Kommentarer til rentabiliteten:

**Afkastningsgraden (AG):**

Afkastningsgraden i Carlsberg ligger i 2014 på 6,9% hvilket er et tilfredsstillende niveau sammenlignet med afkastningsgraden for andre danske virksomheder\* som ligger på 5,4%. Afkastningsgraden er i perioden faldet med 32%. Udviklingen skyldes primært et fald i overskudsgraden på 2,2%.

Sammenlignet med den risikofri rente på en dansk 10 årig statsobligation som ligger på 1,8% er der et risikotillæg på 5,2%. Kravet om at forrente den investerede kapital til markedsrenten, må dermed ses som opfyldt.

**Overskudsgraden (OG):**

Overskudsgraden er "hovednøgletal" for indtjeningsevnen. Niveauet for overskudsgraden ligger i 2014 på 15,6% dvs. Carlsberg tjener 15,6 kr. i resultat før renter

pr. 100 kroners nettoomsætning. Ved benchmarking med andre danske virksomheder\* bør overskudsgraden ligge på 6,0%. Niveauet er dermed tilfredsstillende.

Udviklingen i overskudsgraden er negativ med et fald på 2,2%.

**Aktivernes omsætningshastighed (AOH):**

Carlsberg omsætter i 2014 sine aktiver 0,45 gange Niveauet bør ligge på 0,89 gange ifølge andre danske virksomheder\*. Niveauet må derfor betegnes som utilfredsstillende. AOH har i perioden udviklet sig positivt hvilket har bidraget til at forbedre den samlede rentabilitet (AG). I alt er stigningen i AOH på 0,1% i perioden.

**Egenkapitalens forrentning (EKF), gældsrenten, gearing og soliditet:**

Niveauet for EKF ligger på 12,7% sammenlignet med andre danske virksomheder\* som i gennemsnit ligger på 9,6% er dette tilfredsstillende. Gældsrenten ligger i 2014 på 2,5%

hvilket er under afkastningsgraden dvs. Carlsberg tjener på fremmedkapitalen.

Rentemarginalen (AG - gældsrenten) er på ca. 4,5%. Carlsberg har gearet deres egenkapital 1,3 gange i 2014. Soliditeten er på 44%. Dette ligger over normtallet for andre danske virksomheder\* som ligger på ca. 33%

Da egenkapitalens forrentning på 12,7% kan udregnes som 6,9% +(4,5% \* 1,3 gange) (Formel = AG + (rentemarginal\*gearing)) fremgår det klart, at når rentemarginalen er positiv, tjenes der penge på gearingen. Reglen må derfor være at jo større gearing jo højere forrentning af egenkapitalen. Det bedes bemærket, at hvis gearingen forøges, stiger den finansielle risiko og kreditværdigheden forringes.

Årsagen til stigningen i forrentningen af egenkapitalen i Carlsberg fra 11,0% til 12,7%

skyldes primært stigningen i gearingen på 19%.

**Indtjeningsevnen:**

Overskudsgraden er i perioden faldet fra 15,9% til 15,6%.

Omsætningen/salget er faldet med 4% i perioden. Produktionsomkostninger er steget med 3% i perioden. Dette bevirker at Bruttoavanceprocenten er faldet fra 50% til 49% hvilket medfører at de variable omkostninger påvirker indtjeningsevnen i negativ retning.

Nulpunktsomsætningen er faldet og ligger nu på kr. 45.771.838.709. Sikkerhedsmargen er på 29% dvs. hvis omsætningen falder med 29% har Carlsberg "nul i overskud/resultat før renter." Bruttofortjenesten er faldet samlet med 1.529.000.000 over de 3 år.

**Kommentarer til de faste omkostninger:**

Salgs og distributionsomkostninger er faldet med 5% hvilket har forbedret indtjeningen.

Administrationsomkostninger er steget med 11% hvilket har forringet indtjeningen med ca. 448.000.000, den største stigning i de faste omkostninger, så det bør Carlsberg have fokus på.

**Kapitaltilpasningen:**

"Hovednøgletallet" for kapitaltilpasningen er AOH. AOH er i perioden steget med 0,1%.

Niveauet ligger på 0,4 gange. Hvilket må betegnes som utilfredsstillende. Carlsberg bør øge deres effektivitet ved enten at minimere aktiverne eller få omsætningen til at stige.

