finansielle omkostninger efter skat	-1.592	-1.438	-1.302	-1.149	-848	-1.124
Nettorentebærende gæld	34.332	34.544	36.026	37.497	40.556	36.278
Egenkapital i alt	69.629	71.629	73.650	71.499	55.997	47.231
Egenkapital, aktionærer i Carlsberg	64.248	65.866	70.261	67.811	52.437	43.489
Egenkapital, minoritetsinteresser	5.381	5.763	3.389	3.688	3.560	3.742
Resultat efter skat i alt (koncernoverskud)	5.960	5.692	6.245	5.951	4.938	-2.582
Moders andel af overskud	5.351	5.149	5.607	5.471	4.414	-2.926
Minoritetsinteresser andel af overskud	609	543	638	480	524	344

CARLSBERG'S RENTABILITETSNØGLETAL

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Afkastningsgraden efter skat (AG)		6,7%	6,9%	6,5%	6,0%	7,9%
Nettolånerente efter skat (NLR)		4,2%	3,6%	3,1%	2,1%	3,1%
Egenkapitalforrentning (EKF)		7,9%	8,5%	8,3%	8,8%	11,7%

Alternativ beregning:

Spread (AG-NLR)		2,6%	3,3%	3,4%	3,9%	4,8%
Finansiell gearing		0,482	0,489	0,524	0,724	0,768
Egenkapitalforrentning (EKF) = AG + (spread * finansiell gearing)		7,9%	8,5%	8,3%	8,8%	11,66%

Egenkapitalforrentning EKF, moderselskab		7,82%	7,98%	8,07%	8,42%	11,87%
---	--	--------------	--------------	--------------	--------------	---------------

Royal Unibrew

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	1.280.519	1.321.185	1.347.595	2.132.977	2.818.351	2.934.805
Nettorentebærende gæld	704.535	622.993	308.284	2.355.123	1.535.823	1.172.227
Virksomhedens værdi (D+E)	1.985.054	1.944.178	1.655.879	4.488.100	4.354.174	4.107.032

Kapitalstruktur	2010	2011	2012	2013	2014	2015
D	35%	32%	19%	52%	35%	29%
E	65%	68%	81%	48%	65%	71%
D/E	0,55	0,47	0,23	1,10	0,54	0,40

NØGLETAL TIL RENTABILITETSANALYSE

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	327.343	367.159	398.309	526.100	669.784	746.396
Investeret kapital	1.985.054	1.944.178	1.655.879	4.488.100	4.354.174	4.107.032
Netto finansielle omkostninger efter skat	-59.524	-22.951	-23.673	-34.005	-45.619	-34.969
Nettorentebærende gæld	704.535	622.993	308.284	2.355.123	1.535.823	1.172.227
Egenkapital i alt	1.280.519	1.321.185	1.347.595	2.132.977	2.818.351	2.934.805
Egenkapital, aktionærer i Royal Unibrew	1.268.810	1.308.316	1.347.595	2.132.977	2.818.351	2.934.805
Egenkapital, minoritetsinteresser	11.709	12.869	0	0	0	0
Resultat efter skat i alt (koncernoverskud)	277.773	350.855	372.804	479.576	624.165	711.427
Moders andel af overskud	278.073	347.941	371.192	479.576	624.165	711.427
Minoritetsinteresser andel af overskud	-300	2.914	1.612	0	0	0

ROYAL UNIBREW'S RENTABILITETSNØGLETAL

DKK. mio	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Afkastningsgraden efter skat (AG)		18,9%	24,1%	11,7%	15,4%	18,2%
Nettolånerente efter skat (NLR)		3,7%	7,7%	1,4%	3,0%	3,0%
Egenkapitalforrentning (EKF)		26,1%	27,8%	23,1%	22,1%	24,2%

Alternativ beregning:

Spread (AG-NLR)		15,2%	16,4%	10,3%	12,4%	15,2%
Finansiell gearing		0,472	0,229	1,104	0,545	0,399
Egenkapitalforrentning (EKF) = AG + (spread * finansiell gearing)		26,1%	27,8%	23,1%	22,1%	24,2%

Egenkapitalforrentning EKF, moderselskab	26,1%	27,8%	23,1%	22,1%	24,2%
---	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Heineken

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	10.220	10.092	12.762	12.356	13.452	15.070
Nettorentebærende gæld	9.492	9.749	14.163	12.389	12.740	13.089
Virksomhedens værdi (D+E)	19.712	19.841	26.925	24.745	26.192	28.159

Kapitalstruktur	2010	2011	2012	2013	2014	2015
D	48%	49%	53%	50%	49%	46%
E	52%	51%	47%	50%	51%	54%
D/E	0,93	0,97	1,11	1,00	0,95	0,87

NØGLETAL TIL RENTABILITETSANALYSE	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	2.025	1.925	1.847	2.063	2.051	2.506
Investeret kapital	19.712	19.841	26.925	24.745	26.192	28.159
Netto finansielle omkostninger efter skat	-446	-365	-224	-476	-343	-365
Nettorentebærende gæld	9.492	9.749	14.163	12.389	12.740	13.089
Egenkapital i alt	10.220	10.092	12.762	12.356	13.452	15.070
Egenkapital, aktionærer i Heineken	9.932	9.774	11.691	11.402	12.409	13.535
Egenkapital, minoritetsinteresser	288	318	1.071	954	1.043	1.535
Resultat efter skat i alt (koncernoverskud)	1.579	1.560	3.109	1.587	1.708	2.141
Moders andel af overskud	1.447	1.430	2.949	1.364	1.516	1.892
Minoritetsinteresser andel af overskud	132	130	160	223	192	249

HEINEKEN'S RENTABILITETSNØGLETAL

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Afkastningsgraden efter skat (AG)		9,7%	6,9%	8,3%	7,8%	8,9%
Nettolånerente efter skat (NLR)		3,7%	1,6%	3,8%	2,7%	2,791%
Egenkapitalforrentning (EKF)		15,5%	12,7%	12,8%	12,7%	14,2%

Alternativ beregning:

Spead (AG-NLR)		6,0%	5,3%	4,5%	5,1%	6,1%
Finansiell gearing		0,966	1,110	1,003	0,947	0,869
Egenkapitalforrentning (EKF) = AG + (spread * finansiell gearing)		15,5%	12,7%	12,8%	12,7%	14,2%

Egenkapitalforrentning EKF, moderselskab	14,6%	12,5%	12,0%	12,2%	14,0%
---	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

AB Inbev

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	38.799	41.044	45.441	55.308	54.257	45.719
Nettorentebærende gæld	44.246	39.369	35.457	43.181	44.946	46.827
Virksomhedens værdi (D+E)	83.045	80.413	80.898	98.489	99.203	92.546

Kapitalstruktur	2010	2011	2012	2013	2014	2015
D	53%	49%	44%	44%	45%	51%
E	47%	51%	56%	56%	55%	49%
D/E	1,14	0,96	0,78	0,78	0,83	1,02

NØGLETAL TIL RENTABILITETSANALYSE

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	8.378	10.158	10.903	11.422	11.663	11.196
Investeret kapital	83.045	80.413	80.898	98.489	99.203	92.546
Netto finansielle omkostninger efter skat	-2.616	-2.199	-1.578	-1.457	-361	-1.017
Nettorentebærende gæld	44.246	39.369	35.457	43.181	44.946	46.827
Egenkapital i alt	38.799	41.044	45.441	55.308	54.257	45.719
Egenkapital, aktionærer i AB Inbev	35.259	37.492	41.142	50.365	49.972	42.137
Egenkapital, minoritetsinteresser	3.540	3.552	4.299	4.943	4.285	3.582
Resultat efter skat i alt (koncernoverskud)	5.762	7.959	9.325	16.518	11.302	9.866
Moders andel af overskud	4.026	5.855	7.160	14.394	9.216	8.272
Minoritetsinteresser andel af overskud	1.736	2.104	2.165	2.124	2.086	1.594

AB INBEV'S RENTABILITETSNØGLETAL

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Afkastningsgraden efter skat (AG)		12,6%	13,5%	11,6%	11,8%	12,1%
Nettolånerente efter skat (NLR)		5,6%	4,5%	3,4%	0,8%	2,2%
Egenkapitalforrentning (EKF)		19,4%	20,5%	18,0%	20,8%	22,3%

Alternativ beregning:

Spead (AG-NLR)	7,0%	9,0%	8,2%	11,0%	9,9%
Finansiel gearing	0,959	0,780	0,781	0,828	1,024
Egenkapitalforrentning (EKF) = AG + (spread * finansiell gearing)	19,4%	20,5%	18,0%	20,8%	22,3%

Egenkapitalforrentning EKF, moderselskab	15,6%	17,4%	15,6%	18,4%	20,4%
---	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

SABMiller

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	20.593	22.759	26.013	27.460	27.482	24.355
Nettorentebærende gæld	8.527	7.182	17.734	15.520	14.312	10.457
Virksomhedens værdi (D+E)	29.120	29.941	43.747	42.980	41.794	34.812

Kapitalstruktur	2010	2011	2012	2013	2014	2015
D	29%	24%	41%	36%	34%	30%
E	71%	76%	59%	64%	66%	70%
D/E	0,41	0,32	0,68	0,57	0,52	0,43

NØGLETAL TIL RENTABILITETSANALYSE

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	2.503	2.799	3.614	4.091	4.168	3.634
Investeret kapital	29.120	29.941	43.747	42.980	41.794	34.812
Netto finansielle omkostninger efter skat	-422	-401	-439	-580	-518	-525
Nettorentebærende gæld	8.527	7.182	17.734	15.520	14.312	10.457
Egenkapital i alt	20.593	22.759	26.013	27.460	27.482	24.355
Egenkapital, aktionærer i SAB Miller	19.910	22.008	25.073	26.372	26.319	23.172
Egenkapital, minoritetsinteresser	683	751	940	1.088	1.163	1.183
Resultat efter skat i alt (koncernoverskud)	2.081	2.557	4.477	3.511	3.650	3.557
Moders andel af overskud	1.910	2.408	4.221	3.274	3.381	3.299
Minoritetsinteresser andel af overskud	171	149	256	237	269	258

SAB MILLER'S RENTABILITETSNØGLETAL

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Afkastningsgraden efter skat (AG)		9,3%	8,3%	9,5%	10,0%	10,4%
Nettolånerente efter skat (NLR)		5,6%	2,5%	3,7%	3,6%	5,0%
Egenkapitalforrentning (EKF)		10,5%	12,2%	12,8%	13,3%	12,8%

Alternativ beregning:

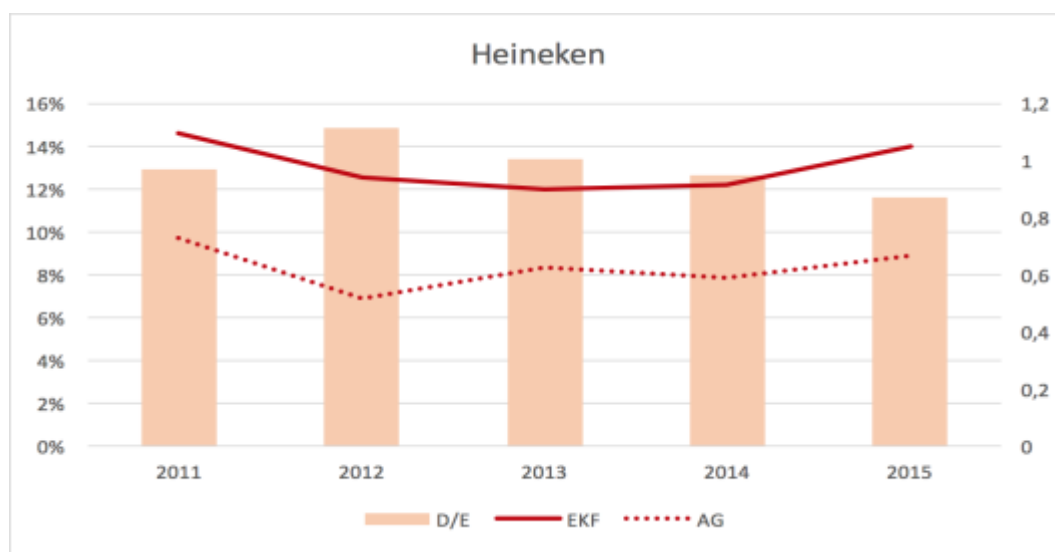
Spead (AG-NLR)		3,8%	5,8%	5,8%	6,4%	5,4%
Finansiell gearing		0,316	0,682	0,565	0,521	0,429
Egenkapitalforrentning (EKF) = AG + (spread * finansiell gearing)		10,5%	12,2%	12,8%	13,3%	12,8%

Egenkapitalforrentning EKF, moderselskab	10,2%	11,6%	12,4%	12,8%	12,3%
---	-------	-------	-------	-------	-------

Bilag 7.2 - Rentabilitet, egenkapitalforrentning (grafer)

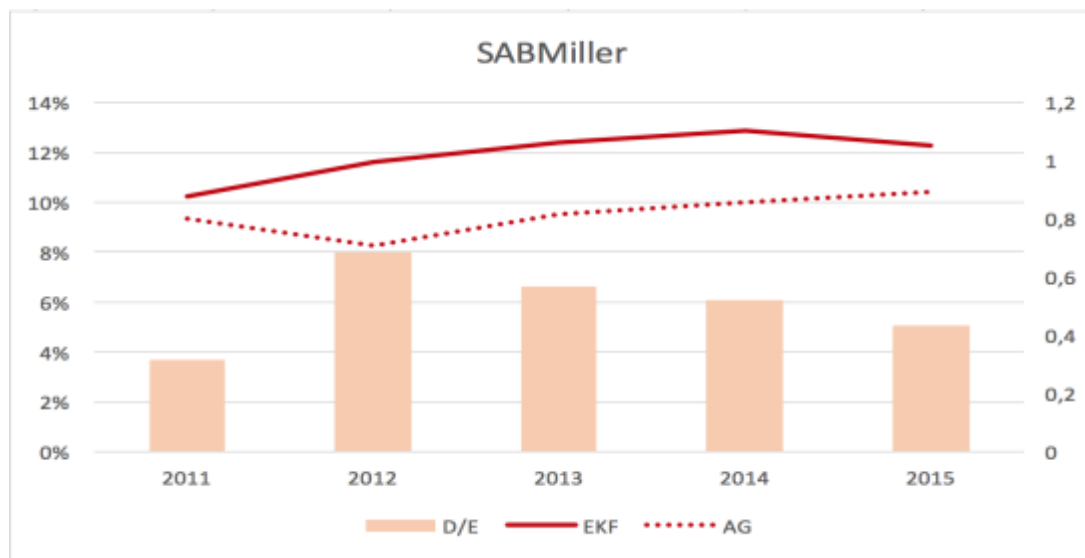
Analyse af egenkapitalforrentning – Heineken

Heineken					
	2011	2012	2013	2014	2015
EKF	14,63%	12,51%	11,96%	12,22%	13,98%
AG	9,70%	6,86%	8,34%	7,83%	8,90%
D/E	0,966	1,110	1,003	0,947	0,869
Netto lånerente	3,74%	1,58%	3,84%	2,69%	2,79%
Spread	5,96%	5,28%	4,50%	5,14%	6,11%



Analyse af egenkapitalforrentning – SABMiller

SABMiller					
	2011	2012	2013	2014	2015
EKF	10,22%	11,64%	12,41%	12,85%	12,30%
AG	9,35%	8,26%	9,52%	9,97%	10,44%
D/E	0,316	0,682	0,565	0,521	0,429
Netto lånerente	5,58%	2,47%	3,74%	3,62%	5,02%
Spread	3,76%	5,79%	5,78%	6,35%	5,42%



Bilag 8 - Kreditanalyse, nøgletal

Bilag 8.1 - beregning af kreditnøgletal

Aktiekurser til beregning af markedsværdien for egenkapitalen er beregnet som et gennemsnit af aktiekursen for året ganget med antal udestående aktier. Data er hentet på henholdsvis Yahoo finance og Infinancials for SABMiller.

