



Introduktion til
vores investering i

Carlsberg

21. februar 2025

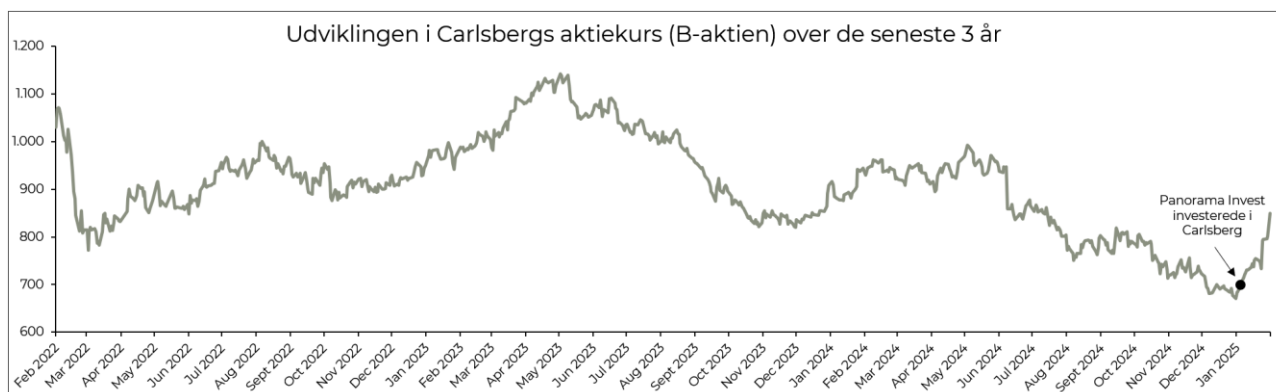
Introduktion

Dette er nummer fem i serien "Introduktion til vores investering". Vi har tidligere skrevet om [Netcompany](#), [BMW](#), [SAP](#) og [Pandora](#).

Carlsberg er et selskab vi længe har fuldt og i forbindelse med at aktien faldt fra kurs 1.100 i 2023 til under 700 i starten af 2025 (se graf nedenfor) - en periode hvor Carlsbergs omsætning, indtjening og frie pengestrømme er steget - så vi en god lejlighed til at dykke ned i selskabet og lave en dybdegående analyse. Denne type analyse har til mål at besvare to overordnede spørgsmål:

1. **Har selskabet tilstrækkelig kvalitet** til, at vi mener, vi kan estimere fremtidige frie pengestrømme og samtidig føle os trygge i at være investeret i mange år?
2. **Om selskabet er væsentligt undervurderet**, så vi kan forvente et højt fremtidigt afkast.

På baggrund af vores analyse investerede Panorama Invest i slutningen af januar 2025 i Carlsberg.



Målet med denne tekst er at give et læsevenligt indblik i hovedovervejelserne fra vores interne analyse af Carlsberg. Vi håber, at beskrivelsen er med til at give et indtryk af, hvordan vi tænker investering i praksis.

Fra Valby Bakke til Global Bryggerigigant

Carlsberg blev grundlagt i 1847 af J.C. Jacobsen, en visionær brygger, der ønskede at skabe verdens bedste øl. For at fremme kvalitet og innovation etablerede han Carlsberg Laboratorium i 1875, hvor bl.a. forskeren Emil Christian Hansen udviklede metoden til at isolere ren gær – en opdagelse, der revolutionerede bryggeribranchen og sikrede ensartet ølkvalitet verden over.

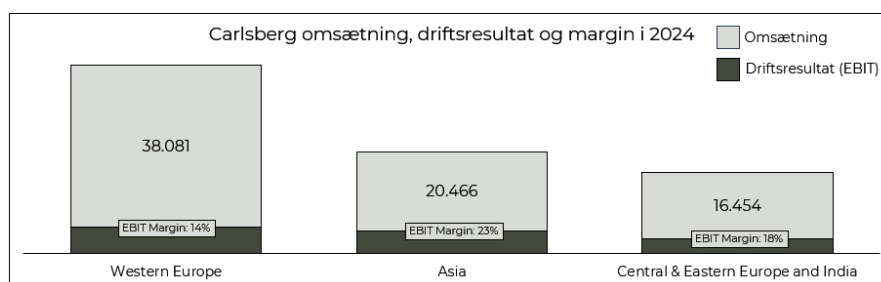
For at sikre fortsat udvikling oprettede han Carlsbergfondet som i over 150 år har finansieret banebrydende forskning inden for naturvidenskab, humaniora og bryggeriteknologi. Carlsbergs akademiske tilgang har ført til vigtige opdagelser, bl.a. pH-skalaen, som nu bruges globalt. Innovation har forblevet i centrum af Carlsberg, bl.a. med bæredygtige flasker og klimavenlige produktionsmetoder.

