

Copenhagen Business School

Kandidatafhandling Cand. Merc. Aud.

Afleveret den 15. maj 2020

Udarbejdet af Dorte Kruchov Stausholm, studienummer 8899

Vejleder Alfia Kjeldsen

Anslag med mellemrum 179.250 / 74 sider

Komparativ analyse af Carlsberg A/S og Royal Unibrew A/S



Abstract

The purpose of the thesis is to prepare a comparative analysis of Carlsberg and Royal Unibrew based on a comparison of the two companies' chosen strategies for 2014-2018 to analyze the financial statements in the annual reports thoroughly. The numerical dataset will only be publicly available material, as I believe it is sufficient to cover the comparison and conclusion in the thesis. The main problem to be investigated is

- **"What strategic factors play a significant role in the economic development of Carlsberg and Royal Unibrew during the period 2014-2018?"**

For Carlsberg, it has been of significant importance that they have chosen a strategy of establishing themselves in the Russian market, which during the period financially has not had a positive effect on the company's development. They continue to maintain the strategy of being present in the market, but have no ambitions to grow through further acquisitions, but would like to return to previous years' levels.

In addition, Carlsberg's strategy of establishing in Asia has also had a significant impact during the period, as it has resulted in some major one-off costs for write-downs of brands and restructuring costs. However, it is a market that has good opportunities for growth for Carlsberg, as it is a very large market with economic potential and they are already established, but the local and political conditions in China may be a challenge for them.

Carlsberg's relatively high cost compared to Royal Unibrews is also a factor that influences the company's economic development, as they have high costs for production in particular, so that the gross profit percentage is lower.

Royal Unibrew's strategy to grow organically and continue to be a locally rooted market may seem prudent, but during the period the strategy has had a significant impact on financial results and they have achieved organic growth in sales of 9%, so it has been a significant factor for their company.

Carlsberg has undoubtedly had a significantly higher ambition to grow through acquisitions and be represented in many markets globally, where Royal Unibrew wants to be a locally rooted market and thereby chosen to grow in existing markets to a more modest extent than Carlsberg.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
Kapitel 1 -Indledning.....	4
1.1 Indledning.....	4
1.2 Problemformulering	4
1.3 Afgrænsning.....	5
1.4 Struktur i opgaven	7
Kapitel 2 - Metoder i opgaven	8
2.1 Overvejelser omkring metode.....	8
2.2 Overvejelser omkring videnskabsteori	9
2.3 Overvejelser omkring valg af teoretiske modeller	10
2.4 Kilder.....	10
2.4.1 Anvendelse af kildehenvisninger	11
2.4.2 Kildekritik	11
Kapitel 3 – Teoretiske modeller i opgaven	13
3.1 Teoretiske modeller til den strategisk analyse.....	13
3.1.1 PESTEL modellen	13
3.1.2 Porters Værdikæde.....	14
3.2 Modeller til den finansielle analyse.....	14
3.2.1 Reformulering af resultatopgørelsen	15
3.2.2 Reformulering af balancen	16
3.2.3 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	17
3.2.4 Reformulering af pengestrømsopgørelsen.....	18
3.2.5 Common-Size-Analyse	19
Kapitel 4 – Præsentation	19
4.1 Carlsberg.....	19
4.1.1 Præsentation	19
4.1.2 Strategi	21
4.2 Royal Unibrew	27
4.2.1 Præsentation	27
4.2.2 Strategi	28
Kapitel 5 - Strategisk analyse.....	32
5.1 PESTEL modellen	32
5.1.1 Politiske forhold (political) og Lovgivningsmæssige forhold (Legal)	32

5.1.2 Økonomiske forhold (economic)	34
5.1.3 Sociokulturelle forhold (social)	36
5.1.4 Teknologiske forhold (technological)	38
5.1.5 Miljømæssige forhold (ecological)	39
5.3 Porters værdikæde	41
5.3.1 Primære aktiviteter	41
5.3.2 Støtteaktiviteter	47
Kapitel 6 - Finansiell analyse.....	53
6.1 Carlsberg.....	54
6.1.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	54
6.1.2 Reformulering af resultatopgørelse	55
6.1.3 Reformulering af balance	57
6.1.4 Reformulering af pengestrømsopgørelse.....	58
6.2 Royal Unibrew	59
6.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	59
6.2.2 Reformulering af resultatopgørelse	59
6.2.3 Reformulering af balance	61
6.2.4 Reformulering af pengestrømsopgørelse.....	61
6.3 Common-Size-Analyse	62
6.3.1 Carlsberg.....	62
6.3.1.1 Resultatopgørelse.....	62
6.3.1.2 Balance	64
6.3.2 Royal Unibrew	65
6.3.2.1 Resultatopgørelse.....	65
6.3.2.2 Balance	66
6.4 Analyse af øvrige nøgletal	66
6.4.1 Carlsberg.....	66
6.4.2 Royal Unibrew	68
Kapitel 7 - Konklusion	69
Kapitel 8 - Perspektivering.....	74
Kapitel 9 - Litteraturliste.....	74
Kapitel 10 - Bilag	79

Kapitel 1 -Indledning

1.1 Indledning

Denne kandidatafhandling er en komparativ analyse af bryggerierne Carlsberg A/S herefter benævnt Carlsberg og Royal Unibrew A/S herefter benævnt Royal Unibrew og jeg har valgt at analysere årene 2014-2018, da det var de tilgængelige offentlige årsrapporter på hele tidspunktet for udarbejdelse af kandidatafhandlingen.