Carlsberg

KORTSIGTET LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætningsaktiver	15.617	15.354	16.420	16.225	13.945
Kortfristet gæld	25.715	27.517	34.391	26.523	29.671
Likviditetsgrad	0,61	0,56	0,48	0,61	0,47
LANGFRISTEDE LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	71.629	73.650	71.499	55.997	47.231
Aktiver	147.714	153.965	151.138	136.983	124.901
Nettorentebærende gæld	34.544	36.026	37.497	40.556	36.278
EBIT	9.507	9.878	9.416	7.941	7.938
Netto finansielle omkostninger (NFO)	1.917	1.736	1.532	1.123	1.469
Solvensgrad	0,48	0,48	0,47	0,41	0,38
Finansiell gearing	0,48	0,49	0,52	0,72	0,77
Rentedækningsgrad	4,96	5,69	6,15	7,07	5,40
BEREGNING AF Z-SCORE	2011	2012	2013	2014	2015
Arbejdskapital = Omsætningsaktiver / aktiver i alt	0,11	0,10	0,11	0,12	0,11
Overført resultat / Aktiver i alt	0,48	0,48	0,52	0,59	0,61
EBIT / Aktiver i alt	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
MV af EK / Bogført værdi af forpligtelser	0,77	1,03	1,13	0,94	1,20
Omsætning / Aktiver i alt	0,59	0,60	0,62	0,67	0,73
Z-SCORE	2,07	2,22	2,36	2,39	2,64
Sandsynlighed for konkurs	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium
 Antal udestående aktier	 152.538	 152.543	 153.548	 152.535	 152.542
Aktiekurs	383,90	540,41	588,10	499,45	609,38
MV af EK	58.559	82.436	90.302	76.184	92.956

Royal Unibrew

KORTSIGTET LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætningsaktiver	580.748	582.318	870.959	868.372	908.860
Kortfristet gæld	785.605	754.913	2.471.613	1.877.085	1.961.162
Likviditetsgrad	0,74	0,77	0,35	0,46	0,46

LANGFRISTEDE LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	1.321.185	1.347.595	2.132.977	2.818.351	2.934.805
Aktiver	2.890.328	2.848.104	6.924.512	7.023.838	6.747.527
Nettorentebærende gæld	622.993	308.284	2.355.123	1.535.823	1.172.227
EBIT	493.512	528.240	617.326	872.321	957.559
Netto finansielle omkostninger (NFO)	79.365	30.601	31.564	45.340	60.422
Solvens grad	0,46	0,47	0,31	0,40	0,43
Finansiell gearing	0,47	0,23	1,10	0,54	0,40
Rentedækningsgrad	6,22	17,26	19,56	19,24	15,85

BEREGNING AF Z-SCORE	2011	2012	2013	2014	2015
Arbejdskapital =					
Omsætningsaktiver / aktiver i alt	0,20	0,20	0,13	0,12	0,13
Overført resultat / Aktiver i alt	0,21	0,22	0,16	0,20	0,23
EBIT / Aktiver i alt	0,17	0,19	0,09	0,12	0,14
MV af EK / Bogført værdi af forpligtelser	0,19	0,47	0,28	0,47	3,87
Omsætning / Aktiver i alt	1,19	1,20	0,65	0,86	0,89
Z-SCORE	2,40	2,65	1,48	1,99	4,16
Sandsynlighed for konkurs	Medium	Medium	Høj	Medium	Lav

Antal udestående aktier	11.186.498	10.570.000	11.098.500	11.098.500	55.492.500
Aktiekurs	26,75	66,40	121,37	179,25	265,69
MV af EK	299.239	701.848	1.347.025	1.989.406	14.743.802

Heineken

KORTSIGTET					
LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætningsaktiver	3.881	4.489	4.194	5.405	5.074
Kortfristet gæld	10.876	15.417	12.978	12.846	14.128
Likviditetsgrad	0,36	0,29	0,32	0,42	0,36
LANGFRISTEDE					
LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	10.092	12.762	12.356	13.452	15.070
Aktiver	27.127	35.979	33.337	34.830	37.714
Nettorentebærende gæld	9.749	14.163	12.389	12.740	13.089
EBIT	2.646	2.591	2.517	2.790	2.946
Netto finansielle omkostninger (NFO)	598	486	298	634	457
Solvens grad	0,37	0,35	0,37	0,39	0,40
Finansiell gearing	0,97	1,11	1,00	0,95	0,87
Rentedækningsgrad	4,42	5,33	8,45	4,40	6,45
BEREGNING AF Z-SCORE					
2011	2012	2013	2014	2015	
Arbejdskapital =					
Omsætningsaktiver / aktiver i alt	0,14	0,12	0,13	0,16	0,13
Overført resultat / Aktiver i alt	0,21	0,21	0,26	0,26	0,28
EBIT / Aktiver i alt	0,10	0,07	0,08	0,08	0,08
MV af EK / Bogført værdi af forpligtelser	1,11	1,16	1,27	1,52	1,94
Omsætning / Aktiver i alt	0,59	0,48	0,55	0,55	0,51
Z-SCORE	2,05	1,86	2,07	2,28	2,48
Sandsynlighed for konkurs	Medium	Høj	Medium	Medium	Medium
Antal udestående aktier	585.100.381	575.022.338	575.062.357	574.945.645	572.292.454
Aktiekurs	32,45	46,70	46,21	56,45	76,64
MV af EK	18.987	26.854	26.574	32.456	43.860

ABInBev

KORTSIGTET LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætningsaktiver	5.863	5.995	7.604	7.526	7.617
Kortfristet gæld	51.739	56.772	60.731	61.085	60.460
Likviditetsgrad	0,11	0,11	0,13	0,12	0,13

LANGFRISTEDE LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	41.044	45.441	55.308	54.257	45.719
Aktiver	112.427	122.621	141.666	142.550	134.635
Nettorentebærende gæld	39.369	35.457	43.181	44.946	46.827
EBIT	13.401	13.763	14.391	14.657	14.328
Netto finansielle omkostninger (NFO)	3.736	3.137	2.526	2.359	1.443
Solvens grad	0,37	0,37	0,39	0,38	0,34
Finansiell gearing	0,96	0,78	0,78	0,83	1,02
Rentedækningsgrad	3,59	4,39	5,70	6,21	9,93

BEREGNING AF Z-SCORE	2011	2012	2013	2014	2015
Arbejdskapital = Omsætningsaktiver / aktiver i alt	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
Overført resultat / Aktiver i alt	0,16	0,18	0,22	0,25	0,27
EBIT / Aktiver i alt	0,12	0,11	0,10	0,10	0,11
MV af EK / Bogført værdi af forpligtelser	1,17	1,60	1,81	1,94	2,23
Omsætning / Aktiver i alt	0,35	0,32	0,30	0,33	0,32
Z-SCORE	1,73	1,96	2,10	2,25	2,45
Sandsynlighed for konkurs	Høj	Medium	Medium	Medium	Medium

Antal udestående aktier	1.595	1.600	1.617	1.634	1.638
Aktiekurs	52,56	77,01	96,70	105,09	120,80
MV af EK	83.833	123.216	156.364	171.717	197.870

SABMiller

KORTSIGTET LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætningsaktiver	3.095	3.893	3.401	3.163	2.931
Kortfristet gæld	6.013	6.790	8.526	10.000	7.332
Likviditetsgrad	0,51	0,57	0,40	0,32	0,40

LANGFRISTEDE LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	22.759	26.013	27.460	27.482	24.355
Aktiver	39.108	55.651	56.294	53.751	44.911
Nettorentebærende gæld	7.182	17.734	15.520	14.312	10.457
EBIT	5.393	6.394	7.081	7.031	6.392
Netto finansielle omkostninger (NFO)	542	577	753	656	656
Solvens grad	0,58	0,47	0,49	0,51	0,54
Finansiel gearing	0,32	0,68	0,57	0,52	0,43
Rentedækningsgrad	9,95	11,08	9,40	10,72	9,74

BEREGNING AF Z-SCORE	2011	2012	2013	2014	2015
Arbejdskapital = Omsætningsaktiver / aktiver i alt	0,08	0,07	0,06	0,06	0,07
Overført resultat / Aktiver i alt	0,23	0,21	0,24	0,30	0,40
EBIT / Aktiver i alt	0,14	0,11	0,13	0,13	0,14
MV af EK / Bogført værdi af forpligtelser	2,30	1,59	1,80	2,14	3,32
Omsætning / Aktiver i alt	0,46	0,35	0,39	0,43	0,50
Z-SCORE	2,71	2,06	2,29	2,63	3,59
Sandsynlighed for konkurs	Høj	Høj	Høj	Høj	Høj

Antal udestående aktier	1.659	1.664	1.670	1.673	1.676
Aktiekurs	2.266,5	2.825,0	3.101,0	3.361,0	4.069,5
MV af EK	37.601	47.016	51.777	56.216	68.193

Bilag 8.2 - Opsummering af kreditnøgletal

KORTSIGTET LIKVIDITETSNØGLETAL					
Likviditetsgrad	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	0,61	0,56	0,48	0,61	0,47
Royal Unibrew	0,74	0,77	0,35	0,46	0,46
Heineken	0,36	0,29	0,32	0,42	0,36
AB Inbev	0,11	0,11	0,13	0,12	0,13
SABMiller	0,51	0,57	0,40	0,32	0,40
Peer-gruppe	0,43	0,44	0,30	0,33	0,34

LANGFRISTEDE LIKVIDITETSNØGLETAL					
Solvensgrad	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	48%	48%	47%	41%	38%
Royal Unibrew	46%	47%	31%	40%	43%
Heineken	37%	35%	37%	39%	40%
AB Inbev	37%	37%	39%	38%	34%
SABMiller	58%	47%	49%	51%	54%
Peer-gruppe	44%	42%	39%	42%	43%

FGEAR					
	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	0,48	0,49	0,52	0,72	0,77
Royal Unibrew	0,47	0,23	1,10	0,54	0,40
Heineken	0,97	1,11	1,00	0,95	0,87
AB Inbev	0,96	0,78	0,78	0,83	1,02
SABMiller	0,32	0,68	0,57	0,52	0,43
Peer-gruppe	0,68	0,70	0,86	0,71	0,68

Rentedækningsgrad					
	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	4,96	5,69	6,15	7,07	5,40
Royal Unibrew	6,22	17,26	19,56	19,24	15,85
Heineken	4,42	5,33	8,45	4,40	6,45
AB Inbev	3,59	4,39	5,70	6,21	9,93
SABMiller	9,95	11,08	9,40	10,72	9,74
Peer-gruppe	6,04	9,52	10,78	10,14	10,49

Rating iflg. Rentedækningsgrad	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	A	A+	A+	AA	A
Royal Unibrew	A+	AAA	AAA	AAA	AAA
Heineken	A	A	AA	A	A+
AB Inbev	A-	A	A+	A+	AAA
SABMiller	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Peer-gruppe	A+	AAA	AAA	AAA	AAA

Z-score og sandsynlighed for konkurs					
Z Score tal	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	2,07	2,22	2,36	2,39	2,64
Royal Unibrew	2,40	2,65	1,48	1,99	4,16
Heineken	2,05	1,86	2,07	2,28	2,48
AB Inbev	1,73	1,96	2,10	2,25	2,45
SABMiller	2,71	2,06	2,29	2,63	3,59
Peer-gruppe	2,22	2,13	1,99	2,29	3,17

Sandsynlighed for konkurs	2011	2012	2013	2014	2015
Carlsberg	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium
Royal Unibrew	Medium	Medium	Høj	Medium	Lav
Heineken	Medium	Høj	Medium	Medium	Medium
AB Inbev	Høj	Medium	Medium	Medium	Medium
SABMiller	Høj	Høj	Høj	Høj	Høj
Peer-gruppe	Medium	Medium	Medium	Medium	Høj

Bilag 9 - Kredit rating

Bilag 9.1 - Nøgletal til kredit rating

Kredit ratingen er udregnet på baggrund af de reformulerede resultatopgørelser og balancer. Kredit ratingen baseres på en række nøgletal og beregningerne for nøgletallene er følgende:

$$\text{EBIT interest cover} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nettofinansielle omkostninger}}$$

$$\text{EBITDA interest cover} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Nettofinansielle omkostninger}}$$

$$\text{Free operating cash flow / Total debt} = \frac{\text{Pengestrømme fra drift (CFO)}}{\text{Totale passiver}}$$

$$\text{Return on capital (afkastningsgrad)} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Investeret kapital}}$$

$$\text{Operating income / Revenue} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Omsætning}}$$

$$\text{Long-term debt / Capital} = \frac{\text{Langfristede passiver}}{\text{Investeret kapital}}$$

$$\text{Total debt / Capital} = \frac{\text{Totale passiver}}{\text{Investeret kapital}}$$

Bilag 9.2 - Pengestrømsopgørelse, CFO

Til beregning af CFO er der udarbejdet en pengestrømsopgørelse. Nedenfor fremgår pengestrømsopgørelserne for alle analyserede virksomheder.

CARLSBERG	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	7.130	7.547	7.100	5.786	6.632
Af- og nedskrivninger	4.832	4.810	4.350	4.938	4.722
Pengestrømme fra drift, før ændringer i arbejdskapitalen	11.962	12.357	11.450	10.724	11.354
Ændring i varebeholdning	159	191	221	-264	-681
Ændring i tilgodehavender fra kunder	2.168	-27	60	-1.016	-1.143
Ændring i andre omsætningsaktiver	366	2.728	-1.255	-1.279	856
Ændring i udskudt skatte forpligtelser	-277	30	-845	-1.732	-1.181
Ændring i leverandørgæld	1.636	841	1.065	-896	229
Ændring i anden driftsgæld	-399	-1.158	-181	2.174	1.478
Pengestrømme fra drift (CFO)	15.615	14.962	10.515	7.711	10.912

HEINEKEN	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	1.925	1.847	2.063	2.051	2.506
Af- og nedskrivninger	1.104	1.292	1.355	1.344	1.183
Pengestrømme fra drift, før ændringer i arbejdskapitalen	3.029	3.139	3.418	3.395	3.689
Ændring i varebeholdning	146	244	-84	122	68
Ændring i tilgodehavender fra kunder	-13	277	-110	316	130
Ændring i andre omsætningsaktiver	257	308	152	153	-370
Ændring i udskudt skatte forpligtelser	-97	896	-346	59	355
Ændring i leverandørgæld	359	649	-142	402	480
Ændring i anden driftsgæld	-52	117	-44	131	-158
Pengestrømme fra drift (CFO)	3.629	5.630	2.844	4.578	4.194

AB INBEV	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	10.158	10.903	11.422	11.663	11.196
Af- og nedskrivninger	2.738	2.709	2.953	3.348	3.133
Pengestrømme fra drift, før ændringer i arbejdskapitalen	12.896	13.612	14.375	15.011	14.329
Ændring i varebeholdning	57	34	450	24	-112
Ændring i tilgodehavender fra kunder	-66	182	972	-146	-72
Ændring i andre omsætningsaktiver	-85	-84	187	44	275
Ændring i udskudt skatte forpligtelser	-630	-111	1.673	-140	-740
Ændring i leverandørgæld	1.569	2.334	3.544	54	96
Ændring i anden driftsgæld	-35	-294	-93	71	98
Pengestrømme fra drift (CFO)	13.706	15.673	21.108	14.918	13.874

SABMILLER	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	2.799	3.614	4.091	4.168	3.634
Af- og nedskrivninger	1.255	1.192	1.320	1.300	1.609
Pengestrømme fra drift, før ændringer i arbejdskapitalen	4.054	4.806	5.411	5.468	5.243
Ændring i varebeholdning	-39	-1	-80	-7	-138
Ændring i tilgodehavender fra kunder	22	469	-89	-246	-110
Ændring i andre omsætningsaktiver	366	30	1.133	-68	-778
Ændring i udskudt skatte forpligtelser	204	1.339	-410	-261	-971
Ændring i leverandørgæld	209	584	-30	-264	-126
Ændring i anden driftsgæld	170	626	337	-568	-109
Pengestrømme fra drift (CFO)	4.986	7.853	6.272	4.054	3.011

ROYAL UNIBREW	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	367.159	398.309	526.100	669.784	746.396
Af- og nedskrivninger	144.767	129.920	170.442	304.719	310.368
Pengestrømme fra drift, før ændringer i arbejdskapitalen	511.926	528.229	696.542	974.503	1.056.764
Ændring i varebeholdning	-13.997	7.195	150.117	-18.418	4.667
Ændring i tilgodehavender fra kunder	-37.110	-15.128	126.856	30.596	34.118
Ændring i andre omsætningsaktiver	-31.118	264.505	-18.145	232.726	-156.565
Ændring i udskudt skatte forpligtelser	-3.472	-21.744	312.776	-25.797	-56.378
Ændring i leverandørgæld	-31.706	33.057	376.634	3.043	103.233
Ændring i anden driftsgæld	-14.447	-24.778	572.770	15.832	87.287
Pengestrømme fra drift (CFO)	380.076	771.336	2.217.550	1.212.485	1.073.126

Bilag 9.3 - Nøgletal og rating for virksomheder i peer gruppen

Resultaterne for nøgletallene til kredit ratingen, og den tilhørende rating for alle virksomheder indeholdt i peer gruppen, fremgår af nedenstående tabeller. Det er på baggrund af disse resultater, at gennemsnittet for peer gruppen er beregnet.