Carlsbergfondet sidder stadig på magten i Carlsberg, og det er på trods af at fondet kun ejer 29% af aktierne i Carlsberg A/S. Dette skyldes Carlsbergs ejerskabsstruktur med både A- og B-aktier. Carlsberg fondet sidder på størstedelen af A-aktierne, som bærer 20 stemmer relativt til B-aktierne, som kun bærer to stemmer pr. aktie. Vi mener, ejerskabsstrukturen er en fordel for Carlsberg. Det skaber rammerne for langsigtet beslutningstagen. Den største frygt ville være, hvis fondets indflydelse resulterede i mangel på risikovillighed og fleksibilitet, men det har vi ikke set nogen tegn på i nyere tid.

PANORAMA

INVEST

I 2024 solgte Carlsberg 126 millioner hektoliter drikkevarer. Ca. fire femtedele var øl, og den sidste femtedel var sodavand og andre alkoholiske drikke. Selskabet sælger drikkevarer i mere end 150 lande og har en stor portefølje af populære brands. Udover produktion og salg af egne brands såsom Carlsberg, Tuborg, Kronenbourg 1664, Grimbergen, Somersby og Brooklyn Pilsner, består en del af Carlsbergs forretning i at tappe, sælge og distribuere for Coca-Cola og PepsiCo. Hvem der samarbejdes med, afhænger af geografi. På det danske marked er det f.eks. Coca-Cola, hvis læskedrikke produceres på Fredericia Bryggeri, hvor også Carlsbergs øl brygges.



På trods af Carlsbergs globale størrelse og mange fokusområder bærer bryggeriet stadig J.C. Jacobsens oprindelige vision om kvalitet, forskning og nyskabelse.

Bryggerigigant gennem opkøb

Carlsbergs opkøb af Tuborg i 1970 markerede en væsentlig milepæl i bryggeriets historie og styrkede dets position på det globale marked. Dette opkøb blev startskuddet til en lang række strategiske opkøb, hvor Carlsberg gennem årene har udvidet sin konkurrenceevne og internationale tilstedeværelse. Nogle opkøb har vist sig at være succesfulde og har bidraget til koncernens vækst, mens andre har været mindre vellykkede og har stillet Carlsberg over for unødvendige udfordringer og værdiforringelse.

I 2008 købte Carlsberg (i samarbejde med Heineken) Scottish & Newcastle (S&N), som gav Carlsberg kontrol over en portefølje af attraktive brands inkl. Kronenbourg, som stadig viser sit potentiale med den populære premium øl 1664 Blanc - en øl, vi også fra tid til anden nyder i Panorama Invest. S&N-opkøbet gav også Carlsberg den resterende halvdel af Baltic Beverages Holding (den første halvdel havde man erhvervet i samarbejde med norske Orkla omkring årtusindeskiftet). Baltic Beverages Holdings største aktiv var ølbryggeriet Baltika Breweries. Baltika Breweries, med hovedsæde i Sankt Petersborg, var bl.a. markedsleder i Rusland. Det strategiske rationale var, at Baltika Breweries kunne hjælpe Carlsberg med at få succes på de hurtigt vækstende markeder i Østeuropa. I årene efter opkøbet blev det tydeligt, at Carlsberg betalte for meget for bryggeriet. Det levede aldrig op til forventningerne, og problemerne kulminerende for alvor i 2022 med Ruslands invasion af Ukraine. Kort tid efter invasionen annoncerede Carlsberg sit exit fra det russiske marked og satte Baltika Breweries til salg. I juli 2023 beslaglagde den russiske stat uventet bryggeriet, hvilket ledte til regnskabsmæssige nedskrivninger på 56 mia. kroner (et højere beløb end markedsværdien på Royal Unibrew, Netcompany og Bavarian Nordic tilsammen). I december 2024 blev der bundet sløjfe på det russiske mareridt da Moskva efter lange forhandlinger godkendte et salg af Baltika Breweries til en russisk virksomhed ledet af tidligere ansatte. Den aftalte pris lød på sølle 2,3 milliarder kroner.