Formålet med den komparative analyse er, at jeg blandt andet gerne vil pege på faktorer af strategisk og økonomisk betydning for de to selskaber. Ved sammenligningen vil jeg undersøge hvilke faktorer som eventuelt har afgørende betydning for de to selskaber og hvilke forskelle der eventuelt er i faktorerne på trods af selskaberne producerer og sælger ensartede produkter.

Igennem en længere årrække er bryggeribranchens udvikling gået fra at være en lokalt forankret produktionsvirksomhed til at blive en global industri med nogle meget store aktører, der dominerer markederne. Der er også efterhånden etableret mange mikrobryggerier, som nu har overtaget rollen som det lokale forankrede mærke på markedet, mens de store veletablerede større bryggerier vokser via opkøb og forskellige strategiske alliancer.

Carlsberg er udover at være Danmarks ældste bryggeri også det største herhjemme og verdens tredje største bryggerigruppe Carlsberg (17.10.19 B) med deres mærker repræsenteret på over 150 markeder. (Carlsberg (17.10.19D))

Royal Unibrew er så det næststørste bryggeri i Danmark, men ikke særligt stort i globalt perspektiv og en forholdsvis ung virksomhed skabt via fusioner. (Royal Unibrew (17.10.19))

1.2 Problemformulering

Jeg synes det i denne afhandling er interessant at undersøge selskabernes ligheder og forskelle for blandt andet derved finde eventuelle årsager til forskellen i selskabernes strategi og den indflydelse, den har haft for den økonomiske udvikling i perioden 2014-2018.

Jeg vil derfor i denne afhandling fokusere på besvarelse af nedenstående hovedproblemformulering og underspørgsmål

- **” Hvilke strategiske faktorer har væsentlig betydning for den økonomiske udvikling af Carlsberg og Royal Unibrew i perioden 2014-2018?”**
 - Hvilke markeder har selskaberne strategisk etableret sig på?
 - I hvilken grad er selskaberne lykkedes med vækst på markederne?

- Hvordan adskiller selskabernes strategi sig fra hinanden?
- Hvordan har strategien påvirket selskaberne?
- Hvordan har selskabernes økonomiske resultater udviklet sig?

Der er stor forskel i størrelsen på Carlsberg og Royal Unibrew, hvor de begge er danske børsnoterede C25 selskaber (Nasdaqomxnordic (09.10.19) og i Danmark er Carlsberg et meget stort globalt selskab, hvor Royal Unibrew er væsentligt mindre, men i forhold til dansk målestok et stort selskab. Det vil således være en oplagt del af denne komparative analyse også at undersøge, hvorvidt det er en styrke at være stor som Carlsberg eller om det eventuelt medfører nogle udfordringer eller afgørende forskelle i de to selskaber både strategisk og økonomisk.

Der er også over flere år sket en løbende konsolidering inden for bryggeribranchen både via opkøb og strategiske alliancer udover der er etableret mange mindre specialbryggerier. Dette gør det også i denne komparative analyse at undersøge og belyse hvordan de to selskaber håndterer de konstante krav til effektivisering og en eventuel optimering af selskabernes omkostninger for at håndtere den stigende konkurrence og de krav som naturligt følger med deraf.

1.3 Afgrænsning

Af empirisk metode vil der i opgaven ikke blive indsamlet materiale via spørgeskema eller interview af selskabernes ledelse, men udelukkende anvendt offentligt tilgængeligt materiale, hvor der vil blive lavet en grundig, gennemgribende og kritisk gennemgang, da det primært vil være fra de to selskabers egen information via årsrapporter samt hjemmesider med risiko for subjektivitet.

Opgaven vil være afgrænset tidsmæssigt, da de to selskaber vil blive undersøgt i perioden 2014-2018, da jeg har vurderet, at en længere tidshorisont ikke vil bidrage med yderligere væsentlig information eller kvalitet til analysen.

I den finansielle analyse og ved udarbejdelse af nøgletal vil der ikke blive taget højde for de forskelle, som der uundgåeligt vil være i måden Royal Unibrew A/S og Carlsberg A/S aflægger deres regnskaber på. Da regnskabstallene udelukkende vil blive anvendt fra de offentligt tilgængelige årsrapporter vil der forekomme situationer, hvor det findes nødvendigt at korrigere for eventuelt støj og udarbejde udregninger, hvis jeg finder det muligt.

Jeg har startet med at reformulere alle Royal Unibrews bilag og de vil derfor danne udgangspunkt for opsætningen af de forskellige opgørelser. Derfor vil det opleves, at reformuleringen af Carlsberg bærer højere præg af en tilpasning end omvendt og nogle regnskabstermer ikke kan aflæses direkte fra deres

årsrapporter. Der er i analyseperioden kommet flere ændringer i kravene til selskabernes regnskabsaflæggelse, hvor de væsentligste er IFRS¹ 9 finansielle instrumenter, IFRS 15 omsætning samt IFRS 16 leasing, hvor de to første skal implementeres fra 1. januar 2018 og derfor er medtaget i det regnskabsår. Jeg har ikke gjort noget i forbindelse med at rense de tidligere år, men har taget de respektive tal direkte fra årsrapporterne. Da det er gjort ensartet i selskaberne opfatter jeg ikke det som misvisende.

IFRS 16 skal først implementeres fra 1. januar 2019, men Royal Unibrew har før implementeret, så det er med i årsrapporten for 2018 og Carlsberg har vurderet deres leasingaktiviteter er minimale og derfor ikke implementeret.