Heineken	2011		2012		2013		2014		2015	
EBIT interest cover	4,4	BBB	5,3	BBB	8,4	A	4,4	BBB	6,4	A
EBITDA interest cover	7,6	BBB	12,8	A	6,5	BBB	9,4	A	9,4	A
Free operating CF / Total debt (%)	0,2	A	0,2	A	0,1	BBB	0,2	A	0,2	A
Return on capital (%)	0,1	B	0,1	B	0,1	B	0,1	B	0,1	B
Operating income / Revenue (%)	0,2	B	0,1	B	0,1	B	0,2	B	0,2	BB
Long-term debt / Capital (%)	0,5	BB	0,6	B	0,5	BB	0,5	BB	0,5	BB
Total debt / Capital (%)	0,9	CCC	0,9	CCC	0,8	CCC	0,8	CCC	0,8	CCC
Samlet rating	BB		BB		BB		BB		BB	

AB InBev	2011		2012		2013		2014		2015	
EBIT interest cover	3,6	BB	4,4	BBB	5,7	BBB	6,2	A	9,9	A
EBITDA interest cover	5,1	BB	6,5	BBB	7,4	BBB	12,5	A	11,1	A
Free operating CF / Total debt (%)	0,2	A	0,2	A	0,2	A	0,2	A	0,2	A
Return on capital (%)	0,1	BB	0,1	BB	0,1	BB	0,1	BB	0,1	BB
Operating income / Revenue (%)	0,3	AAA	0,3	AAA	0,3	AAA	0,3	AAA	0,3	AAA
Long-term debt / Capital (%)	0,6	B	0,7	CCC	0,6	B	0,6	B	0,7	B
Total debt / Capital (%)	0,9	CCC	1,0	CCC	0,9	CCC	0,9	CCC	1,0	CCC
Samlet rating	BB		BBB		BBB		BBB		BBB	

SABMiller	2011		2012		2013		2014		2015	
EBIT interest cover	9,9	A	11,1	AA	9,4	A	10,7	AA	9,7	A
EBITDA interest cover	12,3	A	13,1	AA	11,2	A	12,7	AA	12,2	AA
Free operating CF / Total debt (%)	0,3	AA	0,3	AA	0,2	A	0,2	A	0,1	BBB
Return on capital (%)	0,1	B	0,1	B	0,1	B	0,1	B	0,1	B
Operating income / Revenue (%)	0,3	AAA	0,3	AAA	0,3	AAA	0,3	AAA	0,3	AAA
Long-term debt / Capital (%)	0,3	BBB	0,5	BB	0,5	BB	0,4	BBB	0,4	BBB
Total debt / Capital (%)	0,5	BB	0,7	B	0,7	B	0,6	B	0,6	BB
Samlet rating	A		A		BBB		A		BBB	

Royal Unibrew	2011		2012		2013		2014		2015	
EBIT interest cover	6,2	A	17,3	AA	19,6	AA	19,2	AA	15,8	AA
EBITDA interest cover	20,9	AA	83,4	AAA	17,4	AA	19,5	AA	27,7	AAA
Free operating CF / Total debt (%)	0,2	A	0,5	AA	0,5	AA	0,3	AA	0,3	AA
Return on capital (%)	0,2	BBB	0,2	AA	0,1	BB	0,2	BBB	0,2	BBB
Operating income / Revenue (%)	0,1	B	0,2	B	0,1	B	0,1	B	0,2	BB
Long-term debt / Capital (%)	0,4	BBB	0,5	BB	0,5	BB	0,5	BB	0,5	BB
Total debt / Capital (%)	0,8	CCC	0,9	CCC	1,1	CCC	1,0	CCC	0,9	CCC
Samlet rating	BBB		BBB		BBB		BBB		BBB	

Bilag 10 - Beregning af WACC

	FGEAR	β_e	t	β_a
Carlsberg	0,70	0,64	22%	0,41
Royal Unibrew	0,40	0,50	22%	0,38
Heineken	0,74	0,77	25%	0,50
AB Inbev	0,93	0,80	34%	0,50
SAB Miller	0,44	0,68	20%	0,50
Peer-gruppe	0,63	0,69	0,25	0,47

Kilde: beta unlevered β_e er infinancials.com

Carlsberg	2011	2012	2013	2014	2015
Kapitalstruktur					
D	33%	33%	34%	42%	43%
E	67%	67%	66%	58%	57%
D/E	0,48	0,49	0,52	0,72	0,77
D/V	0,33	0,33	0,34	0,42	0,43
E/V	0,67	0,67	0,66	0,58	0,57
Egenkapitalomkostninger					
r_f	2,7%	1,4%	1,7%	1,3%	0,7%
$r_m - r_f$	5,4%	5,5%	6,4%	5,1%	5,5%
t	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Beta relevered	0,56	0,57	0,58	0,64	0,66
r_e	0,06	0,05	0,05	0,05	0,04
Fremmedkapitalomkostninger					
ICR	4,96	5,69	6,15	7,07	5,40
r_s	1,25%	1,10%	1,10%	1,00%	1,25%
r_d	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01
WACC	4,6%	3,5%	4,1%	3,2%	2,9%

Royal Unibrew	2011	2012	2013	2014	2015
Kapitalstruktur					
D	32%	19%	52%	35%	29%
E	68%	81%	48%	65%	71%
D/E	0,47	0,23	1,10	0,54	0,40
D/V	0,32	0,19	0,52	0,35	0,29
E/V	0,68	0,81	0,48	0,65	0,71
Egenkapitalomkostninger					
r_f	2,7%	1,4%	1,7%	1,3%	0,7%
$r_m - r_f$	5,4%	5,5%	6,4%	5,1%	5,5%
t	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Beta relevered	0,52	0,45	0,70	0,54	0,50
r_e	0,05	0,04	0,06	0,04	0,03
Fremmedkapitalomkostninger					
ICR	6,22	17,26	19,56	19,24	15,85
r_s	1,10%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
r_d	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01
WACC	4,4%	3,4%	3,7%	3,0%	2,7%

Heineken	2011	2012	2013	2014	2015
Kapitalstruktur					
D	49%	53%	50%	49%	46%
E	51%	47%	50%	51%	54%
D/E	0,97	1,11	1,00	0,95	0,87
D/V	0,49	0,53	0,50	0,49	0,46
E/V	0,51	0,47	0,50	0,51	0,54
Egenkapitalomkostninger					
r_f	3,0%	1,9%	2,0%	1,5%	0,7%
$r_m - r_f$	5,5%	5,4%	6,0%	5,2%	5,9%
t	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Beta relevered	0,85	0,91	0,87	0,85	0,82
r_e	0,08	0,07	0,07	0,06	0,06
Fremmedkapitalomkostninger					
ICR	4,42	5,33	8,45	4,40	6,45
r_s	1,25%	1,25%	1,00%	1,25%	1,10%
r_d	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01
WACC	5,1%	4,2%	4,4%	3,8%	3,4%

AB InBev	2011	2012	2013	2014	2015
Kapitalstruktur					
D	49%	44%	44%	45%	51%
E	51%	56%	56%	55%	49%
D/E	0,96	0,78	0,78	0,83	1,02
D/V	0,49	0,44	0,44	0,45	0,51
E/V	0,51	0,56	0,56	0,55	0,49
Egenkapitalomkostninger					
r_f	4,2%	3,0%	2,4%	1,7%	0,8%
$r_m - r_f$	6,4%	6,0%	6,1%	5,6%	5,5%
t	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Beta relevered	0,81	0,75	0,75	0,77	0,83
r_e	0,09	0,08	0,07	0,06	0,05
Fremmedkapitalomkostninger					
ICR	3,59	4,39	5,70	6,21	9,93
r_s	1,75%	1,25%	1,10%	1,10%	0,75%
r_d	0,04	0,03	0,02	0,02	0,01
WACC	6,1%	5,0%	4,6%	3,8%	3,0%

SABMiller	2011	2012	2013	2014	2015
Kapitalstruktur					
D	24%	41%	36%	34%	30%
E	76%	59%	64%	66%	70%
D/E	0,32	0,68	0,57	0,52	0,43
D/V	0,24	0,41	0,36	0,34	0,30
E/V	0,76	0,59	0,64	0,66	0,70
Egenkapitalomkostninger					
r_f	3,1%	1,9%	2,4%	2,6%	1,9%
$r_m - r_f$	5,3%	5,5%	5,5%	5,1%	5,2%
t	26,0%	24,0%	23,0%	21,0%	20,0%
Beta relevered	0,58	0,71	0,67	0,66	0,63
r_e	0,06	0,06	0,06	0,06	0,05
Fremmedkapitalomkostninger					
ICR	9,95	11,08	9,40	10,72	9,74
r_s	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
r_d	0,03	0,02	0,02	0,03	0,02
WACC	5,2%	4,1%	4,6%	4,6%	4,1%

Peer-gruppe	2011	2012	2013	2014	2015
D	39%	39%	46%	41%	39%
E	61%	61%	54%	59%	61%
D/E	68%	70%	86%	71%	68%
Beta relevered	0,69	0,70	0,75	0,70	0,69
r _e	0,07	0,06	0,07	0,05	0,05
r _d	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01
WACC	5,2%	4,2%	4,3%	3,8%	3,3%

Carlsberg									
rf	re	rd	2015	beta	re	2015	rs	rd	2015
0,0%	3,6%	1,0%	2,4%	0	2,7%	2,0%	0,00%	0,5%	2,6%
1,0%	4,6%	1,7%	3,2%	0,2	3,8%	2,6%	0,50%	0,9%	2,7%
2,0%	5,6%	2,5%	4,0%	0,4	4,9%	3,2%	1,00%	1,3%	2,9%
3,0%	6,6%	3,3%	4,8%	0,6	5,9%	3,9%	1,50%	1,7%	3,0%
4,0%	7,6%	4,0%	5,6%	0,8	7,0%	4,5%	2,00%	2,1%	3,1%
5,0%	8,6%	4,8%	6,5%	1	8,1%	5,1%	2,50%	2,4%	3,3%
6,0%	9,6%	5,5%	7,3%	1,2	9,2%	5,7%	3,00%	2,8%	3,4%

Bilag 11 - Følsomhedsanalyse af rentabilitet

Heineken

Kapitalstruktur			2011 AG = 9,79%			2012 AG = 6,86%		
D	E	FGEAR	NLR %	EKF %	Spread %	NLR %	EKF %	Spread %
0%	100%	0,0	1,90	9,19	7,80	0,75	6,52	6,11
10%	90%	0,1	2,28	9,97	7,42	0,91	7,18	5,95
20%	80%	0,3	2,65	10,86	7,05	1,06	7,96	5,79
30%	70%	0,4	3,02	11,90	6,68	1,22	8,93	5,64
40%	60%	0,7	3,40	13,16	6,30	1,38	10,20	5,48
50%	50%	1,0	3,77	14,79	5,93	1,54	11,94	5,32
60%	40%	1,5	4,15	17,08	5,55	1,69	14,57	5,16
70%	30%	2,3	4,52	20,71	5,18	1,85	19,09	5,01
80%	20%	4,0	4,89	27,89	4,81	2,01	29,06	4,85
90%	10%	9,0	5,27	51,26	4,43	2,17	71,61	4,69

2013 AG = 8,34%			2014 AG = 7,83%			2015 AG = 8,90%		
NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread
%	%	%	%	%	%	%	%	%
1,92	7,73	6,42	1,38	7,39	6,45	1,49	8,48	7,41
2,30	8,36	6,03	1,65	8,06	6,18	1,77	9,27	7,13
2,68	9,06	5,65	1,92	8,83	5,91	2,05	10,20	6,85
3,07	9,85	5,27	2,19	9,75	5,64	2,33	11,34	6,57
3,45	10,78	4,88	2,46	10,91	5,37	2,61	12,78	6,29
3,84	11,95	4,50	2,73	12,46	5,10	2,89	14,75	6,01
4,22	13,56	4,12	3,00	14,71	4,83	3,17	17,70	5,73
4,60	16,11	3,73	3,26	18,49	4,56	3,45	22,83	5,45
4,99	21,33	3,35	3,53	26,65	4,30	3,73	34,61	5,17
5,37	42,32	2,96	3,80	61,05	4,03	4,00	96,99	4,90

AB InBev

Kapitalstruktur			2011 AG = 12,63%			2012 AG = 13,48%		
D	E	FGEAR	NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread
			%	%	%	%	%	%
0%	100%	0,0	2,85	10,48	9,78	2,50	11,41	10,98
10%	90%	0,1	3,41	11,30	9,22	2,95	12,41	10,53
20%	80%	0,3	3,97	12,20	8,66	3,39	13,55	10,09
30%	70%	0,4	4,53	13,20	8,11	3,84	14,92	9,64
40%	60%	0,7	5,08	14,36	7,55	4,28	16,62	9,20
50%	50%	1,0	5,64	15,78	6,99	4,73	18,88	8,75
60%	40%	1,5	6,20	17,69	6,43	5,17	22,20	8,31
70%	30%	2,3	6,76	20,65	5,87	5,62	27,83	7,86
80%	20%	4,0	7,32	26,70	5,31	6,06	40,53	7,42
90%	10%	9,0	7,88	52,41	4,75	6,51	105,54	6,97

2013 AG = 11,60%			2014 AG = 11,76%			2015 AG = 12,10%		
NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread
%	%	%	%	%	%	%	%	%
1,90	9,94	9,70	0,44	10,09	11,32	1,07	10,79	11,02
2,23	10,85	9,36	0,52	11,21	11,24	1,29	11,90	10,81
2,57	11,91	9,03	0,60	12,60	11,16	1,51	13,23	10,59
2,91	13,19	8,69	0,68	14,39	11,08	1,72	14,91	10,37
3,24	14,81	8,35	0,76	16,79	11,00	1,94	17,10	10,16
3,58	17,01	8,02	0,84	20,21	10,92	2,16	20,15	9,94
3,92	20,27	7,68	0,92	25,51	10,84	2,38	24,77	9,72
4,26	25,86	7,34	1,00	34,86	10,76	2,59	32,76	9,51
4,59	38,48	7,00	1,08	56,05	10,68	2,81	50,39	9,29
4,93	100,42	6,67	1,16	151,55	10,60	3,03	124,82	9,07

SABMiller

Kapitalstruktur			2011 AG = 9,35%			2012 AG = 8,26%		
D	E	FGEAR	NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread
			%	%	%	%	%	%
0%	100%	0,0	4,24	9,08	5,10	1,47	7,84	6,79
10%	90%	0,1	4,80	9,57	4,55	1,72	8,54	6,54
20%	80%	0,3	5,36	10,04	3,99	1,96	9,35	6,30
30%	70%	0,4	5,92	10,48	3,43	2,21	10,33	6,05
40%	60%	0,7	6,48	10,89	2,87	2,46	11,57	5,80
50%	50%	1,0	7,04	11,23	2,31	2,71	13,21	5,55
60%	40%	1,5	7,60	11,45	1,75	2,95	15,59	5,31
70%	30%	2,3	8,15	11,43	1,19	3,20	19,51	5,06
80%	20%	4,0	8,71	10,75	0,64	3,45	27,54	4,81
90%	10%	9,0	9,27	6,77	0,08	3,70	55,39	4,56

2013 AG = 9,52%			2014 AG = 9,97%			2015 AG = 10,44%		
NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread
%	%	%	%	%	%	%	%	%
2,39	9,20	7,13	2,38	9,60	7,59	3,51	10,04	6,93
2,76	9,94	6,76	2,74	10,38	7,23	4,01	10,73	6,43
3,13	10,77	6,38	3,11	11,28	6,87	4,51	11,48	5,92
3,51	11,73	6,01	3,47	12,33	6,51	5,02	12,30	5,42
3,88	12,90	5,64	3,83	13,63	6,14	5,52	13,23	4,92
4,25	14,41	5,26	4,19	15,32	5,78	6,02	14,35	4,42
4,63	16,52	4,89	4,55	17,73	5,42	6,52	15,80	3,92
5,00	19,90	4,52	4,92	21,64	5,06	7,02	17,97	3,41
5,38	26,71	4,14	5,28	29,66	4,70	7,53	22,14	2,91
5,75	50,78	3,77	5,64	58,94	4,33	8,03	37,45	2,41

Royal Unibrew

Kapitalstruktur			2011 AG = 18,89%			2012 AG = 24,05%		
D	E	FGEAR	NLR	EKF	Spread	NLR	EKF	Spread
			%	%	%	%	%	%
0%	100%	0,0	2,50	18,86	16,38	6,25	24,05	17,80
10%	90%	0,1	2,87	20,65	16,01	7,02	25,95	17,04
20%	80%	0,3	3,24	22,80	15,64	7,79	28,12	16,27
30%	70%	0,4	3,61	25,46	15,28	8,55	30,70	15,50
40%	60%	0,7	3,98	28,89	14,91	9,32	33,88	14,73
50%	50%	1,0	4,35	33,57	14,54	10,09	38,02	13,97
60%	40%	1,5	4,71	40,44	14,17	10,86	43,85	13,20
70%	30%	2,3	5,08	51,73	13,80	11,62	53,06	12,43
80%	20%	4,0	5,45	74,33	13,43	12,39	70,70	11,66
90%	10%	9,0	5,82	144,55	13,07	13,16	122,10	10,89

2013 AG = 11,72%			2014 AG = 15,38%			2015 AG = 18,17%		
NLR %	EKF %	Spread %	NLR %	EKF %	Spread %	NLR %	EKF %	Spread %
0,69	11,72	11,04	1,92	15,38	13,46	2,13	18,17	16,04
0,83	12,93	10,89	2,22	16,85	13,16	2,43	19,92	15,74
0,97	14,41	10,75	2,52	18,60	12,87	2,73	22,03	15,45
1,12	16,27	10,60	2,81	20,77	12,57	3,03	24,67	15,15
1,26	18,69	10,46	3,11	23,56	12,27	3,32	28,07	14,85
1,41	22,04	10,31	3,41	27,36	11,97	3,62	32,72	14,55
1,55	26,98	10,17	3,70	32,90	11,68	3,92	39,55	14,25
1,70	35,11	10,03	4,00	41,94	11,38	4,22	50,73	13,95
1,84	51,25	9,88	4,30	59,72	11,08	4,52	72,80	13,66
1,99	99,35	9,74	4,60	112,46	10,79	4,82	138,39	13,36