Senest i januar 2025 købte Carlsberg britiske Britvic PLC for 37 mia. kroner. Britvic er en producent af læskedrikke, som har en stærk markedsposition i Storbritannien. Målet med opkøbet er at skabe en integreret drikkevarevirksomhed med produktions-, distributions- og salgssynergier. Opkøbet har også den fordel, at det diversificerer Carlsbergs portefølje væk fra øl, da Britvic fordobler Carlsbergs læskedriksforretning fra 15 til 30 pct. af det totale salg målt på volumen. En ting er det strategiske rationale bag opkøbet, noget andet er pris. I vores optik købte Carlsberg Britvic til en pris der virker fair, især hvis ledelsens synergiforventninger bliver indfriet.

Ølmarkedet og konkurrencesituationen

Det globale ølmarked er ca. \$650 mia. Det kan sammenlignes med markedet for læskedrikke (*soft drinks*), som er på ca. \$1.000 mia. og med andre alkoholiske drikkevarer som f.eks. vin, der er på ca. \$350 mia. og spiritus på ca. \$600 mia. Øl som kategori vækster lavt-encifret, drevet af prisstigninger og premiumisering. Mængden af øl, der drikkes, er svagt faldende.

Målt på mængden af øl, der produceres årligt, er Carlsberg nummer fire i verden med en markedsandel på ca. fem pct., kun overgået af AB InBev, Heineken og China Resources Snow Breweries. Måler man på omsætning, er Carlsberg nummer tre - kun AB InBev og Heineken er større. AB InBev er branchens klart største spiller med en omsætning, der er fem til seks gange større end Carlsbergs. Heineken er også væsentlig større end Carlsberg med en omsætning, der er ca. tre gange så høj.

Når det gælder enkelte øl-brands, vil man i toppen af de globale popularitetslister finde brands som Heineken, Corona, Budweiser, Miller Lite og Bud Light, men det, der gør ølbranchen unik i forhold til de fleste andre drikkevarer - og forbrugsgoder for den sags skyld - er, at hvis man zoomer ind på individuelle lande, vil man se meget stor variation i, hvilke øl der er mest populære. I Kina er det f.eks. Snow, der er den mest populære øl, i Irland er det Guinness, i Danmark er det Tuborg, i Frankrig er det Kronenbourg 1664, i Rusland er det Baltika, i Japan er det Asahi, i Malaysia og Singapore er det Tiger osv.

Øl er et meget emotionelt produkt. Kultur, traditioner og nostalgi spiller en stor rolle i købsadfærden. Der er en grund til, at alle de store ølbryggerier er mere end hundrede år gamle. Kronenbourg blev stiftet i 1664, Carlsberg i 1847, Miller i 1855, Heineken i 1873, Budweiser i 1876 osv.

På trods af, at Carlsberg er på en fjern tredjeplads i et konsolideret marked, mener vi, at selskabet står stærkt positioneret. Carlsbergs strategi har været at fokusere på de markeder, hvor man allerede har en stærk markedsposition og populære brands, eller hvor man kan få det vha. opkøb. Dette er bl.a. en af årsagerne til, at Carlsberg ingen forretning har i USA. Det ville være naivt for Carlsberg at tro, at de kunne vinde betydelige markedsandele på det amerikanske marked med en hurtig Super Bowl kampagne og kolde Grøn Tuborg til en god pris. På samme måde i de markeder, hvor Carlsberg er meget stærke, ville det være urealistisk at tro, at AB InBev kunne møve sig ind med Budweiser eller Corona og for alvor ændre forbrugernes præferencer, der er skabt over generationer.