Da nogle af tallene i årsrapporterne efterhånden har nogle år på bagen vil den største fokus være på årsrapport 2018, da det jo selvsagt er de seneste rapporterede tal, der viser udviklingen i analysen. De øvrige år 2014-2017 vil naturligvis bidrage med dels tal til reformuleringerne og dels nødvendig information til at underbygge udviklingen med en forklaring på både strategiske valg og økonomiske resultater og via selskabernes ledelsesberetninger i årsrapporterne.

I den finansielle analyse, hvor jeg i nogle afsnit beskriver, hvor tallene er hentet vil referencen primært være fra årsrapport 2018 velvidende note rækkefølge kan have ændret sig i hvert enkelt årsrapport i perioden 2014-2018, men det vil blive ustruktureret og uoverskueligt, hvis der skulle henvises til alle tal fra hver årsrapport og det giver heller ikke mening i forhold til besvarelse af afhandlingens problemformulering. Refererer jeg direkte fra de øvrige årsrapporter er der naturligvis reference dertil. Jeg har udelukkende fokuseret på værdien til selskabernes aktionærer og derved ikke anvendt minoritetsinteressers andel i analysen og derfor rensset de forskellige beregninger for minoritetsinteresser.

Jeg vil ikke lave en analyse eller fordeling af omsætning på selskabernes produkter, da begge selskaber har et bredt produktudvalg, så de forskellige øl, læskedrikke, malt samt cider vil stort set blive behandlet samlet med få undtagelser, hvis der er behov for fremhævelse af et specifikt produkt eller det i beskrivelsen samt analysen af selskabernes produktstrategi påkræves.

Det er to store selskaber, som jeg har valgt at lave en komparativ analyse af og hvert enkelt havde haft materiale nok til en selvstændig analyse. Det vil derfor i nogle afsnit opleves, at der skrives mere om det ene selskab fremfor det andet. Det er nødvendig dels for at holde sig inden for afhandlingens officielle

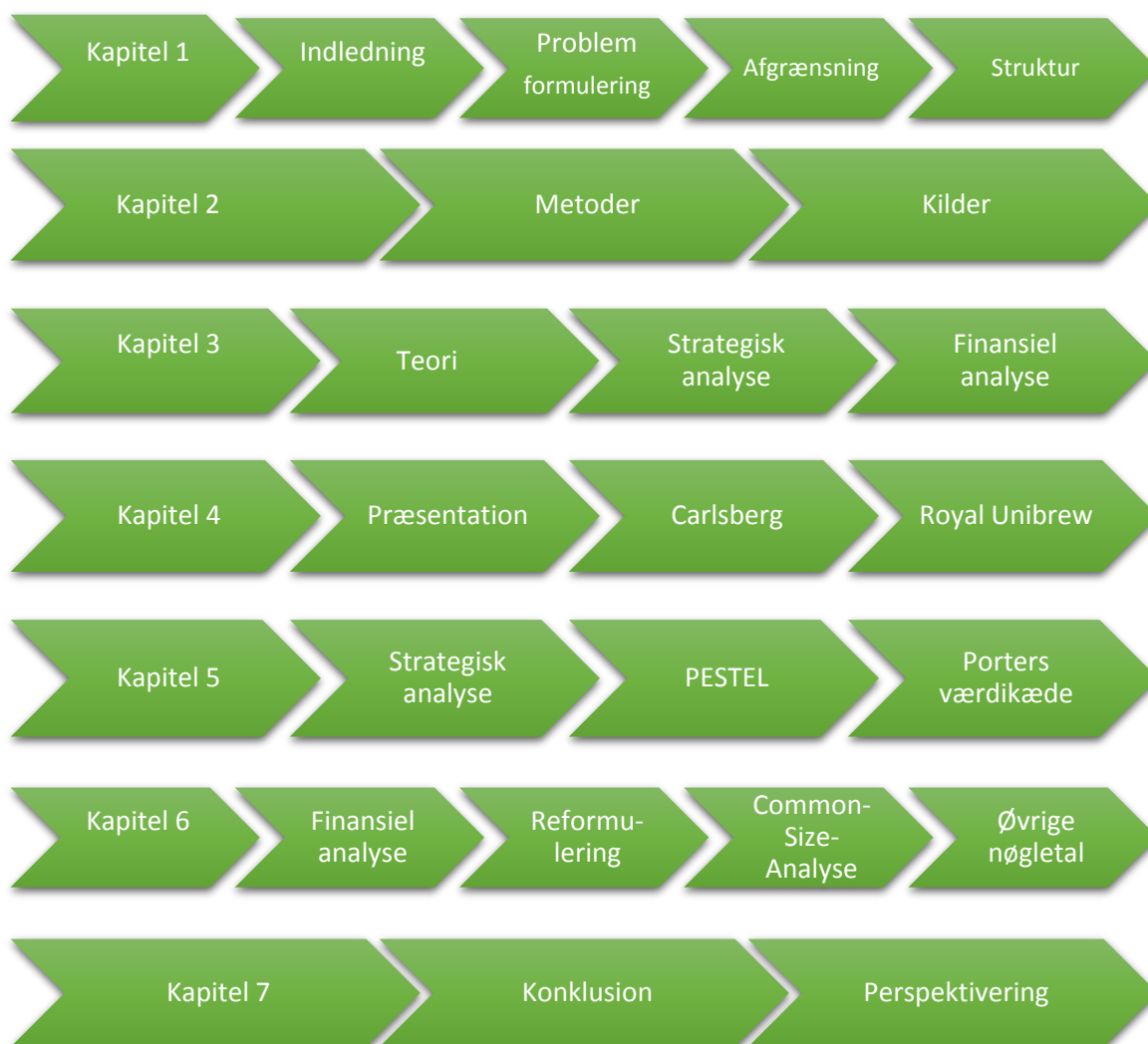
¹ International Financial Reporting Standards som alle børsnoterede selskaber i EU skal afrapportere deres koncernregnskab ud fra.

omfang og dels for at imødekomme, at der er informationer, som er lettere tilgængelige i det ene selskab end det andet selskab.