Bilag 12 - Følsomhedsanalyse af kreditværdighed

Bilag 12.1 - Carlsberg

Carlsberg	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	71.629	73.650	71.499	55.997	47.231
NRBG	34.544	36.026	37.497	40.556	36.278
Værdi (D+E)	106.173	109.676	108.996	96.553	83.509
Aktiver i alt	147.714	153.965	151.138	136.983	124.901
Z-Score	2,07	2,22	2,36	2,39	2,64
MV EK	58.559	82.436	90.302	76.184	92.956
Ikke-RBG	36.583	36.296	36.335	35.881	36.407
RBG	39.502	44.019	43.304	45.105	41.263
Forpligtelser i alt	76.085	80.315	79.639	80.986	77.670
Impact på Z-score	0,77	1,03	1,13	0,94	1,20
NLR efter skat					
NLR	4,2%	3,6%	3,1%	2,1%	3,1%
D	33%	33%	34%	42%	43%
Skattesats	25%	25%	25%	25%	24%
EBIT	9.507	9.878	9.416	7.941	7.938

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,72	2,8%	3,7%	-	-	2,90	0,71	2,4%	3,2%	-	-	3,46
10%	90%	0,11	0,65	3,2%	4,3%	20,83	AAA	2,54	0,64	2,8%	3,7%	24,23	AAA	2,93
20%	80%	0,25	0,58	3,6%	4,9%	9,22	AAA	2,31	0,57	3,1%	4,2%	10,72	AAA	2,61
30%	70%	0,43	0,50	4,1%	5,4%	5,52	A+	2,15	0,50	3,5%	4,7%	6,41	A+	2,38
40%	60%	0,67	0,43	4,5%	6,0%	3,75	A-	2,04	0,43	3,9%	5,2%	4,36	A	2,22
50%	50%	1,00	0,36	4,9%	6,5%	2,75	BBB	1,95	0,36	4,2%	5,6%	3,19	A-	2,10
60%	40%	1,50	0,29	5,3%	7,1%	2,11	BB	1,88	0,28	4,6%	6,1%	2,45	BBB	2,00
70%	30%	2,33	0,22	5,7%	7,6%	1,68	B	1,82	0,21	5,0%	6,6%	1,95	B+	1,92
80%	20%	4,00	0,14	6,1%	8,2%	1,37	B-	1,78	0,14	5,3%	7,1%	1,59	B	1,86
90%	10%	9,00	0,07	6,6%	8,7%	1,14	CCC	1,74	0,07	5,7%	7,6%	1,32	B-	1,80

Kapitalstruktur			2013						2014					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,72	2,0%	2,7%	-	-	3,72	0,70	1,2%	1,6%	-	-	3,57
10%	90%	0,11	0,65	2,3%	3,1%	27,97	AAA	3,14	0,63	1,4%	1,9%	43,68	AAA	3,12
20%	80%	0,25	0,58	2,6%	3,5%	12,35	AAA	2,78	0,56	1,6%	2,2%	19,04	AAA	2,83
30%	70%	0,43	0,50	2,9%	3,9%	7,37	AA	2,54	0,49	1,8%	2,4%	11,25	AAA	2,62
40%	60%	0,67	0,43	3,2%	4,3%	5,01	A	2,36	0,42	2,0%	2,7%	7,58	AA	2,47
50%	50%	1,00	0,36	3,5%	4,7%	3,66	A-	2,22	0,35	2,3%	3,0%	5,50	A+	2,35
60%	40%	1,50	0,29	3,8%	5,1%	2,81	BBB	2,12	0,28	2,5%	3,3%	4,20	A-	2,26
70%	30%	2,33	0,22	4,2%	5,5%	2,23	BB	2,03	0,21	2,7%	3,5%	3,32	A-	2,18
80%	20%	4,00	0,14	4,5%	5,9%	1,82	B+	1,96	0,14	2,9%	3,8%	2,69	BBB	2,12
90%	10%	9,00	0,07	4,8%	6,4%	1,51	B	1,90	0,07	3,1%	4,1%	2,23	BB	2,07

Kapitalstruktur			2015					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,67	1,8%	2,3%	-	-	4,00
10%	90%	0,11	0,60	2,1%	2,7%	35,27	AAA	3,52
20%	80%	0,25	0,53	2,4%	3,1%	15,33	AAA	3,19
30%	70%	0,43	0,47	2,7%	3,5%	9,04	AAA	2,96
40%	60%	0,67	0,40	3,0%	3,9%	6,08	A+	2,78
50%	50%	1,00	0,33	3,3%	4,3%	4,41	A	2,63
60%	40%	1,50	0,27	3,6%	4,7%	3,36	A-	2,52
70%	30%	2,33	0,20	3,9%	5,1%	2,65	BBB	2,42
80%	20%	4,00	0,13	4,2%	5,5%	2,15	BB	2,34
90%	10%	9,00	0,07	4,5%	5,9%	1,78	B+	2,28

Bilag 12.2 - Royal Unibrew

Royal Unibrew	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	1.321.185	1.347.595	2.132.977	2.818.351	2.934.805
NRBG	622.993	308.284	2.355.123	1.535.823	1.172.227
Værdi (D+E)	1.944.178	1.655.879	4.488.100	4.354.174	4.107.032
Aktiver i alt	2.890.328	2.848.104	6.924.512	7.023.838	6.747.527

Z-Score	2,40	2,65	1,48	1,99	4,16
MV EK	299.239	701.848	1.347.025	1.989.406	14.743.802
Ikke-RBG	919.650	906.185	2.168.365	2.161.443	2.295.585
RBG	649.493	594.324	2.623.170	2.044.044	1.517.137
Forpligtelser i alt	1.569.143	1.500.509	4.791.535	4.205.487	3.812.722
Impact på Z-score	0,19	0,47	0,28	0,47	3,87

NLR efter skat

NLR	3,7%	7,7%	1,4%	3,0%	3,0%
D	32%	19%	52%	35%	29%
Skattesats	25%	25%	25%	25%	24%
EBIT	493.512	528.240	617.326	872.321	957.559

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,67	2,5%	3,3%	-	-	2,53	0,58	6,2%	8,3%	-	-	2,95
10%	90%	0,11	0,61	2,9%	3,8%	66,29	AAA	2,47	0,52	7,0%	9,4%	34,10	AAA	2,84
20%	80%	0,25	0,54	3,2%	4,3%	29,38	AAA	2,43	0,47	7,8%	10,4%	15,37	AAA	2,75
30%	70%	0,43	0,47	3,6%	4,8%	17,59	AAA	2,40	0,41	8,6%	11,4%	9,32	AAA	2,68
40%	60%	0,67	0,40	4,0%	5,3%	11,97	AAA	2,38	0,35	9,3%	12,4%	6,42	A+	2,63
50%	50%	1,00	0,34	4,3%	5,8%	8,76	AAA	2,36	0,29	10,1%	13,5%	4,74	A	2,58
60%	40%	1,50	0,27	4,7%	6,3%	6,73	AA	2,35	0,23	10,9%	14,5%	3,67	A-	2,55
70%	30%	2,33	0,20	5,1%	6,8%	5,35	A	2,34	0,17	11,6%	15,5%	2,94	BBB	2,52
80%	20%	4,00	0,13	5,5%	7,3%	4,37	A	2,33	0,12	12,4%	16,5%	2,41	BB+	2,49
90%	10%	9,00	0,07	5,8%	7,8%	3,64	A-	2,32	0,06	13,2%	17,5%	2,02	BB	2,47

Kapitalstruktur			2013							2014					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score		Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,65	0,7%	0,9%	-		1,82		0,62	1,9%	2,5%	-	-	2,43
10%	90%	0,11	0,58	0,8%	1,1%	124,20	AAA	1,72		0,56	2,2%	2,9%	68,15	AAA	2,28
20%	80%	0,25	0,52	1,0%	1,3%	52,90	AAA	1,64		0,50	2,5%	3,3%	30,05	AAA	2,17
30%	70%	0,43	0,45	1,1%	1,5%	30,72	AAA	1,58		0,43	2,8%	3,7%	17,92	AAA	2,09
40%	60%	0,67	0,39	1,3%	1,7%	20,41	AAA	1,54		0,37	3,1%	4,1%	12,16	AAA	2,02
50%	50%	1,00	0,32	1,4%	1,9%	14,65	AAA	1,51		0,31	3,4%	4,5%	8,88	AAA	1,97
60%	40%	1,50	0,26	1,6%	2,1%	11,07	AAA	1,48		0,25	3,7%	4,9%	6,80	AA	1,93
70%	30%	2,33	0,19	1,7%	2,3%	8,68	AAA	1,45		0,19	4,0%	5,3%	5,40	A	1,89
80%	20%	4,00	0,13	1,8%	2,5%	7,00	AA	1,44		0,12	4,3%	5,7%	4,40	A	1,87
90%	10%	9,00	0,06	2,0%	2,6%	5,77	A+	1,42		0,06	4,6%	6,1%	3,66	A-	1,84

Kapitalstruktur			2015					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,61	2,1%	2,8%	-	-	6,72
10%	90%	0,11	0,55	2,4%	3,2%	73,40	AAA	5,74
20%	80%	0,25	0,49	2,7%	3,6%	32,69	AAA	5,02
30%	70%	0,43	0,43	3,0%	4,0%	19,64	AAA	4,47
40%	60%	0,67	0,37	3,3%	4,3%	13,41	AAA	4,04
50%	50%	1,00	0,30	3,6%	4,7%	9,85	AAA	3,68
60%	40%	1,50	0,24	3,9%	5,1%	7,58	AA	3,39
70%	30%	2,33	0,18	4,2%	5,5%	6,04	A+	3,14
80%	20%	4,00	0,12	4,5%	5,9%	4,93	A	2,93
90%	10%	9,00	0,06	4,8%	6,3%	4,11	A-	2,75

Bilag 12.3 - Heineken

Heineken	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	10.092	12.762	12.356	13.452	15.070
NRBG	9.749	14.163	12.389	12.740	13.089
Værdi (D+E)	19.841	26.925	24.745	26.192	28.159
Aktiver i alt	27.127	35.979	33.337	34.830	37.714

Z-Score	2,05	1,86	2,07	2,28	2,48
MV EK	18.987	18.987	18.987	18.987	18.987
Ikke-RBG	5.621	7.290	6.678	7.371	8.064
RBG	11.414	15.927	14.303	14.007	14.580
Forpligtelser i alt	17.035	23.217	20.981	21.378	22.644
Impact på Z-score	1,11	0,82	0,90	0,89	0,84

NLR efter skat

NLR	3,7%	1,6%	3,8%	2,7%	2,8%
D	49%	53%	50%	49%	46%
Skattesats	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT	2.591	2.517	2.790	2.946	3.382

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,73	1,9%	2,5%	-	-	4,31	0,75	0,7%	1,0%	-	-	3,64
10%	90%	0,11	0,66	2,3%	3,0%	43,04	AAA	3,43	0,67	0,9%	1,2%	77,40	AAA	2,94
20%	80%	0,25	0,59	2,6%	3,5%	18,48	AAA	2,91	0,60	1,1%	1,4%	32,96	AAA	2,54
30%	70%	0,43	0,51	3,0%	4,0%	10,80	AAA	2,57	0,52	1,2%	1,6%	19,13	AAA	2,27
40%	60%	0,67	0,44	3,4%	4,5%	7,21	AA	2,33	0,45	1,4%	1,8%	12,71	AAA	2,09
50%	50%	1,00	0,37	3,8%	5,0%	5,19	A	2,16	0,37	1,5%	2,0%	9,12	AAA	1,95
60%	40%	1,50	0,29	4,1%	5,5%	3,94	A-	2,02	0,30	1,7%	2,3%	6,89	AA	1,85
70%	30%	2,33	0,22	4,5%	6,0%	3,10	A-	1,91	0,22	1,9%	2,5%	5,41	A	1,77
80%	20%	4,00	0,15	4,9%	6,5%	2,50	BBB	1,82	0,15	2,0%	2,7%	4,36	A	1,70
90%	10%	9,00	0,07	5,3%	7,0%	2,07	BB	1,74	0,07	2,2%	2,9%	3,59	A-	1,64

Kapitalstruktur			2013							2014					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score		Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,74	1,9%	2,6%	-	-	4,01		0,75	1,4%	1,8%	-	-	3,97
10%	90%	0,11	0,67	2,3%	3,1%	36,76	AAA	3,24		0,68	1,7%	2,2%	51,11	AAA	3,30
20%	80%	0,25	0,59	2,7%	3,6%	15,75	AAA	2,80		0,60	1,9%	2,6%	21,97	AAA	2,90
30%	70%	0,43	0,52	3,1%	4,1%	9,19	AAA	2,52		0,53	2,2%	2,9%	12,85	AAA	2,64
40%	60%	0,67	0,45	3,5%	4,6%	6,12	A+	2,31		0,45	2,5%	3,3%	8,58	AAA	2,46
50%	50%	1,00	0,37	3,8%	5,1%	4,41	A	2,17		0,38	2,7%	3,6%	6,19	A+	2,32
60%	40%	1,50	0,30	4,2%	5,6%	3,34	A-	2,05		0,30	3,0%	4,0%	4,69	A	2,22
70%	30%	2,33	0,22	4,6%	6,1%	2,62	BBB	1,96		0,23	3,3%	4,4%	3,69	A-	2,13
80%	20%	4,00	0,15	5,0%	6,6%	2,12	BB	1,89		0,15	3,5%	4,7%	2,98	BBB	2,07
90%	10%	9,00	0,07	5,4%	7,2%	1,75	B+	1,83		0,08	3,8%	5,1%	2,46	BB+	2,01

Kapitalstruktur			2015					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,75	1,5%	2,0%	-	-	4,00
10%	90%	0,11	0,67	1,8%	2,4%	50,83	AAA	3,39
20%	80%	0,25	0,60	2,1%	2,7%	21,96	AAA	3,03
30%	70%	0,43	0,52	2,3%	3,1%	12,88	AAA	2,80
40%	60%	0,67	0,45	2,6%	3,5%	8,63	AAA	2,63
50%	50%	1,00	0,37	2,9%	3,9%	6,24	A+	2,50
60%	40%	1,50	0,30	3,2%	4,2%	4,74	A	2,41
70%	30%	2,33	0,22	3,4%	4,6%	3,73	B-	2,33
80%	20%	4,00	0,15	3,7%	5,0%	3,02	B-	2,27
90%	10%	9,00	0,07	4,0%	5,3%	2,50	BBB	2,21

Bilag 12.4 - AB InBev

AB Inbev	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	41.044	45.441	55.308	54.257	45.719
NRBG	39.369	35.457	43.181	44.946	46.827
Værdi (D+E)	80.413	80.898	98.489	99.203	92.546
Aktiver i alt	112.427	122.621	141.666	142.550	134.635

Z-Score	1,73	1,96	2,10	2,25	2,45
MV EK	83.833	83.833	83.833	83.833	83.833
Ikke-RBG	24.452	26.381	31.505	31.490	30.944
RBG	46.931	50.799	54.853	56.803	57.972
Forpligtelser i alt	71.383	77.180	86.358	88.293	88.916
Impact på Z-score	1,17	1,09	0,97	0,95	0,94

NLR efter skat

NLR	5,6%	4,5%	3,4%	0,8%	2,2%
D	53%	49%	44%	44%	45%
Skattesats	34%	34%	34%	34%	34%
EBIT	13.401	13.763	14.391	14.657	14.328

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,72	2,6%	4,0%	-	-	3,98	0,66	2,3%	3,4%	-	-	4,05
10%	90%	0,11	0,64	3,2%	4,8%	34,73	AAA	3,14	0,59	2,7%	4,1%	41,33	AAA	3,30
20%	80%	0,25	0,57	3,7%	5,6%	14,76	AAA	2,62	0,53	3,2%	4,8%	17,76	AAA	2,84
30%	70%	0,43	0,50	4,3%	6,5%	8,56	AAA	2,28	0,46	3,6%	5,5%	10,38	AAA	2,53
40%	60%	0,67	0,43	4,8%	7,3%	5,68	A+	2,04	0,40	4,1%	6,1%	6,93	AA	2,30
50%	50%	1,00	0,36	5,4%	8,2%	4,07	A-	1,85	0,33	4,5%	6,8%	4,99	A	2,13
60%	40%	1,50	0,29	6,0%	9,0%	3,08	A-	1,71	0,26	4,9%	7,5%	3,79	A-	1,99
70%	30%	2,33	0,21	6,5%	9,9%	2,41	BBB	1,59	0,20	5,4%	8,2%	2,98	BBB	1,88
80%	20%	4,00	0,14	7,1%	10,7%	1,94	BB	1,50	0,13	5,8%	8,8%	2,41	BB+	1,79
90%	10%	9,00	0,07	7,6%	11,6%	1,60	B	1,42	0,07	6,3%	9,5%	1,99	B+	1,72