Når man kigger på Carlsbergs markedsposition i deres aktive markeder, er det tydeligt, at Carlsberg står stærkt.

Carlsbergs markedsposition:

Vesteuropa	Position
Danmark	1
Sverige	2
Norge	1
Finland	1
Frankrig	2
Schweitz	1
Polen	3
Storbritannien	4
Tyskland	3
Portugal	1

Asien	Position
Kina	5 (1) *
Laos	1
Vietnam	4
Cambodia	3
Malaysia	2
Myanmar	5
Singapore	2
Hong Kong	2

* Total Kina (Vestkina)

Centraleuropa, Østeuropa og Indien	Position
Ukraine	1
Belarus	1
Kasakhstan	1
Aserbajdsjan	1
Baltikum	1-2
Italien	4
Grækenland	2
Bulgarien	1
Kroatien	3
Serbien	3
Indien	2
Nepal	1

Kilde: Carlsberg 2024 årsrapport

PANORAMA

INVEST

Vigtigere end bare at være stor er at være stor de rigtige steder. Stærke brands og en markedsdominerende position er en af årsagerne til, at vi finder Carlsberg interessant. Det leder til højere rentabilitet og mere volumen. Dette fremgår også tydeligt af Carlsbergs regnskabstal. Ser man f.eks. på bruttomarginen (gross margin), overskudsgraden (EBIT margin) eller afkast på den investerede kapital (ROIC), er Carlsberg kun overgået af AB InBev. Carlsberg har også vækstet mere end ølmarkedet over lange tidsperioder.

Ledelse og strategi

I toppen af Carlsberg finder man Jacob Aarup-Andersen, som har været CEO siden 2023. Inden han kom til Carlsberg, varetog han forskellige lederroller i Danske Bank og har senest været CEO i ISS. Resten af lederteamet består af 9 medlemmer, heriblandt CFO, Ulrica Fearn, og regionscheferne. Størstedelen af ledelsen er kommet til, efter Aarup-Andersen blev CEO. Fra det, vi har erfaret, mener vi, at Aarup-Andersen – udover at være fagligt skarp – også er god til at lytte og til at få folk med sig, og det er en stærk fællesmængde af kvaliteter.

Henrik Poulsen bestrider posten som bestyrelsesformand i Carlsberg. Med en fortid som CEO i Ørsted og nuværende bestyrelsesposter i blandt andet Novo Nordisk og A. P. Møller Holding bringer han omfattende strategisk og finansiel erfaring til Carlsberg.

Både Aarup-Andersen og Poulsen er erfarne og dygtige erhvervsledere. En risiko kan imidlertid være, hvor dyb deres indsigt er i ølbrygning og FMCG-sektoren generelt – en væsentlig faktor, når Carlsberg forfølger ambitiøse vækst mål og en aggressiv opkøbsstrategi. Succes på dette område kræver en dyb forståelse for branchen og dens dynamikker. Det bliver derfor essentielt for os at opleve, i hvilket omfang ledelsen aktivt inddrager intern og ekstern ekspertise og sikrer, at virksomhedens strategiske beslutninger er solidt forankret.

Ledelsens strategi, Accelerate SAIL, fokuserer på:

- A) At udvide premium-segmentet samt Beyond Beer-kategorien med mærker som Somersby og Garage.
- B) At investere i vækst i Asien, særligt i Kina og Vietnam, hvor de ønsker at styrke deres markedsposition.
- C) At optimere salg, værdistyring og forsyningskæden gennem digitalisering.
- D) At fremme en væstkultur ved at opfordre til innovation, kalkuleret risikotagning og talentudvikling.
- E) At opnå bæredygtighed gennem ESG-initiativet *Together Towards ZERO and Beyond*, der fokuserer på klima, vandforbrug og diversitet.

Samlet set forventer ledelsen, at strategien vil bidrage til en årlig organisk omsætningsvækst på 4 – 6 pct. over de næste år.

I vores optik giver strategien god mening. Der fokuseres på de markeder, der vækster mest, de produkter der tjenes flest penge på, samtidig med at der også er fokus på innovation, digitalisering og Carlsbergs interne kultur.