I den strategiske analyse kan jeg i den teoretiske del nævne flere eksempler end jeg vil anvende i den praktiske del hvor jeg konkret nævner eksempler baseret på cases fra Carlsberg og Royal Unibrew. Det er begrænset på grund af afhandlingens omfang ikke vil tillade at eksemplificere alle, men jeg synes alligevel de er vigtige at tage med som en del af strategi teorien for at synliggøre nogle af de faktorer som har betydning for branchen.

1.4 Struktur i opgaven

For at behandle min kandidatafhandlings problemformulering har jeg valgt at visualisere strukturen i opgaven med nedenstående figur. Dermed skulle jeg gerne have skabt et overskueligt grundlag for den røde tråd jeg gerne vil følge i afhandlingen.



Kapitel 2 - Metoder i opgaven

2.1 Overvejelser omkring metode

Afhandlingen kan have både en faglig og en videnskabelig værdi ved at der redegøres for de refleksioner, der har været i forbindelse med udarbejdelsen af det. Formålet med metodeafsnittet er blandt andet også at redegøre for de refleksioner, jeg har haft i forbindelse med udarbejdelse af afhandlingen for også at videreformidle mine overvejelser, tilvalg og fravalg.

Hensigten er at udarbejde en komparativ analyse baseret på en sammenligning af de to selskabers valgte strategier for den 5-årige periode, analysere de finansielle opgørelser i årsrapporterne og derved finde frem til de eventuelle nuancer i både forskelle og ligheder, der kan besvare den opstillede problemformulering.

Fordelen ved at udarbejde en komparativ analyse er, at der på trods af to selskaber som producerer og sælger meget ensartede produkter måske under identiske eller forskellige vilkår afhængige af de strategiske valg kan være væsentligt forskelle i deres resultater. Og det er også netop den potentielle og væsentlige nuance, der kan være interessant at belyse ved denne afhandling.

Den strategiske analyse skal gerne munde ud i, at jeg kan konkludere den valgte strategi underbygger og har indflydelse på de økonomiske resultater for selskaberne.

Formålet med at lave en regnskabsanalyse af Carlsberg og Royal Unibrew er at finde deres historiske finansielle performance i perioden 2014-2018. Regnskabsanalysen vil derfor indebære en grundig gennemgang af selskabernes årsrapporter og derved analysere resultatopgørelse, balance samt pengestrømsopgørelse for at nå frem til de finansielle værdidrivere, som har skabt de historiske resultater i perioden.

Det skal gøres ved at reformulere alle tallene i årsrapporterne og derved adskille selskabernes drifts- og investeringsaktiviteter fra finansieringsaktiviteterne for at beregne forskellige relevante, centrale nøgletal samt finde selskabernes rentabilitet, eventuel vækst i perioden 2014-2018 og naturligvis hvordan væksten er blevet skabt.

Jeg vil i samme analyse kigge på risici, selskabernes indtjeningsevne foruden evne til at formue og kapitaltilpasse deres aktiviteter.

Selskabernes evne til den vigtige værdiskabelse findes ved hjælp af analysen af driftsaktiviteterne og ved at reformulere pengestrømsopgørelsen kan jeg vurdere deres pengestrømme og derved hvordan de forstår at

skabe tilstrækkelig med likviditet til at finansiere både deres aktiviteter, investeringer og dermed den fortsatte drift.

Da de to selskaber naturligvis ikke vil udarbejde årsrapporterne helt ens vil jeg ved reformuleringen opnå et mere ensartet grundlag til analysebrug, da der således korrigeres for eventuelle regnskabsmæssige forskelligheder i aflæggelsen af årsrapporterne. (Sørensen, 2017, p. 15-16) Jeg anvender primært Sørensen O. (2017) fra p. 93 til at udarbejde den finansielle analyse og reformulering af årsrapporternes opgørelser.

2.2 Overvejelser omkring videnskabsteori

Hvordan opnår jeg at undersøge de to selskaber for det jeg gerne vil afsøge i forhold til besvarelse af problemformuleringen på en også videnskabelig tilfredsstillende måde.

Videnskabsteori er også relevant at overveje i forbindelse med afhandlingen, da videnskabsteorien ofte danner basis for ens stillingtagen og holdninger til flere aspekter og ikke kun omkring en afhandling og min besvarelse af de opsatte problemformuleringer. (Thuren, 2007, p. 10-12)

Grundlæggende søger videnskaben sandheden og er hele tiden i forandring, da der konstant kommer en ny viden at forholde sig til. Det kan derfor medføre et videnskabelig paradoks, for den viden som i går blev opfattet som sandheden kan i princippet være forkert dagen efter. (Thuren, 2007, p. 10-12)

Inden for videnskaben opereres normalvis med hermeneutik og positivisme som de to hovedretninger. (Thuren, 2007, p. 18)

Hermeneutikken arbejder mest med en humanistisk tilgang og relativistiske tankegange. (Thuren, 2007, p. 18) Den adskiller sig markant fra positivismen og vil grundlæggende gerne forstå ud fra en logisk analyse ved hjælp af indføling og empati. (Thuren, 2007, p. 106)