Kapitalstruktur			2013							2014					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score		Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,70	1,9%	2,9%	-	-	3,79		0,70	0,5%	0,7%	-	-	3,96
10%	90%	0,11	0,63	2,2%	3,4%	43,20	AAA	3,15		0,63	0,5%	0,8%	183,78	AAA	3,32
20%	80%	0,25	0,56	2,6%	3,9%	18,76	AAA	2,76		0,56	0,6%	0,9%	79,82	AAA	2,93
30%	70%	0,43	0,49	2,9%	4,4%	11,06	AAA	2,50		0,49	0,7%	1,0%	47,04	AAA	2,66
40%	60%	0,67	0,42	3,2%	4,9%	7,43	AA	2,31		0,42	0,8%	1,2%	31,61	AAA	2,47
50%	50%	1,00	0,35	3,6%	5,4%	5,38	A	2,16		0,35	0,9%	1,3%	22,91	AAA	2,33
60%	40%	1,50	0,28	3,9%	5,9%	4,10	A-	2,05		0,28	0,9%	1,4%	17,45	AAA	2,22
70%	30%	2,33	0,21	4,3%	6,5%	3,24	A-	1,96		0,21	1,0%	1,5%	13,77	AAA	2,13
80%	20%	4,00	0,14	4,6%	7,0%	2,62	BBB	1,89		0,14	1,1%	1,7%	11,16	AAA	2,05
90%	10%	9,00	0,07	4,9%	7,5%	2,17	BB	1,82		0,07	1,2%	1,8%	9,24	AAA	1,99

Kapitalstruktur			2015					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,69	1,2%	1,8%	-	-	4,22
10%	90%	0,11	0,62	1,4%	2,1%	72,76	AAA	3,59
20%	80%	0,25	0,55	1,6%	2,5%	31,51	AAA	3,20
30%	70%	0,43	0,48	1,8%	2,8%	18,53	AAA	2,94
40%	60%	0,67	0,41	2,1%	3,1%	12,43	AAA	2,74
50%	50%	1,00	0,34	2,3%	3,4%	8,99	AAA	2,59
60%	40%	1,50	0,27	2,5%	3,8%	6,84	AA	2,48
70%	30%	2,33	0,21	2,7%	4,1%	5,39	A	2,38
80%	20%	4,00	0,14	2,9%	4,4%	4,37	A	2,31
90%	10%	9,00	0,07	3,1%	4,8%	3,61	A-	2,24

Bilag 12.5 - SABMiller

SABMiller	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	22.759	26.013	27.460	27.482	24.355
NRBG	7.182	17.734	15.520	14.312	10.457
Værdi (D+E)	29.941	43.747	42.980	41.794	34.812
Aktiver i alt	39.108	55.651	56.294	53.751	44.911

Z-Score	2,71	2,06	2,29	2,63	3,59
MV EK	37.601	47.016	51.777	56.216	68.193
Ikke-RBG	7.754	10.303	10.200	9.107	7.901
RBG	8.595	19.335	18.634	17.162	12.655
Forpligtelser i alt	16.349	29.638	28.834	26.269	20.556
Impact på Z-score	0,47	0,35	0,35	0,35	0,38

NLR efter skat

NLR	5,6%	2,5%	3,7%	3,6%	5,0%
D	24%	41%	36%	34%	30%
Skattesats	26%	24%	23%	21%	20%
EBIT	5.393	6.394	7.081	7.031	6.392

Kapitalstruktur			2011							2012						
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score		Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	
0%	100%	0,00	0,77	4,2%	5,7%	-	-	7,09		0,79	1,5%	1,9%	-	-	6,28	
10%	90%	0,11	0,69	4,8%	6,5%	27,75	AAA	5,74		0,71	1,7%	2,3%	64,67	AAA	4,92	
20%	80%	0,25	0,61	5,4%	7,2%	12,43	AAA	4,97		0,63	2,0%	2,6%	28,27	AAA	4,18	
30%	70%	0,43	0,54	5,9%	8,0%	7,50	AA	4,49		0,55	2,2%	2,9%	16,74	AAA	3,72	
40%	60%	0,67	0,46	6,5%	8,8%	5,14	A	4,14		0,47	2,5%	3,2%	11,29	AAA	3,41	
50%	50%	1,00	0,38	7,0%	9,5%	3,79	A-	3,89		0,39	2,7%	3,6%	8,21	AA	3,18	
60%	40%	1,50	0,31	7,6%	10,3%	2,92	BBB	3,70		0,31	3,0%	3,9%	6,27	A+	3,00	
70%	30%	2,33	0,23	8,2%	11,0%	2,34	BB+	3,55		0,24	3,2%	4,2%	4,96	A	2,86	
80%	20%	4,00	0,15	8,7%	11,8%	1,91	B+	3,42		0,16	3,4%	4,5%	4,03	A-	2,75	
90%	10%	9,00	0,08	9,3%	12,5%	1,60	B	3,32		0,08	3,7%	4,9%	3,34	A-	2,66	

Kapitalstruktur			2013							2014					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score		Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,76	2,4%	3,1%	-	-	7,01		0,78	2,4%	3,0%	-	-	8,46
10%	90%	0,11	0,69	2,8%	3,6%	45,95	AAA	5,51		0,70	2,7%	3,5%	48,45	AAA	6,52
20%	80%	0,25	0,61	3,1%	4,1%	20,24	AAA	4,69		0,62	3,1%	3,9%	21,40	AAA	5,50
30%	70%	0,43	0,53	3,5%	4,6%	12,05	AAA	4,18		0,54	3,5%	4,4%	12,78	AAA	4,88
40%	60%	0,67	0,46	3,9%	5,0%	8,17	AA	3,83		0,47	3,8%	4,8%	8,68	AAA	4,46
50%	50%	1,00	0,38	4,3%	5,5%	5,96	A+	3,57		0,39	4,2%	5,3%	6,34	A+	4,16
60%	40%	1,50	0,31	4,6%	6,0%	4,57	A	3,38		0,31	4,6%	5,8%	4,86	A	3,93
70%	30%	2,33	0,23	5,0%	6,5%	3,62	A-	3,22		0,23	4,9%	6,2%	3,86	A-	3,75
80%	20%	4,00	0,15	5,4%	7,0%	2,95	BBB	3,10		0,16	5,3%	6,7%	3,15	A-	3,61
90%	10%	9,00	0,08	5,7%	7,5%	2,45	BB+	3,00		0,08	5,6%	7,1%	2,62	BBB	3,49

Kapitalstruktur			2015						
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	
0%	100%	0,00	0,78	3,5%	4,4%	-	-	11,83	
10%	90%	0,11	0,70	4,0%	5,0%	36,60	AAA	9,20	
20%	80%	0,25	0,62	4,5%	5,6%	16,27	AAA	7,79	
30%	70%	0,43	0,54	5,0%	6,3%	9,76	AAA	6,92	
40%	60%	0,67	0,47	5,5%	6,9%	6,65	AA	6,33	
50%	50%	1,00	0,39	6,0%	7,5%	4,88	A	5,90	
60%	40%	1,50	0,31	6,5%	8,2%	3,75	A-	5,57	
70%	30%	2,33	0,23	7,0%	8,8%	2,99	BBB	5,32	
80%	20%	4,00	0,16	7,5%	9,4%	2,44	BB+	5,11	
90%	10%	9,00	0,08	8,0%	10,0%	2,03	BB	4,94	

Bilag 12.6 - Peer-gruppe

Kapitalstruktur			2011							2012						
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score		Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	
0%	100%	0,00	0,72	0,03	0,04	-	-	4,48		0,69	0,03	0,04	-	-	4,23	
10%	90%	0,11	0,65	0,03	0,05	42,95	AAA	3,69		0,62	0,03	0,04	54,37	AAA	3,50	
20%	80%	0,25	0,58	0,04	0,05	18,76	AAA	3,24		0,56	0,03	0,05	23,59	AAA	3,08	
30%	70%	0,43	0,50	0,04	0,06	11,11	AAA	2,94		0,49	0,04	0,05	13,89	AAA	2,80	
40%	60%	0,67	0,43	0,05	0,06	7,50	AA	2,72		0,42	0,04	0,06	9,34	AAA	2,61	
50%	50%	1,00	0,36	0,05	0,07	5,45	A	2,57		0,35	0,05	0,06	6,77	AA	2,46	
60%	40%	1,50	0,29	0,06	0,08	4,17	A-	2,44		0,28	0,05	0,07	5,16	A	2,35	
70%	30%	2,33	0,22	0,06	0,08	3,30	A-	2,35		0,21	0,06	0,08	4,07	A-	2,26	
80%	20%	4,00	0,14	0,07	0,09	2,68	BBB	2,27		0,14	0,06	0,08	3,30	A-	2,18	
90%	10%	9,00	0,07	0,07	0,10	2,22	BB	2,20		0,07	0,06	0,09	2,73	BBB	2,12	

Kapitalstruktur			2013							2014						
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score		Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score	
0%	100%	0,00	0,71	0,02	0,02	-	-	4,16		0,71	0,02	0,02	-	-	4,70	
10%	90%	0,11	0,64	0,02	0,03	62,53	AAA	3,41		0,64	0,02	0,02	87,87	AAA	3,85	
20%	80%	0,25	0,57	0,02	0,03	26,91	AAA	2,97		0,57	0,02	0,03	38,31	AAA	3,38	
30%	70%	0,43	0,50	0,03	0,04	15,75	AAA	2,70		0,50	0,02	0,03	22,65	AAA	3,07	
40%	60%	0,67	0,43	0,03	0,04	10,53	AAA	2,50		0,43	0,03	0,03	15,26	AAA	2,85	
50%	50%	1,00	0,36	0,03	0,04	7,60	AA	2,35		0,36	0,03	0,04	11,08	AAA	2,70	
60%	40%	1,50	0,28	0,04	0,05	5,77	A+	2,24		0,28	0,03	0,04	8,45	AA	2,57	
70%	30%	2,33	0,21	0,04	0,05	4,54	A	2,15		0,21	0,03	0,04	6,68	AA	2,48	
80%	20%	4,00	0,14	0,04	0,06	3,67	A-	2,08		0,14	0,04	0,05	5,42	A	2,40	
90%	10%	9,00	0,07	0,05	0,06	3,04	A-	2,02		0,07	0,04	0,05	4,50	A	2,33	

Kapitalstruktur			2015					
D	E	FGEAR	Sol. grad	NLR _{efter skat}	NLR _{før skat}	ICE	Rating	Z-score
0%	100%	0,00	0,70	0,02	0,03	-	-	6,69
10%	90%	0,11	0,63	0,02	0,03	58,40	AAA	5,48
20%	80%	0,25	0,56	0,03	0,04	25,60	AAA	4,76
30%	70%	0,43	0,49	0,03	0,04	15,20	AAA	4,28
40%	60%	0,67	0,42	0,03	0,04	10,28	AAA	3,93
50%	50%	1,00	0,35	0,04	0,05	7,49	AA	3,67
60%	40%	1,50	0,28	0,04	0,05	5,73	A+	3,46
70%	30%	2,33	0,21	0,04	0,06	4,54	A	3,29
80%	20%	4,00	0,14	0,05	0,06	3,69	A-	3,16
90%	10%	9,00	0,07	0,05	0,07	3,07	A-	3,04

Bilag 13 – Tolkning af S&P's rating

Tabellen viser tolkning af Standard and Poor's rating

 Investment Grade	'AAA'	Extremely strong capacity to meet financial commitments. Highest rating
	'AA'	Very strong capacity to meet financial commitments
	'A'	Strong capacity to meet financial commitments, but somewhat susceptible to adverse economic conditions and changes in circumstances.
	'BBB'	Adequate capacity to meet financial commitments, but more subject to adverse economic conditions
	'BBB-'	Considered lowest investment grade by market participants
 Speculative Grade	'BB+'	Considered highest speculative grade by market participants
	'BB'	Less vulnerable in the near-term but faces major ongoing uncertainties to adverse business, financial and economic conditions
	'B'	More vulnerable to adverse business, financial and economic conditions but currently has the capacity to meet financial commitments
	'CCC'	Currently vulnerable and dependent on favorable business, financial and economic conditions to meet financial commitments
	'CC'	Currently highly vulnerable
	'C'	A bankruptcy petition has been filed or similar action taken, but payments of financial commitments are continued
	'D'	Payment default on financial commitments
Ratings from 'AA' to 'CCC' may be modified by the addition of a plus (+) or minus (-) sign to show relative standing within the major rating categories		

Kilde: Plenborg, 2017; s. 388. Figuren er klipper fra undervisningsslides i Regnskabsanalyse-faget af Plenborg.

Bilag 14 - Følsomhedsanalyse WACC

Bilag 14.1 - Carlsberg

Carlsberg	2011	2012	2013	2014	2015
r_f	2,7%	1,4%	1,7%	1,3%	0,7%
$r_m - r_f$	5,4%	5,5%	6,4%	5,1%	5,5%
t	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	D/E	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC
0%	100%	0,00	0,41	4,9%	-	-	-	-	0,41	3,7%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,45	5,1%	20,83	0,75%	0,03	4,80%	0,45	3,9%	24,23	0,75%	0,02	3,60%
20%	80%	0,25	0,49	5,4%	9,22	0,75%	0,03	4,67%	0,49	4,1%	10,72	0,75%	0,02	3,52%
30%	70%	0,43	0,55	5,7%	5,52	1,10%	0,03	4,60%	0,55	4,4%	6,41	1,10%	0,02	3,51%
40%	60%	0,67	0,62	6,1%	3,75	1,75%	0,03	4,63%	0,62	4,8%	4,36	1,25%	0,02	3,49%
50%	50%	1,00	0,72	6,6%	2,75	2,25%	0,04	4,70%	0,72	5,4%	3,19	1,75%	0,02	3,58%
60%	40%	1,50	0,88	7,5%	2,11	4,25%	0,05	5,33%	0,88	6,2%	2,45	3,25%	0,03	4,06%
70%	30%	2,33	1,14	8,8%	1,68	6,50%	0,07	6,28%	1,14	7,7%	1,95	5,50%	0,05	5,02%
80%	20%	4,00	1,66	11,6%	1,37	7,50%	0,08	6,92%	1,66	10,5%	1,59	6,50%	0,06	5,66%
90%	10%	9,00	3,21	20,0%	1,14	9,00%	0,09	7,93%	3,21	19,0%	1,32	7,50%	0,07	6,41%

Kapitalstruktur			2013						2014					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,41	4,3%	-	-	-	-	0,41	3,4%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,45	4,6%	27,97	0,75%	0,02	4,25%	0,45	3,6%	43,68	0,75%	0,02	3,35%
20%	80%	0,25	0,49	4,8%	12,35	0,75%	0,02	4,15%	0,49	3,8%	19,04	0,75%	0,02	3,28%
30%	70%	0,43	0,55	5,2%	7,37	1,00%	0,02	4,10%	0,55	4,1%	11,25	0,75%	0,02	3,22%
40%	60%	0,67	0,62	5,7%	5,01	1,25%	0,02	4,07%	0,62	4,5%	7,58	1,00%	0,02	3,21%
50%	50%	1,00	0,72	6,3%	3,66	1,75%	0,03	4,14%	0,73	5,0%	5,50	1,10%	0,02	3,19%
60%	40%	1,50	0,88	7,3%	2,81	2,25%	0,03	4,27%	0,88	5,8%	4,20	1,75%	0,02	3,36%
70%	30%	2,33	1,14	9,0%	2,23	4,25%	0,04	5,04%	1,14	7,1%	3,32	1,75%	0,02	3,36%
80%	20%	4,00	1,66	12,3%	1,82	5,50%	0,05	5,70%	1,66	9,8%	2,69	2,25%	0,03	3,58%
90%	10%	9,00	3,21	22,2%	1,51	6,50%	0,06	6,37%	3,23	17,8%	2,23	4,25%	0,04	4,62%

Kapitalstruktur			2015					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,41	3,0%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,45	3,2%	35,27	0,75%	0,01	2,94%
20%	80%	0,25	0,49	3,4%	15,33	0,75%	0,01	2,90%
30%	70%	0,43	0,55	3,7%	9,04	0,75%	0,01	2,86%
40%	60%	0,67	0,63	4,1%	6,08	1,10%	0,01	2,90%
50%	50%	1,00	0,73	4,7%	4,41	1,25%	0,01	2,93%
60%	40%	1,50	0,89	5,6%	3,36	1,75%	0,02	3,10%
70%	30%	2,33	1,15	7,0%	2,65	2,25%	0,02	3,32%
80%	20%	4,00	1,68	9,9%	2,15	4,25%	0,04	4,31%
90%	10%	9,00	3,26	18,7%	1,78	5,50%	0,05	5,13%

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	4,80%	3,60%	4,25%	3,35%	2,94%
20%	80%	0,25	4,67%	3,52%	4,15%	3,28%	2,90%
30%	70%	0,43	4,60%	3,51%	4,10%	3,22%	2,86%
40%	60%	0,67	4,63%	3,49%	4,07%	3,21%	2,90%
50%	50%	1,00	4,70%	3,58%	4,14%	3,19%	2,93%
60%	40%	1,50	5,33%	4,06%	4,27%	3,36%	3,10%
70%	30%	2,33	6,28%	5,02%	5,04%	3,36%	3,32%
80%	20%	4,00	6,92%	5,66%	5,70%	3,58%	4,31%
90%	10%	9,00	7,93%	6,41%	6,37%	4,62%	5,13%