Varelagerets omsætningshastighed (VLOH):

VLOH er faldet fra 7,6 gange til 7,2 gange. Det vil sige at varerne ligger

længere tid på lager. Lagerdagene er steget og ligger nu på 50 dage. Carlsberg’s vareforbrug er 3% mindre, samtidig er lageret blevet 3% større

Dette har forringet lageromsætningshastigheden og dermed AOH og likviditeten alt andet lige.

Varedebitorernes omsætningshastighed (VDOH):

Kredittiden til kunderne er faldet fra 134 dage til 130 dage. Dette har

forbedret likviditeten samt aktivernes omsætningshastighed.

Varekreditorernes omsætningshastighed (VKOH):

Kredittiden fra leverandørerne er steget fra 97 dage til 109 dage.

Alt andet lige har dette medført at likviditeten og aktivernes omsætningshastighed er steget.

Likviditeten:

Likviditetsgrad II er forringet gennem perioden og ligger nu på 66. Niveauet er

utilfredsstillende. Likviditetsgraden bør ligge på ca. 100 - 150.

**Konklusionen:**

Rentabiliteten har i perioden udviklet sig negativt idet AG er faldet med 32%.

Udviklingen skyldes primært et fald i indtjeningsevnen.

Niveauet for rentabiliteten er tilfredsstillende sammenlignet med andre danske virksomheder\* Niveauet for indtjeningsevnen er tilfredsstillende sammenlignet med andre danske virksomheder\* Niveauet for kapitaltilpasningen er utilfredsstillende sammenlignet med andre danske virksomheder\* Niveauet for egenkapitalens forrentning er tilfredsstillende. Carlsberg tjener penge på fremmedkapitalen, idet gældsrenten ligger under afkastningsgraden.

**Børsrelaterede nøgletal:**

EPS, Earnings Per Share er i analyse perioden faldet med 21% fra kr. 41 pr aktie til kr. 32

At niveauet for EPS er faldet, er selvfølgeligt negativt for aktionærerne alt andet lige.

P/E viser hvad man som aktionær betaler for 1 kr. overskud. I 2014 betaler aktionærerne i Carlsberg 14,8 kr. for 1 kr. i overskud. Jo højere denne værdi er, jo mindre er aktionærens forrentning. Hvis denne P/E fortsatte for altid ville forrentningen af den uendelige annuitet være

6,8% ((1 /14,8)\*100). Dette er utilfredsstillende sammenlignet med risikoen på Carlsberg aktien. Forrentningen skal ud fra risikoen (betaværdien) og forrentningen på OMX C20 ligge på 8,9%. Hvis man måler på PEG-ratio er P/E forholdet dårligere idet Carlsberg ikke har haft vækst i indtjeningen fra 2013 til 2014 faktisk er indtjeningen

faldet med 17% fra 2013 til 2014.

Børskursen er i analyse perioden samlet set faldet med 13,7%. Fra 2013 til 2014 er børskursen faldet med 20,3%. Den årlige forrentning på en aktie i Carlsberg fra 2011 til 2014 ligger på 7,46% incl. udbytte udbetalinger.

Da betaværdien for Carlsberg ligger på 0,99 burde den årlige forrentning på Carlsbergs aktie ligge på 8,9%. Forrentningen ligger dermed under kravet til forrentning, risikoen taget i betragtning.

Den indre værdi eller den regnskabsmæssige værdi ligger i 2014 på kr. 367 det vil sige at der ifølge regnskabet er en værdi pr. aktie på kr. 367.

Den regnskabsmæssige værdi ligger under børskursen, som er på 478 Dvs. K/I forholdet er over 1 nemlig 1,3. En K/I på 1,3 viser at aktionærerne betaler

30,2% over den regnskabsmæssige værdi for aktien når den købes til markedsværdi.

Carlsberg's rentedækning ligger på 5,03 i 2014 Dvs. at EBIT incl. Finansielle indtægter er 5,03 gange større end de finansielle omkostninger og at der er overskud.

Det Free Cash Flow er i analyseperioden faldet med 89% og ligger i 2014 på kr. 670.000.000. I 2012 lå det Free Cash Flow på kr. 5.897.000.000.

\* Kilde: Beregninger fra Børsen top 1000. Gennemsnit af de 100 største virksomheder i Danmark målt på omsætning.

<http://borsen.dk/vaerktoejer/top1000-listen.html>

\*\*

http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE1158&name=Novo%20Nordisk%20B