Den har således en mere blød tolkning og tilgang til analyser og nogle vil mene hermeneutikken er en usikker metode, men også et nødvendigt supplement til den efter nogens mening hårde positivistiske og rationalistiske tænkemåde. (Thuren, 2007, p. 116)

Positivismen arbejder mest efter at opnå en sikker fornuftig viden og har hovedsageligt sit udgangspunkt i naturvidenskaben. Som positivist vil man helst tro på den endelige og gyldige erkendelse og denne erkendelse kan kun opnås ved hjælp af to kilder. Det som der kan *iagttages* med sanser og det som kan *regnes* ud ved logik. (Thuren, 2007, p. 18-19)

Traditioner, autoriteter, spekulationer kan således ikke anvendes ifølge positivismen, men via en grundig kritisk og logisk analyse opnås de fakta som skal medvirke til, at der kan konkluderes så sikkert som muligt. (Thuren, 2007, p. 18-19)

I denne afhandling vil jeg som videnskabelig metode arbejde ud fra det positivistiske paradigme. Som udgangspunkt er der ikke skabt nogen præferencer i forhold til hvilket selskab som klarer sig bedst i de forskellige parametre og jeg ved på forhånd ikke, hvad der kan konkluderes ud fra problemformuleringen.

Jeg angriber derfor de forskellige teorier uden nogle forudindtagede fordomme eller hypoteser, bearbejder dem grundigt med det for nuværende tilgængelige offentlige materiale og er tværtimod nysgerrig på at arbejde hen imod en konklusion ved hjælp af netop en grundig, kritisk samt logisk analyse af de to selskabers årsrapporter for 2014-2018.

2.3 Overvejelser omkring valg af teoretiske modeller

Der findes masser af forskellige modeller til at analysere et selskab. Jeg har til den strategiske analyse valgt to anerkendte modeller for at måle de ikke finansielle værdidrivere i Carlsberg og Royal Unibrew. De valgte modeller måler både de interne og eksterne forhold for branchen.

Nogle af modellerne er mere optimale til at analysere selskabernes vækst og mulighed for større omsætning, men jeg vil i denne afhandling anvende dem til at se om selskaberne via deres eventuelle forskellige strategier i perioden 2014-2018 har haft større eller mindre succes og derved konkludere hvilken strategi, der har haft en potentiel væsentlig indflydelse på forskellen selskaberne imellem og den økonomiske udvikling.

I regnskabsanalysen anvender jeg flere fra de af Sørensen (2017) definerede metoder og modeller til reformulering af relevante finansielle opgørelser fra Carlsberg og Royal Unibrews officielle årsrapporter.

Jeg vil i afsnittet om teori uddybe de forskellige anvendte modeller og derunder argumentere for styrken ved anvendelsen af netop disse. Jeg har dog ikke lavet en lang teoretisk beskrivelse af modellerne til den strategiske analyse, men skrevet mere uddybende til modellerne omkring den finansielle analyse.

2.4 Kilder

Jeg har kun anvendt offentligt tilgængeligt materiale til afhandlingen i form af internetsider, bøger fra biblioteket og bøger jeg allerede havde anskaffet og anvendt i de fag, jeg tidligere har fulgt i forbindelse med Cand. Merc. Aud. studiet på CBS.

2.4.1 Anvendelse af kildehenvisninger

Ved afhandlingens kildehenvisninger vil der blive anvendt APA-modellen - American Psychological Association, som er den mest anvendte i den akademiske verden og fordres brugt af CBS. Ved anvendelse af modellen forventes det, at litteraturlisten indeholder alle de kilder, som andre kan skaffe samt der henvises til i afhandlingen. Der forventes ikke angivet kilder til baggrundslæsning eller almindelige mindre leksikon- og ordbogsopslag.

Er afsender ikke en person, men en organisation eller institution vil de som kilde være angivet som forfatter. Ved anvendelse af avisartikler uden forfatter vil titlen blive sat forrest og internet-kilder må ikke alene angives med en web-adresse, men skal tilføjes dato for hentningen/anvendelsen samt efterfulgt af web-adressen på siden. APA-modellen foreskriver, at der anvendes kildehenvisninger, når "man skylder nogen noget". Det er naturligvis ved direkte citater, en meningsbeskrivelse fra en kilde, vigtige facts og oplysninger, som ikke er så almindelige, at de blot kan findes af enhver uden kendskab til emnet.

Kildehenvisningen skal bruges præcist hvor de hører til i forhold til "at skyldes" og det vil medføre, at jeg også angiver kilde midt i en sætning, hvor det måske kan opfattes som værende forstyrrende. Forfatter, årstal og sidetal vil således blive angivet ud for de afsnit, hvori de er anvendt, selvom det for læseren ikke virker naturligt. Fodnoter vil kun blive anvendt til mindre forklaringer eller uddybninger, hvor jeg ellers vurderer det vil virke forstyrrende at medtage i selve teksten.²

2.4.2 Kildekritik

2.4.2.1 Kildekritik af de primære datakilder

De primære datakilder vil være Carlsberg og Royal Unibrews hjemmesider og offentligt tilgængelige årsrapporter for perioderne 2014-2018 samt andet offentligt tilgængeligt materiale, som er interessant til at besvare afhandlingens problemformulering.

I forbindelse med udarbejdelse af den strategiske analyse og regnskabsanalysen vil årsrapporterne absolut være det materiale som har den største udslagskraft i forhold til besvarelse af problemformuleringen og vil være en vigtig primær kilde. Alt materiale anvendt fra henholdsvis Carlsberg og Royal Unibrew betragter jeg selvfølgelig som subjektivt, da begge selskaber trods alt har en væsentlig interesse i at fremstå positivt over for deres interessenter og omverdenen generelt via informationen på deres hjemmesider og de aflagte årsrapporter.