Bilag 14.2 - Royal Unibrew

Royal Unibrew	2011	2012	2013	2014	2015
r_f	2,7%	1,4%	1,7%	1,3%	0,7%
$r_m - r_f$	5,4%	5,5%	6,4%	5,1%	5,5%
t	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,38	4,8%	-	-	-	-	0,38	3,5%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,41	4,9%	66,29	0,75%	0,03	4,63%	0,41	3,7%	34,10	0,75%	0,02	3,42%
20%	80%	0,25	0,45	5,1%	29,38	0,75%	0,03	4,50%	0,45	3,9%	15,37	0,75%	0,02	3,35%
30%	70%	0,43	0,50	5,4%	17,59	0,75%	0,03	4,38%	0,50	4,2%	9,32	0,75%	0,02	3,28%
40%	60%	0,67	0,57	5,8%	11,97	0,75%	0,03	4,25%	0,57	4,5%	6,42	1,10%	0,02	3,29%
50%	50%	1,00	0,67	6,3%	8,76	0,75%	0,03	4,12%	0,67	5,1%	4,74	1,25%	0,02	3,28%
60%	40%	1,50	0,81	7,1%	6,73	1,00%	0,03	4,08%	0,81	5,9%	3,67	1,75%	0,02	3,40%
70%	30%	2,33	1,05	8,4%	5,35	1,25%	0,03	4,06%	1,05	7,2%	2,94	2,25%	0,03	3,59%
80%	20%	4,00	1,52	10,9%	4,37	1,25%	0,03	3,96%	1,52	9,8%	2,41	3,25%	0,03	4,05%
90%	10%	9,00	2,95	18,6%	3,64	1,75%	0,03	4,12%	2,95	17,6%	2,02	4,25%	0,04	4,62%

Kapitalstruktur			2013						2014					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,38	4,1%	-	-	-	-	0,38	3,2%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,41	4,3%	124,20	0,75%	0,02	4,05%	0,41	3,4%	68,15	0,75%	0,02	3,18%
20%	80%	0,25	0,45	4,6%	52,90	0,75%	0,02	3,95%	0,45	3,6%	30,05	0,75%	0,02	3,12%
30%	70%	0,43	0,50	4,9%	30,72	0,75%	0,02	3,86%	0,50	3,9%	17,92	0,75%	0,02	3,06%
40%	60%	0,67	0,57	5,4%	20,41	0,75%	0,02	3,77%	0,57	4,2%	12,16	0,75%	0,02	3,00%
50%	50%	1,00	0,67	6,0%	14,65	0,75%	0,02	3,67%	0,67	4,7%	8,88	0,75%	0,02	2,94%
60%	40%	1,50	0,81	6,9%	11,07	0,75%	0,02	3,58%	0,81	5,4%	6,80	1,00%	0,02	2,96%
70%	30%	2,33	1,05	8,4%	8,68	0,75%	0,02	3,49%	1,05	6,7%	5,40	1,25%	0,02	3,02%
80%	20%	4,00	1,52	11,5%	7,00	1,00%	0,02	3,51%	1,53	9,1%	4,40	1,25%	0,02	2,99%
90%	10%	9,00	2,95	20,6%	5,77	1,10%	0,02	3,48%	2,97	16,5%	3,66	1,75%	0,02	3,21%

Kapitalstruktur			2015					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,38	2,8%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,41	3,0%	73,40	0,75%	0,01	2,76%
20%	80%	0,25	0,45	3,2%	32,69	0,75%	0,01	2,73%
30%	70%	0,43	0,51	3,5%	19,64	0,75%	0,01	2,69%
40%	60%	0,67	0,58	3,9%	13,41	0,75%	0,01	2,66%
50%	50%	1,00	0,67	4,4%	9,85	0,75%	0,01	2,62%
60%	40%	1,50	0,82	5,2%	7,58	1,00%	0,01	2,68%
70%	30%	2,33	1,06	6,5%	6,04	1,10%	0,01	2,70%
80%	20%	4,00	1,55	9,2%	4,93	1,25%	0,01	2,75%
90%	10%	9,00	3,00	17,2%	4,11	1,75%	0,02	3,01%

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	4,63%	3,42%	4,05%	3,18%	2,76%
20%	80%	0,25	4,50%	3,35%	3,95%	3,12%	2,73%
30%	70%	0,43	4,38%	3,28%	3,86%	3,06%	2,69%
40%	60%	0,67	4,25%	3,29%	3,77%	3,00%	2,66%
50%	50%	1,00	4,12%	3,28%	3,67%	2,94%	2,62%
60%	40%	1,50	4,08%	3,40%	3,58%	2,96%	2,68%
70%	30%	2,33	4,06%	3,59%	3,49%	3,02%	2,70%
80%	20%	4,00	3,96%	4,05%	3,51%	2,99%	2,75%
90%	10%	9,00	4,12%	4,62%	3,48%	3,21%	3,01%

Bilag 14.3 - Heineken

Heineken	2011	2012	2013	2014	2015
r_f	3,0%	1,9%	2,0%	1,5%	0,7%
$r_m - r_f$	5,5%	5,4%	6,0%	5,2%	5,9%
t	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	D/E	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC
0%	100%	0,00	0,50	5,7%	-	-	-	-	0,50	4,6%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,54	6,0%	43,04	0,75%	0,03	5,57%	0,54	4,8%	77,40	0,75%	0,02	4,47%
20%	80%	0,25	0,59	6,2%	18,48	0,75%	0,03	5,41%	0,59	5,1%	32,96	0,75%	0,02	4,36%
30%	70%	0,43	0,65	6,6%	10,80	0,75%	0,03	5,25%	0,65	5,4%	19,13	0,75%	0,02	4,25%
40%	60%	0,67	0,74	7,1%	7,21	1,00%	0,03	5,15%	0,74	5,9%	12,71	0,75%	0,02	4,14%
50%	50%	1,00	0,87	7,8%	5,19	1,25%	0,03	5,08%	0,87	6,6%	9,12	0,75%	0,02	4,04%
60%	40%	1,50	1,05	8,8%	3,94	1,75%	0,04	5,12%	1,05	7,6%	6,89	1,00%	0,02	4,01%
70%	30%	2,33	1,36	10,5%	3,10	1,75%	0,04	5,02%	1,36	9,3%	5,41	1,25%	0,02	4,02%
80%	20%	4,00	1,98	13,9%	2,50	2,25%	0,04	5,14%	1,98	12,6%	4,36	1,25%	0,02	3,94%
90%	10%	9,00	3,84	24,1%	2,07	4,25%	0,05	6,08%	3,84	22,6%	3,59	1,75%	0,03	4,11%

Kapitalstruktur			2013						2014					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,50	5,0%	-	-	-	-	0,50	4,1%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,54	5,2%	36,76	0,75%	0,02	4,85%	0,54	4,3%	51,11	0,75%	0,02	3,99%
20%	80%	0,25	0,59	5,5%	15,75	0,75%	0,02	4,73%	0,59	4,6%	21,97	0,75%	0,02	3,90%
30%	70%	0,43	0,65	5,9%	9,19	0,75%	0,02	4,61%	0,65	4,9%	12,85	0,75%	0,02	3,81%
40%	60%	0,67	0,74	6,5%	6,12	1,10%	0,02	4,57%	0,74	5,4%	8,58	0,75%	0,02	3,72%
50%	50%	1,00	0,87	7,2%	4,41	1,25%	0,02	4,51%	0,87	6,0%	6,19	1,10%	0,02	3,73%
60%	40%	1,50	1,05	8,3%	3,34	1,75%	0,03	4,59%	1,05	7,0%	4,69	1,25%	0,02	3,72%
70%	30%	2,33	1,36	10,2%	2,62	2,25%	0,03	4,72%	1,36	8,6%	3,69	1,75%	0,02	3,85%
80%	20%	4,00	1,98	13,9%	2,12	3,25%	0,04	5,14%	1,98	11,8%	2,98	2,25%	0,03	4,05%
90%	10%	9,00	3,84	25,0%	1,75	5,50%	0,06	6,30%	3,84	21,5%	2,46	3,25%	0,04	4,55%

Kapitalstruktur			2015					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,50	3,6%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,54	3,9%	50,83	0,75%	0,01	3,56%
20%	80%	0,25	0,59	4,2%	21,96	0,75%	0,01	3,50%
30%	70%	0,43	0,65	4,6%	12,88	0,75%	0,01	3,44%
40%	60%	0,67	0,74	5,1%	8,63	0,75%	0,01	3,38%
50%	50%	1,00	0,87	5,8%	6,24	1,10%	0,01	3,41%
60%	40%	1,50	1,05	6,9%	4,74	1,25%	0,01	3,42%
70%	30%	2,33	1,36	8,7%	3,73	1,75%	0,02	3,58%
80%	20%	4,00	1,98	12,4%	3,02	1,75%	0,02	3,58%
90%	10%	9,00	3,84	23,3%	2,50	2,25%	0,02	3,83%

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	5,57%	4,47%	4,85%	3,99%	3,56%
20%	80%	0,25	5,41%	4,36%	4,73%	3,90%	3,50%
30%	70%	0,43	5,25%	4,25%	4,61%	3,81%	3,44%
40%	60%	0,67	5,15%	4,14%	4,57%	3,72%	3,38%
50%	50%	1,00	5,08%	4,04%	4,51%	3,73%	3,41%
60%	40%	1,50	5,12%	4,01%	4,59%	3,72%	3,42%
70%	30%	2,33	5,02%	4,02%	4,72%	3,85%	3,58%
80%	20%	4,00	5,14%	3,94%	5,14%	4,05%	3,58%
90%	10%	9,00	6,08%	4,11%	6,30%	4,55%	3,83%

Bilag 14.4 - AB InBev

AB Inbev	2011	2012	2013	2014	2015
r_f	4,2%	3,0%	2,4%	1,7%	0,8%
$r_m - r_f$	6,4%	6,0%	6,1%	5,6%	5,5%
t	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%

Kapitalstruktur			2011							2012					
D	E	D/E	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC		Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC
0%	100%	0,00	0,50	7,4%	-	-	-	-		0,50	6,0%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,53	7,6%	34,73	0,75%	0,03	7,06%		0,53	6,2%	41,33	0,75%	0,02	5,74%
20%	80%	0,25	0,58	7,9%	14,76	0,75%	0,03	6,75%		0,58	6,5%	17,76	0,75%	0,02	5,50%
30%	70%	0,43	0,64	8,3%	8,56	0,75%	0,03	6,44%		0,64	6,8%	10,38	0,75%	0,02	5,26%
40%	60%	0,67	0,71	8,8%	5,68	1,10%	0,03	6,18%		0,71	7,3%	6,93	1,00%	0,03	5,07%
50%	50%	1,00	0,82	9,5%	4,07	1,75%	0,04	6,03%		0,82	7,9%	4,99	1,25%	0,03	4,89%
60%	40%	1,50	0,99	10,5%	3,08	1,75%	0,04	5,76%		0,99	8,9%	3,79	1,75%	0,03	4,81%
70%	30%	2,33	1,26	12,3%	2,41	3,25%	0,05	5,95%		1,26	10,6%	2,98	2,25%	0,03	4,77%
80%	20%	4,00	1,80	15,7%	1,94	5,50%	0,06	6,53%		1,80	13,8%	2,41	3,25%	0,04	4,94%
90%	10%	9,00	3,44	26,2%	1,60	6,50%	0,07	6,82%		3,44	23,6%	1,99	5,50%	0,06	5,70%

Kapitalstruktur			2013						2014					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,50	5,4%	-	-	-	-	0,50	4,5%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,53	5,6%	43,20	0,75%	0,02	5,22%	0,53	4,7%	183,78	0,75%	0,02	4,32%
20%	80%	0,25	0,58	5,9%	18,76	0,75%	0,02	5,01%	0,58	4,9%	79,82	0,75%	0,02	4,16%
30%	70%	0,43	0,64	6,3%	11,06	0,75%	0,02	4,81%	0,64	5,3%	47,04	0,75%	0,02	4,00%
40%	60%	0,67	0,71	6,8%	7,43	1,00%	0,02	4,65%	0,71	5,7%	31,61	0,75%	0,02	3,85%
50%	50%	1,00	0,82	7,4%	5,38	1,25%	0,02	4,51%	0,82	6,3%	22,91	0,75%	0,02	3,69%
60%	40%	1,50	0,99	8,4%	4,10	1,75%	0,03	4,45%	0,99	7,2%	17,45	0,75%	0,02	3,53%
70%	30%	2,33	1,26	10,1%	3,24	1,75%	0,03	4,29%	1,26	8,8%	13,77	0,75%	0,02	3,37%
80%	20%	4,00	1,80	13,4%	2,62	2,25%	0,03	4,30%	1,80	11,8%	11,16	0,75%	0,02	3,22%
90%	10%	9,00	3,44	23,4%	2,17	4,25%	0,04	4,95%	3,44	21,0%	9,24	0,75%	0,02	3,06%

Kapitalstruktur			2015					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,50	3,5%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,53	3,7%	72,76	0,75%	0,01	3,42%
20%	80%	0,25	0,58	4,0%	31,51	0,75%	0,01	3,32%
30%	70%	0,43	0,64	4,3%	18,53	0,75%	0,01	3,21%
40%	60%	0,67	0,71	4,7%	12,43	0,75%	0,01	3,11%
50%	50%	1,00	0,82	5,3%	8,99	0,75%	0,01	3,00%
60%	40%	1,50	0,99	6,2%	6,84	1,00%	0,01	2,96%
70%	30%	2,33	1,26	7,7%	5,39	1,25%	0,01	2,94%
80%	20%	4,00	1,80	10,7%	4,37	1,25%	0,01	2,86%
90%	10%	9,00	3,44	19,7%	3,61	1,75%	0,02	2,97%

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	7,06%	5,74%	5,22%	4,32%	3,42%
20%	80%	0,25	6,75%	5,50%	5,01%	4,16%	3,32%
30%	70%	0,43	6,44%	5,26%	4,81%	4,00%	3,21%
40%	60%	0,67	6,18%	5,07%	4,65%	3,85%	3,11%
50%	50%	1,00	6,03%	4,89%	4,51%	3,69%	3,00%
60%	40%	1,50	5,76%	4,81%	4,45%	3,53%	2,96%
70%	30%	2,33	5,95%	4,77%	4,29%	3,37%	2,94%
80%	20%	4,00	6,53%	4,94%	4,30%	3,22%	2,86%
90%	10%	9,00	6,82%	5,70%	4,95%	3,06%	2,97%

Bilag 14.5 - SABMiller

SABMiller	2011	2012	2013	2014	2015
r_f	3,1%	1,9%	2,4%	2,6%	1,9%
$r_m - r_f$	5,3%	5,5%	5,5%	5,1%	5,2%
t	26,0%	24,0%	23,0%	21,0%	20,0%

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	D/E	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC
0%	100%	0,00	0,47	5,6%	-	-	-	-	0,47	4,5%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,51	5,8%	27,75	0,75%	0,03	5,42%	0,51	4,7%	64,67	0,75%	0,02	4,38%
20%	80%	0,25	0,56	6,0%	12,43	0,75%	0,03	5,26%	0,56	5,0%	28,27	0,75%	0,02	4,28%
30%	70%	0,43	0,62	6,4%	7,50	1,00%	0,03	5,13%	0,62	5,3%	16,74	0,75%	0,02	4,18%
40%	60%	0,67	0,70	6,8%	5,14	1,25%	0,03	5,04%	0,71	5,8%	11,29	0,75%	0,02	4,08%
50%	50%	1,00	0,82	7,4%	3,79	1,75%	0,04	5,04%	0,82	6,4%	8,21	1,00%	0,02	4,06%
60%	40%	1,50	0,99	8,3%	2,92	2,25%	0,04	5,09%	1,00	7,4%	6,27	1,10%	0,02	4,01%
70%	30%	2,33	1,28	9,9%	2,34	3,25%	0,05	5,40%	1,30	9,0%	4,96	1,25%	0,02	3,99%
80%	20%	4,00	1,86	12,9%	1,91	5,50%	0,06	6,36%	1,89	12,3%	4,03	1,75%	0,03	4,15%
90%	10%	9,00	3,59	22,1%	1,60	6,50%	0,07	6,94%	3,67	22,1%	3,34	1,75%	0,03	4,11%

Kapitalstruktur			2013						2014					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,47	5,0%	-	-	-	-	0,47	5,0%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,51	5,2%	45,95	0,75%	0,02	4,87%	0,51	5,2%	48,45	0,75%	0,03	4,89%
20%	80%	0,25	0,56	5,5%	20,24	0,75%	0,02	4,75%	0,56	5,5%	21,40	0,75%	0,03	4,79%
30%	70%	0,43	0,62	5,8%	12,05	0,75%	0,02	4,64%	0,63	5,8%	12,78	0,75%	0,03	4,69%
40%	60%	0,67	0,71	6,3%	8,17	1,00%	0,03	4,59%	0,72	6,2%	8,68	0,75%	0,03	4,59%
50%	50%	1,00	0,83	7,0%	5,96	1,10%	0,03	4,52%	0,84	6,9%	6,34	1,10%	0,03	4,59%
60%	40%	1,50	1,01	8,0%	4,57	1,25%	0,03	4,48%	1,02	7,8%	4,86	1,25%	0,03	4,57%
70%	30%	2,33	1,31	9,6%	3,62	1,75%	0,03	4,61%	1,33	9,4%	3,86	1,75%	0,03	4,72%
80%	20%	4,00	1,91	12,9%	2,95	2,25%	0,04	4,79%	1,95	12,5%	3,15	1,75%	0,03	4,68%
90%	10%	9,00	3,72	22,8%	2,45	3,25%	0,04	5,30%	3,80	22,0%	2,62	2,25%	0,04	4,92%