Carlsbergs vækstmuligheder

Mængden af øl, der sælges, er der som nævnt ikke meget vækst i, men på trods af det ser vi en række muligheder for, at Carlsberg alligevel kan vækste:

- A) **Efterspørgslen efter premium- og specialøl** fortsætter med at vokse, særligt i mere udviklede markeder. Forbrugere er villige til at betale en højere pris for produkter med stærke brandfortællinger, lokale rødder eller unikke smagsprofiler. Carlsberg står stærkt til at kunne udnytte denne mulighed pga. deres allerede stærke brands og store investeringer i markedsføring og innovation.
- B) **Asiatiske markeder** er fortsat blandt de mest attraktive vækstområder. Den økonomiske vækst i disse regioner øger efterspørgslen efter premiumprodukter, mens voksende middelklasser skaber øget efterspørgsel. Carlsberg står stærkt i mange af landene i regionen, så det bør bidrage positivt til væksten.
- C) **Konsolidering og opkøb.** Ølmarkedet er allerede domineret af store spillere, men vi ser stadig muligheder for værdiskabende M&A. Der er både mulighed for at slå sig sammen med andre ølbryggerier og nyde godt af klassiske skalafordele og omkostningsbesparelser, men der er også mulighed for mere kreative løsninger i relaterede produktkategorier. Dette er Britvic-opkøbet et godt eksempel på.
- D) **Udvidelse af produktporteføljen.** Kategorier som cider, alkoholfrie drikke og RTD-cocktails (ready-to-drink) oplever stigende efterspørgsel, drevet af yngre forbrugere og en øget sundhedsbevidsthed. Udviklingen af nye produktlinjer, ofte via opkøb eller partnerskaber, er en oplagt mulighed for Carlsbergs fortsatte vækst – ligesom den har bidraget med historisk.

De største risici

Selvom Carlsberg er en stærk og veletableret virksomhed, er der visse risici, som er værd at tage i betragtning.

- A) **Sundhedstrenden og alkohols skadelige effekter:** Forbrugernes sundhedsbevidsthed er stigende, og dette påvirker også synet på alkohol. Flere studier peger på potentielle helbreds-mæssige risici ved et højt alkoholforbrug, herunder øget risiko for visse sygdomme og negative sociale konsekvenser. Sundhedsmyndigheder og organisationer har intensiveret kommunikationen omkring disse emner, hvilket kan føre til ændrede forbrugsmønstre over tid. Det er et alvorligt emne, og noget vi følger tæt. Det eneste positive er, at Carlsberg er bevidst om risikoen og prøver at mindske eksponeringen til alkohol med et voksende udvalg af alkoholfrie produkter senest med opkøbet af Britvic.
- B) **Eksponering til Kina:** Kina er et vigtigt vækstmarked for Carlsberg, men som læsere af tidligere nyhedsbreve ved, er vi ikke just positive på Kina. Vi mener, Kina indebærer risici for Carlsberg i form af regulering, geopolitik og økonomisk volatilitet. Tidligere var selskabets eksponering til Rusland, et andet land vi bestemt ikke er positive på, en af de største røde flag ved en potentiel investering i Carlsberg – det er heldigvis ikke en risiko længere.
- C) **Mikrobryggerier:** Specialøl og craft beer trenden kan potentielt tage markedsandele fra de store etablerede bryggerier, men fordi skalafordele er så store i ølproduktion og markedsføring, mener vi, at risiciene mere eller mindre opvejes af potentielle opkøbsmuligheder.

PANORAMA

INVEST

- D) **Råvarepriser og forsyningskæder:** Priser på malt, humle og energi kan påvirke Carlsbergs marginer, særligt i perioder med inflation og forsyningsproblemer. På trods af prisstigninger har vi set en negativ udvikling i Carlsbergs bruttomarginer (og resten af ølbranchen) siden Coronaviruspandemien, og der er en risiko for, at det vil fortsætte med at være en modvind for selskabets rentabilitet.