² Oplæg af Malene Djursaa "Rigtigt håndværk om kilder og henvisninger i projekter" fra CBS og https://owl.purdue.edu/owl/research_and_citation/resources.html

Da de er børsnoteret på Nasdaq, den Nordiske børs i København (Nasdaqomxnordic 09.10.19) er de underlagt større krav til aflæggelsen af deres årsrapporter, idet de hører til kategorien af selskaber af større offentlig interesse. De aflægger derfor deres årsrapporter efter Årsregnskabslovens §7 stk. 1 pkt. 4 som klasse D-selskaber og IFRS-forordningen. (Erhvervsstyrelsen 09.10.19) og de er revideret af eksterne statsautoriserede revisorer, så jeg vælger alligevel at tillægge informationen derfra en stor informativ og analytisk værdi i forbindelse med både den strategiske og regnskabsmæssige analyse.

2.4.2.2 Kildekritik af de sekundære datakilder

Afhandlingen vil især basere sig på de primære datakilder, men jeg vil af sekundære datakilder anvende bøger, artikler samt især forskellige internetkilder, da de bidrager til de forskellige analyser med objektiv information. Jeg har især anvendt bogen Regnskabsanalyse og værdiansættelse af Ole Sørensen, hvor jeg har anvendt bogens modeller til både at foretage den strategiske analyse samt rentabilitetsanalysen. Bogen er udarbejdet med henblik på at lave en klassisk værdiansættelse af et selskab, hvilket ikke er formålet med denne afhandling, da det er en komparativ analyse.

Det kan derfor forekomme som et ensidigt valg af litteratur med et andet oprindeligt formål i forhold til værdiansættelsesmetoder, men jeg vurderer at forfatteren er ofte anvendt til at foretage disse finansielle analyser og har således udarbejdet valide, relevante og brugbare modeller, som jeg også finder brugbar til at udarbejde en komparativ analyse af Carlsberg og Royal Unibrew.

Ved de forskellige anvendte sekundære datakilder kan der være risiko for de er præget af forfatterens holdninger og fortolkninger, hvorved de forekommer subjektive. Derudover kan noget materiale være gammelt med risiko for forældelse, men jeg har været kritisk deromkring og alligevel vurderet materialet for relevant og brugbart i forhold til den konkrete situation, hvori det er anvendt.

2.4.2.3 Materialets validitet

Da årsrapporterne er revideret af statsautoriserede revisorer med et fastsat væsentlighedsniveau betragter jeg de finansielle oplysninger som valide. Det er selskabets ledelse som er ansvarlig for ledelsesberetningen jf. Årsregnskabsloven §9 stk. 3, men revisionen læser den for at overveje om den er væsentligt inkonsistent med årsregnskabet eller på anden måde indeholder fejlinformation og om ledelsesindberetningen indeholder alle krævede oplysninger i henhold til årsregnskabsloven.

Kapitel 3 – Teoretiske modeller i opgaven

3.1 Teoretiske modeller til den strategisk analyse

3.1.1 PESTEL modellen

Til at udarbejde den eksterne analyse vil jeg anvende PESTEL modellen til på makroniveau at vurdere de forhold som påvirker bryggeribranchen og dermed de to selskabers udviklingsmuligheder. Modellen anvender mange forskellige samfundsøkonomiske begreber, men jeg har i figur 3.1.1 listet de forhold som jeg mener kan påvirke inden for bryggeribranchen. Når jeg senere analyserer begreberne på selskabsniveau i Carlsberg og Royal Unibrew kan jeg struktureret vurdere, hvilke ændringer i de samfundsøkonomiske forhold, der kan have betydning for selskabernes vækstmuligheder og dermed værdiskabelse.

Politiske forhold (Political) Skatte- og afgiftspolitik Rente- og pengepolitik Internationalt samarbejde Social- og velfærdspolitik Handelsbarrierer Relation til myndighederne	Økonomiske forhold (Economic) BNP vækstrate International og national lønudvikling Renteudvikling og valutakurser Arbejdsløshed Befolkningsvækst og aldersprofil Mobilitet og geografisk spredning Konjunkturer Sæson udsving
Sociokulturelle forhold (Social) Fordeling af indkomst Værdier og holdning Livsstil og forbrugsvaner Fritid og arbejdsliv Uddannelsesniveau Demografi Mode og popularitet Loyalitet og præferencer Etik	Teknologiske forhold (Technological) Licens og patenter Produktionsteknologier Forskningsressourcer Uddannelsesinstitutioner Global kommunikation Fremstillingsmodenhed og omstillingsparat Innovationsniveau og udvikling
Miljømæssige forhold (Ecological) Miljøbeskyttelse Affaldshåndtering Energipolitik Knaphed på naturressourcer Økologi Genbrug	Lovgivningsmæssige forhold (Legal) Patentlovgivning Monopol- og kartellovgivning Arbejdsmarkedslovgivning Lokal særlovgivning med begrænsninger

Figur 3.1.1 Sørensen O. (2017) p.61-62 og egen tilvirkning

Der er ingen modeller som er udtømmende og der er fordele samt ulemper ved anvendelsen af dem alle, men jeg synes PESTEL er anvendelig og kan give et udmærket overblik over de eksterne faktorer som påvirker på en overskuelig samt tilgængelig måde.