Kapitalstruktur			2015					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,47	4,3%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,51	4,6%	36,60	0,75%	0,02	4,27%
20%	80%	0,25	0,56	4,8%	16,27	0,75%	0,02	4,20%
30%	70%	0,43	0,63	5,2%	9,76	0,75%	0,02	4,13%
40%	60%	0,67	0,72	5,6%	6,65	1,00%	0,02	4,12%
50%	50%	1,00	0,84	6,3%	4,88	1,25%	0,03	4,15%
60%	40%	1,50	1,03	7,3%	3,75	1,75%	0,03	4,31%
70%	30%	2,33	1,34	8,9%	2,99	2,25%	0,03	4,53%
80%	20%	4,00	1,97	12,1%	2,44	3,25%	0,04	5,06%
90%	10%	9,00	3,84	21,9%	2,03	4,25%	0,05	5,73%

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	0,11	5,42%	4,38%	4,87%	4,89%	4,27%
20%	80%	0,25	5,26%	4,28%	4,75%	4,79%	4,20%
30%	70%	0,43	5,13%	4,18%	4,64%	4,69%	4,13%
40%	60%	0,67	5,04%	4,08%	4,59%	4,59%	4,12%
50%	50%	1,00	5,04%	4,06%	4,52%	4,59%	4,15%
60%	40%	1,50	5,09%	4,01%	4,48%	4,57%	4,31%
70%	30%	2,33	5,40%	3,99%	4,61%	4,72%	4,53%
80%	20%	4,00	6,36%	4,15%	4,79%	4,68%	5,06%
90%	10%	9,00	6,94%	4,11%	5,30%	4,92%	5,73%

Bilag 14.6 - Peer-gruppe

Kapitalstruktur			WACC				
D	E	D/E	2011	2012	2013	2014	2015
10%	90%	11%	5,67%	4,50%	4,75%	4,09%	3,50%
20%	80%	25%	5,48%	4,37%	4,61%	3,99%	3,44%
30%	70%	43%	5,30%	4,24%	4,48%	3,89%	3,37%
40%	60%	67%	5,16%	4,15%	4,39%	3,79%	3,32%
50%	50%	100%	5,07%	4,07%	4,30%	3,74%	3,30%
60%	40%	150%	5,01%	4,06%	4,28%	3,70%	3,34%
70%	30%	233%	5,11%	4,09%	4,28%	3,74%	3,44%
80%	20%	400%	5,50%	4,27%	4,43%	3,73%	3,56%
90%	10%	900%	5,99%	4,64%	5,01%	3,94%	3,89%

Bilag 15 - Analyse af Orkla og Pandora

Bilag 15.1 – Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalyse for Orkla

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	46.931	34.386	31.082	30.780	31.304	33.746
Nettorentebærende gæld	9.498	6.534	2.785	9.146	7.107	8.525
Virksomhedens værdi (D+E)	56.429	40.920	33.867	39.926	38.411	42.271
Kapitalstruktur	2010	2011	2012	2013	2014	2015
D	17%	16%	8%	23%	19%	20%
E	83%	84%	92%	77%	81%	80%
D/E	0,20	0,19	0,09	0,30	0,23	0,25

NØGLETAL TIL RENTABILITETSANALYSE

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	-2.061	-3.478	2.086	1.192	2.039	3.467
Investeret kapital	56.429	40.920	33.867	39.926	38.411	42.271
Netto finansielle omkostninger efter skat	1.579	2.533	-471	-572	-604	-106
Nettorentebærende gæld	9.498	6.534	2.785	9.146	7.107	8.525
Egenkapital i alt	46.931	34.386	31.082	30.780	31.304	33.746
Egenkapital, aktionærer i Carlsberg	46.566	34.106	30.824	30.479	31.059	33.329
Egenkapital, minoritetsinteresser	365	280	258	301	245	417
Resultat efter skat i alt (koncernoverskud)	-864	-728	1.583	747	1.699	3.351
Moders andel af overskud	-917	-776	1.583	690	1.659	3.295
Minoritetsinteresser andel af overskud	53	48	0	57	40	56

ORKLA'S RENTABILITETSNØGLETAL

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Afkastningsgraden efter skat (AG)		-8,5%	6,2%	3,0%	5,3%	8,2%
Nettolånerente efter skat (NLR)		-38,8%	16,9%	6,3%	8,5%	1,2%
Egenkapitalforrentning (EKF)		-2,7%	5,2%	2,0%	4,6%	10,0%
<i>Alternativ beregning:</i>						
Spead (AG-NLR)		30,3%	-10,7%	-3,3%	-3,2%	7,0%
Finansiell gearing		0,190	0,090	0,297	0,227	0,253
Egenkapitalforrentning (EKF) = AG + (spread * finansiell gearing)		-2,7%	5,2%	2,0%	4,6%	9,96%
Egenkapitalforrentning EKF, moderselskab		-2,91%	5,24%	1,85%	4,49%	9,92%

Rentabilitetsanalyse for Pandora

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	4.315	5.411	6.038	6.462	7.032	6.139
Nettorentebærende gæld	1.481	911	-17	-714	-825	2.159
Virksomhedens værdi (D+E)	5.796	6.322	6.021	5.748	6.207	8.298

Kapitalstruktur	2010	2011	2012	2013	2014	2015
D	26%	14%	0%	-12%	-13%	26%
E	74%	86%	100%	112%	113%	74%
D/E	0,34	0,17	0,00	-0,11	-0,12	0,35

NØGLETAL TIL RENTABILITETSANALYSE

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT	1.994	1.804	1.195	2.168	3.234	4.012
Investeret kapital	5.796	6.322	6.021	5.748	6.207	8.298
Netto finansielle omkostninger efter skat	-123	233	7	53	-136	-338
Nettorentebærende gæld	1.481	911	-17	-714	-825	2.159
Egenkapital i alt	4.315	5.411	6.038	6.462	7.032	6.139
Egenkapital, aktionærer i Pandora	4.315	5.411	6.038	6.462	7.032	6.139
Egenkapital, minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0
Resultat efter skat i alt (koncernoverskud)	1.871	2.037	1.202	2.220	3.098	3.674
Moders andel af overskud	1.846	2.037	1.202	2.220	3.098	3.674
Minoritetsinteresser andel af overskud	25	0	0	0	0	0

PANDORA'S RENTABILITETSNØGLETAL

DKK mio.	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Afkastningsgraden efter skat (AG)		28,5%	19,9%	37,7%	52,1%	48,4%
Nettolånerente efter skat (NLR)		-25,6%	39,7%	7,4%	-16,5%	15,7%
Egenkapitalforrentning (EKF)		37,6%	19,9%	34,4%	44,1%	59,8%

Alternativ beregning:

Spead (AG-NLR)		54,1%	-19,9%	30,4%	68,6%	32,7%
Finansiell gearing		0,168	-0,003	-0,110	-0,117	0,352
Egenkapitalforrentning (EKF) = AG + (spread * finansiell gearing)		37,6%	19,9%	34,4%	44,1%	59,85%

Egenkapitalforrentning EKF, moderselskab		37,65%	19,91%	34,35%	44,06%	59,85%
---	--	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Bilag 15.2 – Følsomhedsanalyse af rentabilitet

Pandora

Kapitalstruktur			2011 AG = 28,5%			2012 AG = 19,9%		
D	E	FGEAR	NLR %	Spread %	EKF %	NLR %	Spread %	EKF %
0%	100%	0,0	-21,9	50,4	28,5	39,8	-20,0	19,9
10%	90%	0,1	-24,5	53,0	34,4	43,8	-23,9	17,2
20%	80%	0,3	-27,0	55,6	42,4	47,8	-27,9	12,9
30%	70%	0,4	-29,6	58,1	53,4	51,7	-31,9	6,2
40%	60%	0,7	-32,2	60,7	69,0	55,7	-35,8	-4,0
50%	50%	1,0	-34,7	63,2	91,8	59,7	-39,8	-20,0
60%	40%	1,5	-37,3	65,8	127,2	63,6	-43,8	-45,8
70%	30%	2,3	-39,8	68,4	188,1	67,6	-47,8	-91,6
80%	20%	4,0	-42,4	70,9	312,2	71,6	-51,7	-187,1
90%	10%	9,0	-45,0	73,5	689,9	75,6	-55,7	-481,5

2013 AG = 37,7%			2014 AG = 52,1%			2015 AG = 48,4%		
NLR %	Spread %	EKF %	NLR %	Spread %	EKF %	NLR %	Spread %	EKF %
8,3	29,4	37,7	-18,7	70,8	52,1	11,6	36,8	48,4
9,0	28,7	40,9	-20,3	72,4	60,1	13,2	35,2	52,3
9,7	28,0	44,7	-22,0	74,1	70,6	14,7	33,6	56,8
10,5	27,2	49,4	-23,6	75,7	84,5	16,3	32,1	62,1
11,2	26,5	55,4	-25,3	77,4	103,7	17,9	30,5	68,7
11,9	25,8	63,5	-26,9	79,0	131,1	19,4	28,9	77,3
12,7	25,0	75,3	-28,5	80,6	173,1	21,0	27,4	89,4
13,4	24,3	94,4	-30,2	82,3	244,1	22,5	25,8	108,6
14,1	23,6	131,9	-31,8	83,9	387,9	24,1	24,2	145,3
14,9	22,8	243,1	-33,5	85,6	822,4	25,7	22,7	252,4

Orkla

Kapitalstruktur			2011 AG = -8,5%			2012 AG = 6,9%		
D	E	FGEAR	NLR %	Spread %	EKF %	NLR %	Spread %	EKF %
0%	100%	0,0	-32,6	24,1	-8,7	15,5	-9,4	6,2
10%	90%	0,1	-36,5	28,0	-5,6	17,2	-11,0	5,0
20%	80%	0,3	-40,3	31,8	-0,7	18,9	-12,7	3,0
30%	70%	0,4	-44,2	35,7	6,7	20,6	-14,4	0,0
40%	60%	0,7	-48,1	39,6	17,9	22,3	-16,1	-4,6
50%	50%	1,0	-52,0	43,5	35,2	24,0	-17,8	-11,8
60%	40%	1,5	-55,8	47,3	63,3	25,7	-19,5	-23,5
70%	30%	2,3	-59,7	51,2	113,2	27,4	-21,2	-44,4
80%	20%	4,0	-63,6	55,1	218,8	29,0	-22,9	-88,8
90%	10%	9,0	-67,5	59,0	559,3	30,7	-24,6	-232,7

2013 AG = 3,0%			2014 AG = 5,3%			2015 AG = 8,2%		
NLR %	Spread %	EKF %	NLR %	Spread %	EKF %	NLR %	Spread %	EKF %
4,8	-1,8	2,9	6,9	-1,6	5,2	1,0	7,2	8,1
5,4	-2,5	2,6	7,8	-2,5	5,0	1,1	7,1	8,9
6,1	-3,1	2,1	8,6	-3,3	4,4	1,2	7,0	9,9
6,7	-3,7	1,2	9,5	-4,2	3,4	1,4	6,8	11,1
7,3	-4,3	-0,1	10,3	-5,0	1,8	1,5	6,7	12,7
7,9	-5,0	-2,3	11,2	-5,9	-0,8	1,6	6,6	14,8
8,6	-5,6	-5,9	12,0	-6,7	-5,1	1,7	6,5	18,0
9,2	-6,2	-12,3	12,9	-7,6	-13,0	1,9	6,3	23,3
9,8	-6,8	-26,0	13,7	-8,4	-29,9	2,0	6,2	34,1
10,4	-7,5	-70,9	14,6	-9,3	-84,6	2,1	6,1	68,5

Bilag 15.3 - Kreditanalyse

Kreditanalyse for Orkla

KORTSIGTET LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætningsaktiver	18.900	23.256	11.164	9.655	10.685
Kortfristet gæld	13.357	13.966	9.925	6.599	7.579
Likviditetsgrad	1,41	1,67	1,12	1,46	1,41

LANGFRISTEDE LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	34.386	31.082	30.780	31.304	33.746
Aktiver	66.396	57.686	52.115	50.112	54.238
Nettorentebærende gæld	6.534	2.785	9.146	7.107	8.525
EBIT	-5.586	3.137	2.107	2.996	4.639
Netto finansielle omkostninger (NFO)	-3.518	654	794	828	145
Solvensgrad	0,52	0,54	0,59	0,62	0,62
Finansiell gearing	0,19	0,09	0,30	0,23	0,25
Rentedækningsgrad	1,59	4,80	2,65	3,62	31,99

BEREGNING AF Z-SCORE	2011	2012	2013	2014	2015
Arbejdskapital = Omsætningsaktiver / aktiver i alt	0,28	0,40	0,21	0,19	0,20
Overført resultat / Aktiver i alt	-0,01	0,03	0,01	0,03	0,06
EBIT / Aktiver i alt	-0,08	0,05	0,04	0,06	0,09
MV af EK / Bogført værdi af forpligtelser	1,55	1,68	2,26	2,80	3,12
Omsætning / Aktiver i alt	0,91	0,50	0,62	0,58	0,60
Z-SCORE	1,89	2,21	2,38	2,74	3,08

Sandsynlighed for konkurs

Antal udestående aktier	1.020.194.465	1.011.722.749	1.012.284.074	1.016.375.397	1.017.546.189
Aktiekurs	48,69	44,24	47,61	51,72	62,90
MV af EK	49.672	44.759	48.196	52.570	63.999

Kreditanalyse for Pandora

KORTSIGTET LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Omsætningsaktiver	2.686	2.396	2.420	2.846	3.830
Kortfristet gæld	1.647	1.664	2.304	3.033	4.082
Likviditetsgrad	1,63	1,44	1,05	0,94	0,94

LANGFRISTEDE LIKVIDITETSNØGLETAL	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital	5.411	6.038	6.462	7.032	6.139
Aktiver	8.051	8.414	9.275	10.556	13.311
Nettorentebærende gæld	911	-17	-714	-825	2.159
EBIT	2.058	1.470	2.672	4.052	5.787
Netto finansielle omkostninger (NFO)	0	0	0	180	442
Solvensgrad	0,67	0,72	0,70	0,67	0,46
Finansiell gearing	0,17	0,00	-0,11	-0,12	0,35
Rentedækningsgrad	30,00	30,00	30,00	22,51	13,09

BEREGNING AF Z-SCORE	2011	2012	2013	2014	2015
Arbejdskapital = Omsætningsaktiver / aktiver i alt	0,33	0,28	0,26	0,27	0,29
Overført resultat / Aktiver i alt	0,25	0,14	0,24	0,29	0,28
EBIT / Aktiver i alt	0,26	0,17	0,29	0,38	0,43
MV af EK / Bogført værdi af forpligtelser	8,02	4,36	9,41	14,78	11,99
Omsætning / Aktiver i alt	0,83	0,79	0,97	1,13	1,26
Z-SCORE	7,24	4,52	8,22	12,00	10,62
Sandsynlighed for konkurs					

Antal udestående aktier	130.143.258	130.143.258	130.143.258	128.115.820	122.297.169
Aktiekurs	162,79	79,57	203,39	406,63	702,94
MV af EK	21.186	10.356	26.470	52.096	85.967

Bilag 15.4 - Risikoanalyse

Bilag til analyse af WACC

Orkla	2011	2012	2013	2014	2015
Kapitalstruktur					
D	16,0%	8,2%	22,9%	18,5%	20,2%
E	84%	92%	77%	81%	80%
D/E	0,19	0,09	0,30	0,23	0,25
D/V	0,16	0,08	0,23	0,19	0,20
E/V	0,84	0,92	0,77	0,81	0,80
Egenkapitalomkostninger					
r_f	3,1%	2,1%	2,6%	2,5%	1,6%
$r_m - r_f$	5,5%	5,8%	6,0%	5,8%	5,5%
t	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	27,0%
Beta relevered	0,55	0,51	0,583	0,56	0,57
r_e	0,06	0,05	0,06	0,06	0,05
Fremmedkapitalomkostninger					
ICR	1,59	4,80	2,65	3,62	31,99
r_s	4,5%	1,1%	1,6%	1,3%	0,6%
r_d	0,05	0,02	0,03	0,03	0,02
WACC	5,8%	4,8%	5,2%	5,0%	4,0%

Pandora	2011	2012	2013	2014	2015
Kapitalstruktur					
D	14%	0%	-12%	-13%	26%
E	86%	100%	112%	113%	74%
D/E	0,17	0,00	-0,11	-0,12	0,35
D/V	0,14	0,00	-0,12	-0,13	0,26
E/V	0,86	1,00	1,12	1,13	0,74
Egenkapitalomkostninger					
r_f	2,7%	1,4%	1,7%	1,3%	0,7%
$r_m - r_f$	5,4%	5,5%	6,4%	5,1%	5,5%
t	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%
Beta relevered	0,94	0,83	0,76	0,76	1,06
r_e	0,08	0,06	0,07	0,05	0,07
Fremmedkapitalomkostninger					
ICR	30,00	30,00	30,00	22,51	13,09
r_s	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
r_d	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01
WACC	6,9%	6,0%	7,2%	5,7%	5,0%

Bilag 15.5 - WACC følsomhedsanalyse

Orkla

Orkla	2011	2012	2013	2014	2015
r_f	3,1%	2,1%	2,6%	2,5%	1,6%
$r_m - r_f$	5,5%	5,8%	6,0%	5,8%	5,5%
t	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	27,0%