Alle de nævnte risici er væsentlige og indgår som en central del af den løbende vurdering af vores investering i Carlsberg. Vi analyserer altid Carlsbergs regnskaber, konkurrenternes resultater og relevante markedsnyheder for at vurdere, hvordan risiciene påvirker vores investeringstese for selskabet. Vi forholder os kritisk til nye informationer i forhold til vores vurdering af selskabets kvalitetsniveau og til de antagelser, der ligger til grund for vores værdiansættelse af Carlsberg.

Vurdering af Carlsbergs kvalitetsniveau, herunder konkurrencefordel

Ølmarkedet og markedet for læskedrikke er kendetegnet ved relativt lav makroøkonomisk følsomhed. Herudover har stærke brands historisk set kunnet beholde deres markedspositioner og konkurrencefordele over rigtigt mange år, hvilket også har været tilfældet for bl.a. Carlsberg og Tuborg. Kombinationen af et marked med lav økonomisk følsomhed og vedvarende konkurrencefordele giver mulighed for høje stabile marginer, høje afkast på den investerede kapital og stærke pengestrømme over mange år.

Carlsbergs konkurrencefordel består af stærke brands og fine markedspositioner i mange lokale markeder samt tilstrækkelige stordriftsfordele. Forbrugernes tendens til at være brandloyale trækker styrken af konkurrencefordelen væsentligt op for os.

Carlsberg har nu igennem mere end 150 år dokumenteret evnen til at navigere gennem skiftende markedsforhold. Selskabet har formået at kombinere højere omsætningsvækst end branchen med stærk rentabilitet, hvilket afspejles i dets regnskabsmæssige nøgletal. Carlsberg har konsekvent leveret afkast på den investerede kapital (ROIC), profitmarginer og cash conversion cycles (CCC), der placerer dem blandt de bedste i branchen.

Carlsberg er også mindre finansielt gearet end mange af de andre ølbryggerier, når man ser på tal som eksempelvis nettogæld-til-EBITDA. Dog har selskabet negativ tangible equity (en negativ egenkapital når man fjerner immaterielle aktiver fra balancen), hvilket potentielt kan være et problem, hvis selskabets rentabilitet falder meget. Givet den lange historiske konkurrencefordel for øl-brands, ser vi det som meget usandsynligt, at det skulle volde dem problemer, men det er værd at tage med i vurderingen.

Ølbranchen har historisk været domineret af opkøb og konsolidering, og det forventer vi også, at fremtiden bliver. Carlsberg har tidligere haft udfordringer med deres opkøb, og vi vil være meget opmærksomme på eventuelle opkøb i fremtiden.

Samlet set vurderer vi Carlsberg til at være et selskab af relativt høj kvalitet.

Værdiansættelse

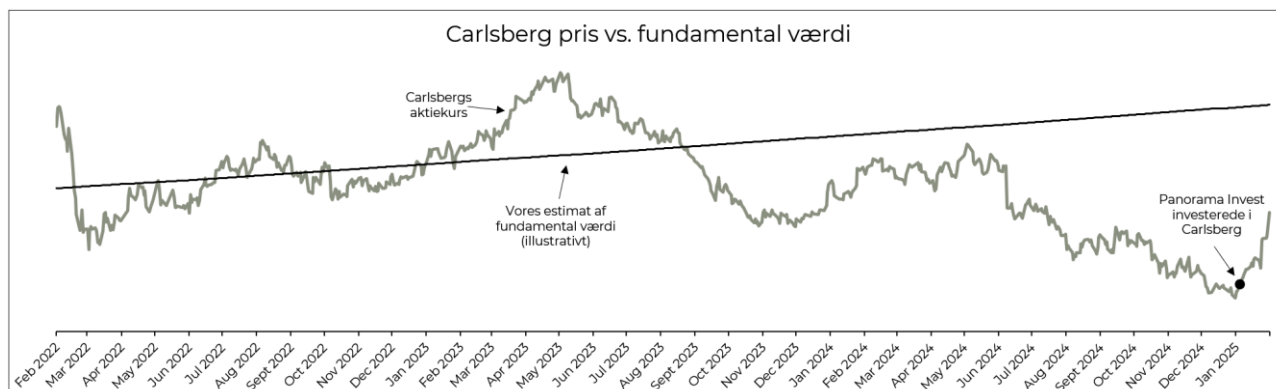
Når vi værdiansætter Carlsberg, anvender vi en pengestrømsanalyse (DCF-model) baseret på potentielle sandsynlighedsvægtede scenarier for fremtiden.