3.1.2 Porters Værdikæde

Denne værdikæde analyse tager udgangspunkt i de faktorer, som Carlsberg og Royal Unibrew selv kan påvirke ved at analysere de interne forhold, som er afledt af de strategiske valg der er truffet i perioden i selskaberne. Det er blandt andet formålet at se om der i de interne forhold er en differentiering i værdikæden ved at være et stort selskab og et mindre selskab globalt set.

Det vil være en måling af deres interne effektivitet gennem en række af støtte funktioner, der i Porters værdikæde defineres som infrastruktur, ledelse Human Ressource Management, den teknologiske udvikling samt indkøb til værdikæden. (Sørensen, 2017, p. 80)

Ovennævnte støttefunktioner, skal grundlæggende gerne forbedre de primære aktiviteter, som i Porters værdikæde defineres som indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg samt service i selskaberne. (Sørensen, 2017, p. 80)

Via Porters værdikædeanalyse er mit formål at se om der er væsentlig forskel i de to selskabers indre effektivitet, som kan være med til at forklare eventuelle forskelle i deres strategiske og finansielle resultater. Hvor dygtige er selskaberne til at udnytte deres interne kapabilitet i form af netop ressourcer, metoder til at drive selskaberne og kompetencer. Det bør være medvirkende til at de interne ressourcer er en del af selskabets stærkeste led via en langsigtet strategi.

De interne ressourcer kan være den nødvendige kapabilitet, som giver en konkurrencemæssig fordel, skaber værdi for kunderne og dermed også for selskabet.

3.2 Modeller til den finansielle analyse

Den finansielle analyse giver systematiske oplysninger om den historiske udvikling Carlsberg og Royal Unibrew har gennemgået, hvilket er vigtigt for at forstå de tidligere valg selskaberne har truffet, da de også har relevans for fremtiden og den fortsatte drift. Den analyse forventer jeg også fortæller om selskabernes økonomiske strategier og de forskelle det kan have medført i deres økonomiske udvikling.

Der er mange også forskellige metoder til at udarbejde en finansiell analyse på og forskellige definitioner af relevante nøgletal. Jeg har primært valgt at anvende Sørensen O. (2017) metoder kombineret med de til- og fravalg, jeg synes har været nødvendigt for at besvare afhandlingens problemformulering.

Da de to selskaber ikke anvender helt de samme principper og indregningsmetoder på trods af de begge er underlagt Årsregnskabsloven og IFRS regelsæt vil det være nødvendigt at reformulere resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse samt pengestrømsopgørelse for at få så ensartet et analysegrundlag.

Driftsaktiviteten, som er de transaktioner der foretages mellem selskabet og dets kunder samt leverandører. (Sørensen, 2017, p. 21) Driftsaktiviteten er i princippet hovedaktiviteten og den mest værdiskabende aktivitet og bør også være den langvarige værdidriver for selskabet.

Finansieringsaktiviteten, som er de transaktioner som foretages mellem selskabet og dets kreditorer i kapitalmarkedet. Transaktionerne går begge veje, hvilket betyder, at der betales til og fra kreditorerne. (Sørensen, 2017, p. 21) Finansieringsaktiviteten vil være en sekundær værdidriver i forhold til driftsaktiviteten, men selvfølgelig også vigtig i forhold til at fremskaffe gæld eller egenkapital med henblik på selskabet fortsat kan finansiere driftsaktiviteten.

Da de udarbejdede årsrapporter ikke inddeler selskabernes aktiviteter, så drift og finansiering fuldstændigt kan adskilles er det nødvendigt at reformulere både resultatopgørelsen og balancen, så de enkelte poster klassificeres korrekt som henholdsvis drift- og finansieringsaktivitet og dermed analyseres hver for sig.

En del af den finansielle analyse af de to selskaber er også at benchmarke dem imod hinanden og det vil jeg gøre ved hjælp af en Common-Size-Analyse og derudover vil jeg analysere væksten i resultatopgørelse og balance.

3.2.1 Reformulering af resultatopgørelsen

Ved at reformulere den officielle resultatopgørelse findes selskabernes totalindkomst gennem en opdeling i netto driftsoverskud og netto finansielle omkostninger, som anvendes til den senere finansielle analyse i form af en rentabilitetsanalyse. (Sørensen, 2017, p. 217)

Den officielle resultatopgørelses totalindkomst er nettooverskuddet fra resultatopgørelsen og anden totalindkomst, der består af posteringer direkte på egenkapitalen. Posteringerne direkte på egenkapitalen kaldes for dirty-surplus og medfører, at resultatopgørelsens overskud ikke er fuldstændig. (Sørensen, 2017, p. 217)

Når de direkte førte egenkapitalposter inkluderes i resultatopgørelsen kan totalindkomsten beregnes på clean surplus basis eksklusive minoritetsinteresser. Som det ses i bilag 2 og 3, hvor alle poster ses for Carlsberg er de reformulerede resultatopgørelser adskilt i core driftsoverskud, som er de permanente og tilbagevendende resultatposter samt i usædvanlige poster, som er engangsposter og derved ikke

medvirkende til at selskaberne på sigt vokser. (Sørensen, 2017, p. 218) Det samme gør sig gældende med de finansielle poster, som er opdelt efter samme metode.

I årsrapporterne er der kun angivet et samlet beløb for selskabernes skat, så det er nødvendigt at lave en skatteallokering ved at dele den rapporterede skat ud på de forskellige overskud i reformuleringen, så nøgletallene kan beregnes efter skat. Metoden kan ligeledes ses i bilag 2 for Carlsberg og bilag 10 for Royal Unibrew. (Sørensen, 2017, p. 218)

3.2.1.1 Nøgletalsberegning i forbindelse med den reformulerede resultatopgørelse

Ved hjælp af den reformulerede resultatopgørelse er det muligt at beregne nøgletal som jeg vil anvende i den finansielle analyse af selskaberne.