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	D/E	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC
0%	100%	0,00	0,48	5,7%	0,00	-	-	-	0,48	4,9%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,52	6,0%	0,00	14,00%	0,12	6,24%	0,52	5,1%	3,88	1,25%	0,02	4,77%
20%	80%	0,25	0,57	6,2%	0,00	14,00%	0,12	6,74%	0,57	5,4%	1,76	3,75%	0,04	4,91%
30%	70%	0,43	0,63	6,6%	0,00	14,00%	0,12	7,25%	0,63	5,7%	1,08	6,50%	0,06	5,36%
40%	60%	0,67	0,71	7,0%	0,00	14,00%	0,12	7,75%	0,71	6,2%	0,75	8,00%	0,07	5,83%
50%	50%	1,00	0,83	7,6%	0,00	14,00%	0,12	8,25%	0,83	6,9%	0,56	10,50%	0,09	6,71%
60%	40%	1,50	1,00	8,6%	0,00	14,00%	0,12	8,75%	1,00	7,9%	0,43	10,50%	0,09	7,08%
70%	30%	2,33	1,29	10,2%	0,00	14,00%	0,12	9,26%	1,29	9,6%	0,35	10,50%	0,09	7,44%
80%	20%	4,00	1,86	13,3%	0,00	14,00%	0,12	9,76%	1,86	12,9%	0,29	10,50%	0,09	7,81%
90%	10%	9,00	3,59	22,8%	0,00	14,00%	0,12	10,26%	3,59	22,9%	0,24	10,50%	0,09	8,17%

Kapitalstruktur			2013						2014					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,48	5,5%	-	-	-	-	0,48	5,3%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,52	5,7%	6,98	0,80%	0,02	5,32%	0,52	5,5%	7,32	0,80%	0,02	5,13%
20%	80%	0,25	0,57	6,0%	3,13	1,25%	0,03	5,20%	0,57	5,8%	3,30	1,25%	0,03	5,02%
30%	70%	0,43	0,63	6,4%	1,89	3,75%	0,05	5,45%	0,63	6,1%	2,00	3,00%	0,04	5,16%
40%	60%	0,67	0,71	6,9%	1,30	5,50%	0,06	5,80%	0,71	6,6%	1,38	5,50%	0,06	5,63%
50%	50%	1,00	0,83	7,6%	0,96	6,50%	0,07	6,14%	0,83	7,3%	1,02	6,50%	0,06	5,98%
60%	40%	1,50	1,00	8,6%	0,74	8,00%	0,08	6,73%	1,00	8,3%	0,79	8,00%	0,08	6,58%
70%	30%	2,33	1,29	10,3%	0,59	10,50%	0,09	7,85%	1,29	10,0%	0,63	10,50%	0,09	7,71%
80%	20%	4,00	1,86	13,8%	0,48	10,50%	0,09	8,19%	1,86	13,3%	0,52	10,50%	0,09	8,05%
90%	10%	9,00	3,59	24,1%	0,40	10,50%	0,09	8,53%	3,59	23,3%	0,43	10,50%	0,09	8,40%

Kapitalstruktur			2015					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,48	4,2%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,52	4,5%	71,82	0,60%	0,02	4,13%
20%	80%	0,25	0,57	4,7%	32,31	0,60%	0,02	4,01%
30%	70%	0,43	0,63	5,1%	19,58	0,60%	0,02	3,90%
40%	60%	0,67	0,71	5,5%	13,46	0,60%	0,02	3,78%
50%	50%	1,00	0,83	6,2%	9,94	0,60%	0,02	3,67%
60%	40%	1,50	1,01	7,1%	7,69	0,80%	0,02	3,62%
70%	30%	2,33	1,30	8,7%	6,15	1,00%	0,02	3,59%
80%	20%	4,00	1,88	11,9%	5,05	1,10%	0,02	3,54%
90%	10%	9,00	3,63	21,6%	4,22	1,25%	0,02	3,53%

Pandora

Pandora	2011	2012	2013	2014	2015
r_f	2,7%	1,4%	1,7%	1,3%	0,7%
$r_m - r_f$	5,4%	5,5%	6,4%	5,1%	5,5%
t	25,0%	25,0%	25,0%	24,5%	23,5%

Kapitalstruktur			2011						2012					
D	E	D/E	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC	Beta	r_e	ICR	r_s	r_d	WACC
0%	100%	0,00	0,83	7,2%	30	-	-	-	0,83	6,0%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,90	7,6%	30	0,60%	0,02	7,00%	0,90	6,4%	4,18	1,25%	0,02	5,87%
20%	80%	0,25	0,99	8,0%	30	0,60%	0,02	6,80%	0,99	6,8%	1,92	3,75%	0,04	6,05%
30%	70%	0,43	1,10	8,6%	30	0,60%	0,02	6,60%	1,10	7,4%	1,18	6,50%	0,06	6,55%
40%	60%	0,67	1,25	9,4%	30	0,60%	0,02	6,41%	1,25	8,3%	0,82	6,50%	0,06	6,74%
50%	50%	1,00	1,46	10,6%	30	0,60%	0,02	6,21%	1,46	9,4%	0,61	10,50%	0,09	8,05%
60%	40%	1,50	1,77	12,2%	30	0,60%	0,02	6,01%	1,77	11,1%	0,48	10,50%	0,09	8,47%
70%	30%	2,33	2,29	15,1%	30	0,60%	0,02	5,82%	2,29	14,0%	0,39	10,50%	0,09	8,88%
80%	20%	4,00	3,33	20,7%	30	0,60%	0,02	5,62%	3,33	19,7%	0,32	10,50%	0,09	9,30%
90%	10%	9,00	6,45	37,5%	30	0,60%	0,02	5,42%	6,45	36,9%	0,27	10,50%	0,09	9,71%

Kapitalstruktur			2013						2014					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,83	7,0%	-	-	-	-	0,83	5,5%	22,51	-	-	-
10%	90%	0,11	0,90	7,5%	38,73	0,60%	0,02	6,85%	0,90	5,9%	22,51	0,60%	0,01	5,42%
20%	80%	0,25	0,99	8,0%	17,90	0,60%	0,02	6,68%	0,99	6,3%	22,51	0,60%	0,01	5,29%
30%	70%	0,43	1,10	8,7%	11,10	0,60%	0,02	6,50%	1,10	6,9%	22,51	0,60%	0,01	5,17%
40%	60%	0,67	1,25	9,7%	7,78	0,80%	0,02	6,37%	1,25	7,7%	22,51	0,60%	0,01	5,04%
50%	50%	1,00	1,46	11,0%	5,84	1,00%	0,02	6,27%	1,46	8,7%	22,51	0,60%	0,01	4,91%
60%	40%	1,50	1,77	13,0%	4,58	1,10%	0,02	6,15%	1,77	10,3%	22,51	0,60%	0,01	4,79%
70%	30%	2,33	2,29	16,3%	3,71	1,25%	0,02	6,06%	2,30	13,0%	22,51	0,60%	0,01	4,66%
80%	20%	4,00	3,33	23,0%	3,08	1,25%	0,02	5,93%	3,34	18,4%	22,51	0,60%	0,01	4,54%
90%	10%	9,00	6,45	43,0%	2,60	1,60%	0,02	5,97%	6,48	34,4%	22,51	0,60%	0,01	4,41%

Kapitalstruktur			2015					
D	E	D/E	Beta	r _e	ICR	r _s	r _d	WACC
0%	100%	0,00	0,83	5,3%	-	-	-	-
10%	90%	0,11	0,90	5,7%	40,56	0,60%	0,01	5,17%
20%	80%	0,25	0,99	6,2%	18,12	0,60%	0,01	5,07%
30%	70%	0,43	1,10	6,8%	10,92	0,60%	0,01	4,97%
40%	60%	0,67	1,26	7,6%	7,47	0,80%	0,01	4,92%
50%	50%	1,00	1,47	8,8%	5,50	1,00%	0,01	4,88%
60%	40%	1,50	1,79	10,5%	4,24	1,10%	0,01	4,84%
70%	30%	2,33	2,32	13,4%	3,38	1,25%	0,01	4,83%
80%	20%	4,00	3,38	19,3%	2,77	1,60%	0,02	4,93%
90%	10%	9,00	6,56	36,8%	2,31	2,50%	0,02	5,36%

Bilag 16 – Optimal kapitalstruktur (Orkla og Pandora)

Orkla

Optimal kapitalstruktur - Orkla år 2011

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	-	-	-	0,00	D	3,14	6,24%
20%	80%	0,25	-	-	-	0,00	D	2,61	6,74%
30%	70%	0,43	-	-	-	0,00	D	2,25	7,25%
40%	60%	0,67	-	-	-	0,00	D	1,99	7,75%
50%	50%	1,00	-	-	-	0,00	D	1,79	8,25%
60%	40%	1,50	-	-	-	0,00	D	1,64	8,75%
70%	30%	2,33	-	-	-	0,00	D	1,51	9,26%
80%	20%	4,00	-	-	-	0,00	D	1,41	9,76%
90%	10%	9,00	-	-	-	0,00	D	1,32	10,26%

Optimal kapitalstruktur - Orkla år 2012

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	17,2%	-11,0%	5,0%	3,88	A-	3,40	4,77%
20%	80%	0,25	18,9%	-12,7%	3,0%	1,76	B+	2,89	4,91%
30%	70%	0,43	20,6%	-14,4%	0,0%	1,08	CCC	2,53	5,36%
40%	60%	0,67	22,3%	-16,1%	-4,6%	0,75	CC	2,26	5,83%
50%	50%	1,00	24,0%	-17,8%	-11,8%	0,56	C	2,06	6,71%
60%	40%	1,50	25,7%	-19,5%	-23,5%	0,43	C	1,90	7,08%
70%	30%	2,33	27,4%	-21,2%	-44,4%	0,35	C	1,77	7,44%
80%	20%	4,00	29,0%	-22,9%	-88,8%	0,29	C	1,66	7,81%
90%	10%	9,00	30,7%	-24,6%	-232,7%	0,24	C	1,57	8,17%

Optimal kapitalstruktur - Orkla år 2013

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	
10%	90%	0,11	5,4%	-2,5%	2,6%	6,98	AA	3,92	5,32%
20%	80%	0,25	6,1%	-3,1%	2,1%	3,13	A-	3,01	5,20%
30%	70%	0,43	6,7%	-3,7%	1,2%	1,89	B+	2,46	5,45%
40%	60%	0,67	7,3%	-4,3%	-0,1%	1,30	B-	2,08	5,80%
50%	50%	1,00	7,9%	-5,0%	-2,3%	0,96	CCC	1,81	6,14%
60%	40%	1,50	8,6%	-5,6%	-5,9%	0,74	CC	1,60	6,73%
70%	30%	2,33	9,2%	-6,2%	-12,3%	0,59	C	1,44	7,85%
80%	20%	4,00	9,8%	-6,8%	-26,0%	0,48	C	1,31	8,19%
90%	10%	9,00	10,4%	-7,5%	-70,9%	0,40	C	1,20	8,53%

Optimal kapitalstruktur - Orkla år 2014

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	
10%	90%	0,11	7,8%	-2,5%	5,0%	7,32	AA	4,56	5,13%
20%	80%	0,25	8,6%	-3,3%	4,4%	3,30	A-	3,39	5,02%
30%	70%	0,43	9,5%	-4,2%	3,4%	2,00	BB	2,70	5,16%
40%	60%	0,67	10,3%	-5,0%	1,8%	1,38	B-	2,24	5,63%
50%	50%	1,00	11,2%	-5,9%	-0,8%	1,02	CCC	1,91	5,98%
60%	40%	1,50	12,0%	-6,7%	-5,1%	0,79	CC	1,66	6,58%
70%	30%	2,33	12,9%	-7,6%	-13,0%	0,63	C	1,47	7,71%
80%	20%	4,00	13,7%	-8,4%	-29,9%	0,52	C	1,31	8,05%
90%	10%	9,00	14,6%	-9,3%	-84,6%	0,43	C	1,19	8,40%

Optimal kapitalstruktur - Orkla år 2015

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	1,1%	7,1%	8,9%	71,82	AAA	4,80	4,13%
20%	80%	0,25	1,2%	7,0%	9,9%	32,31	AAA	3,63	4,01%
30%	70%	0,43	1,4%	6,8%	11,1%	19,58	AAA	2,91	3,90%
40%	60%	0,67	1,5%	6,7%	12,7%	13,46	AAA	2,43	3,78%
50%	50%	1,00	1,6%	6,6%	14,8%	9,94	AAA	2,08	3,67%
60%	40%	1,50	1,7%	6,5%	18,0%	7,69	AA	1,82	3,62%
70%	30%	2,33	1,9%	6,3%	23,3%	6,15	A+	1,62	3,59%
80%	20%	4,00	2,0%	6,2%	34,1%	5,05	A-	1,45	3,54%
90%	10%	9,00	2,1%	6,1%	68,5%	4,22	A-	1,32	3,53%

Pandora

Optimal kapitalstruktur - Pandora år 2011

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	-	-	-	30	AAA	9,25	7,00%
20%	80%	0,25	-	-	-	30	AAA	6,94	6,80%
30%	70%	0,43	-	-	-	30	AAA	5,49	6,60%
40%	60%	0,67	-	-	-	30	AAA	4,50	6,41%
50%	50%	1,00	-	-	-	30	AAA	3,78	6,21%
60%	40%	1,50	-	-	-	30	AAA	3,23	6,01%
70%	30%	2,33	-	-	-	30	AAA	2,80	5,82%
80%	20%	4,00	-	-	-	30	AAA	2,46	5,62%
90%	10%	9,00	-	-	-	30	AAA	2,17	5,42%

Optimal kapitalstruktur - Pandora år 2012

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	
10%	90%	0,11	43,8%	-23,9%	17,2%	4,18	A-	5,04	5,87%
20%	80%	0,25	47,8%	-27,9%	12,9%	1,92	B+	3,96	6,05%
30%	70%	0,43	51,7%	-31,9%	6,2%	1,18	B+	3,28	6,55%
40%	60%	0,67	55,7%	-35,8%	-4,0%	0,82	CCC	2,80	6,74%
50%	50%	1,00	59,7%	-39,8%	-20,0%	0,61	C	2,45	8,05%
60%	40%	1,50	63,6%	-43,8%	-45,8%	0,48	C	2,18	8,47%
70%	30%	2,33	67,6%	-47,8%	-91,6%	0,39	C	1,97	8,88%
80%	20%	4,00	71,6%	-51,7%	-187,1%	0,32	C	1,80	9,30%
90%	10%	9,00	75,6%	-55,7%	-481,5%	0,27	C	1,66	9,71%

Optimal kapitalstruktur - Pandora år 2013

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	
10%	90%	0,11	9,0%	28,7%	40,9%	38,73	AAA	8,85	6,85%
20%	80%	0,25	9,7%	28,0%	44,7%	17,90	AAA	7,05	6,68%
30%	70%	0,43	10,5%	27,2%	49,4%	11,10	AAA	5,80	6,50%
40%	60%	0,67	11,2%	26,5%	55,4%	7,78	AA	4,88	6,37%
50%	50%	1,00	11,9%	25,8%	63,5%	5,84	A+	4,17	6,27%
60%	40%	1,50	12,7%	25,0%	75,3%	4,58	A	3,61	6,15%
70%	30%	2,33	13,4%	24,3%	94,4%	3,71	A-	3,16	6,06%
80%	20%	4,00	14,1%	23,6%	131,9%	3,08	A-	2,78	5,93%
90%	10%	9,00	14,9%	22,8%	243,1%	2,60	BBB	2,46	5,97%

Optimal kapitalstruktur - Pandora år 2014

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	-	-	-	22,51	AAA	13,31	5,42%
20%	80%	0,25	-	-	-	22,51	AAA	10,72	5,29%
30%	70%	0,43	-	-	-	22,51	AAA	8,85	5,17%
40%	60%	0,67	-	-	-	22,51	AAA	7,44	5,04%
50%	50%	1,00	-	-	-	22,51	AAA	6,33	4,91%
60%	40%	1,50	-	-	-	22,51	AAA	5,44	4,79%
70%	30%	2,33	-	-	-	22,51	AAA	4,70	4,66%
80%	20%	4,00	-	-	-	22,51	AAA	4,09	4,54%
90%	10%	9,00	-	-	-	22,51	AAA	3,57	4,41%

Optimal kapitalstruktur - Pandora år 2015

D	E	D/E	Rentabilitet			Kredit			Risiko
			NLR	Spread	EKF	Rentedækningsgrad	Kredit rating	Z-score	WACC
10%	90%	0,11	13,2%	35,2%	52,3%	40,56	AAA	20,52	5,17%
20%	80%	0,25	14,7%	33,6%	56,8%	18,12	AAA	16,70	5,07%
30%	70%	0,43	16,3%	32,1%	62,1%	10,92	AAA	14,02	4,97%
40%	60%	0,67	17,9%	30,5%	68,7%	7,47	AA	12,03	4,92%
50%	50%	1,00	19,4%	28,9%	77,3%	5,50	A+	10,49	4,88%
60%	40%	1,50	21,0%	27,4%	89,4%	4,24	A-	9,27	4,84%
70%	30%	2,33	22,5%	25,8%	108,6%	3,38	A-	8,28	4,83%
80%	20%	4,00	24,1%	24,2%	145,3%	2,77	BBB	7,46	4,93%
90%	10%	9,00	25,7%	22,7%	252,4%	2,31	BB+	6,77	5,36%