Vi vurderer forskellige niveauer af omsætningsvækst, rentabilitet og risikopåvirkning. Selv i konservative scenarier fremstår aktien undervurderet, mens de mere optimistiske scenarier blot forstærker potentialet. Kun i vores mest pessimistiske scenarier vil investeringen føre til tab. Denne asymmetri i udfald gør investeringstesen attraktiv.

PANORAMA

INVEST

Vi har prøvet at visualisere forholdet mellem Carlsbergs aktiekurs, og hvad vi estimerer den fundamentale værdi til. Værdilinen og dens historiske udvikling er vejledende og bør ikke opfattes som en præcis illustration af vores historiske syn på Carlsberg.



Konklusion

Carlsberg er en veldrevet virksomhed med stærke brands, robuste markedspositioner og en dokumenteret evne til at navigere gennem både med- og modvind. Selskabets strategi fokuserer på premiumisering, ekspansion i vækstmarkeder og diversificering af produktporteføljen – en tilgang, vi vurderer som fornuftig og værdiskabende.

Vores analyse har søgt at besvare to nøglespørgsmål:

- A) **Er Carlsberg et selskab af tilstrækkelig kvalitet til, at vi kan estimere fremtidige frie pengestrømme med rimelig præcision og tryghed over en lang tidshorisont?**
 – Svaret er ja. Carlsbergs historik, markedsstyrke og finansielle præstationer giver os en høj grad af tillid til selskabets evne til at levere solide resultater i fremtiden.
- B) **Er aktien væsentligt undervurderet, så vi kan forvente et attraktivt fremtidigt afkast?**
 – Også her er svaret ja. Selv med konservative antagelser ser vi en markant forskel mellem Carlsbergs aktiekurs og dens fundamentale værdi. Kun i de mest pessimistiske scenarier ville investeringen ikke give et positivt afkast.

Carlsbergs risici er reelle – bl.a. eksponering til Kina, sundhedstrends og råvarepriser – men på baggrund af vores scenarievægtede værdiansættelse, mener vi, at aktiekursen giver et gunstigt afkast-/risikoforhold. Med andre ord ser vi en attraktiv asymmetri, hvor nedsiden er begrænset, og opsidens betydelig.

Derfor investerede Panorama Invest i slutningen af januar 2025 i Carlsberg.

Links

Vigtige links

- [Dokument med central information \(PRIIP\)](#)
- [Prospekt](#)
- [Inden du investerer og beskatning](#)
- [Panorama Invest lovpligtige dokumenter](#)

Tidligere introduktioner til vores selskaber

- [Netcompany](#)
- [BMW](#)
- [SAP](#)
- [Pandora](#)

Andre links

- [Hjemmeside](#)
- [Detaljer om porteføljen](#)

Ansvarsfraskrivelse

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til fonden "PortfolioManager Panorama Invest KL", men yder ikke investeringsrådgivning over for private. Vi udtaler os alene som rådgivere for fonden. Læs venligst vores ansvarsfraskrivelse for flere oplysninger herom.

Dette skriv er udarbejdet af Panorama Invest ApS og er kun beregnet til informationsformål. Vi ønsker at gøre vores læsere opmærksomme på følgende:

- **Ingen investeringsrådgivning:** Dette skriv udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiell rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
- **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette skriv udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
- **Risici ved investering:** Investeringer indebærer risici, og tidligere resultater garanterer ikke fremtidige resultater. Læserne opfordres til at foretage deres egen grundige research og overveje deres risikotolerance, før de træffer investeringsbeslutninger.
- **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette skriv kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette skriv accepterer læseren ansvar for sine egne investeringsbeslutninger og forstår, at Panorama Invest ApS ikke er ansvarlig for eventuelle tab eller skader, der måtte opstå som følge af brugen af informationen heri.

Vi opfordrer alle læsere til at være opmærksomme på de finansielle risici og konsultere professionelle rådgivere, inden de træffer investeringsbeslutninger.