Blandt andet vil jeg lave en analyse af indtjeningsevnen, som er selskabets evne til at skabe overskud og viser forholdet mellem indtægter og omkostninger, som fremkommer via resultatopgørelsen.

Overskudsgraden er hovedkomponenten i indtjeningsevnen og den kan deles yderligere i bruttoavanceprocent samt indeks for de faste omkostninger som ses i bilag 7 for Carlsbergs eksempel. (Foged et al, 2015, p. 266-267)

Bruttoavanceprocenten viser hvor stor en del af omsætningen, som er tilbage til at dække de faste kapacitetsomkostninger, finansielle omkostninger samt skat i selskabet efter produktionsomkostningerne er betalt. Ændringen i tallet viser derfor hvorvidt produktionen er blevet mere eller mindre udbytterigt i perioden. (Foged et al, 2015, p. 266-267)

Indekset for de faste omkostninger sker ligeledes i bilag 7 for Carlsberg og bilag 15 for Royal Unibrew, hvor jeg sammenligner indekseringen for henholdsvis omsætning, produktionsomkostninger, salgs- og distributionsomkostninger samt administrationsomkostningerne, som viser stigning eller fald i de forskellige indeks.

Overskudsgraden er også en del af beregningen af ROIC, som jeg kommer nærmere ind på i afsnit 3.2.3 om den reformulerede egenkapitalopgørelse.

Ved hjælp af indtjeningsevnen kan jeg analysere den driftsmæssige risiko i forhold til faste og variable omkostninger.

3.2.2 Reformulering af balancen

Den officielle balance reformuleres i henholdsvis kortfristede og langfristede driftsaktiver og forpligtelser samt finansielle aktiver og forpligtelser. Førstnævnte vedrører de aktiviteter som er skabt af og til driften af selskabet. For eksempel er produktionsanlæg og maskiner et langfristet materielt aktiv, som skal anvendes

til at producere selskabernes produkter. De finansielle aktiver og forpligtelser anvendes til finansiering af driften ved anskaffelse af kapital.

De kortfristede driftsaktiver fratrasket de kortfristede driftsforpligtelser er selskabets arbejdskapital, mens de langfristede driftsaktiver fratrasket de langfristede driftsforpligtelser er selskabets anlægskapital. (Sørensen, 2017, p. 204-205)

3.2.2.1 Nøgletalsberegning i forbindelse med den reformulerede balance

Ved hjælp af den reformulerede balance finder jeg selskabernes kapitaltilpasning ved blandt andet at analysere forskellige omsætningshastigheder på både aktiv og passiv siden. Begrebet kapitaltilpasning vedrører selskabernes anvendelse af deres kapital ved binding, fremskaffelse af kapital, likviditet samt soliditet.

Omsætningshastigheden er udtrykket for den enkelte aktivitets rotation i selskabet og hvor hurtigt den kapacitet bliver omdannet til omsætning. Er omsætningshastigheden eksempelvis lig med 1 er det et udtryk for at selskabet på det år skaber en omsætning som er lig med værdien af den enkelte kapacitet.

Jeg har endvidere i bilag 7 for Carlsberg og bilag 15 for Royal Unibrew indekseret de immaterielle aktiver, materielle aktiver og netto finansielle forpligtelser for se udviklingen i forhold til udviklingen i nettoomsætningen. Stiger netto omsætningen mere end de øvrige indeks er selskabet på det punkt blevet mere effektiv pr. investeret kapacitetskrone. (Foged et al, 2015, p. 269)

3.2.3 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalopgørelsen viser alle årets direkte posteringer på egenkapitalen, da ikke alle poster kan registreres direkte i resultatopgørelsen³. For at få selskabernes totalindkomst er det derfor nødvendigt at medtage posterne fra egenkapitalopgørelsen. Ud over totalindkomsten præsenterer egenkapitalopgørelsen også årets resultat og transaktioner med ejerne. (Foged et al, 2015, p. 215)

Egenkapitalopgørelsen lægger de transaktioner der vedrører aktionærernes egenkapital i selskabet sammen og ved analyse af den bliver det sikret at alle de forhold som netop interesserer aktionærerne er medtaget. (Sørensen, 2017, p. 181)

Ved reformuleringen fratrækkes selskabernes minoritetsinteresser både primo- og ultimosaldo, da de ikke er i aktionærernes interesse og jeg har afgrænset at de er en del af denne afhandling. Dernæst beregnes transaktioner med aktionærerne (ejerne) for til sidst at opgøre årets totalindkomst. (Sørensen, 2017, pp. 186,188)

³ Årsregnskabsloven §§ 31, 49 stk. 7 og 86A

Ved at opdele på den måde kan totalindkomsten som skaber værdi til aktionærerne adskilles fra bidraget fra dem i form af kapitalindskud. (Sørensen, 2017, p. 190)

3.2.3.1 Nøgletalsberegning i forbindelse med den reformulerede egenkapitalopgørelse

Egenkapitalopgørelsen kan ved reformulering anvendes til at skelne mellem væksten i egenkapital via nye investeringer eller vækst via drift af selskabet. (Sørensen, 2017, p. 195)

Nøgletallet ROE (return on Equity/Egenkapitalens forrentning) viser rentabiliteten ud fra aktionærernes synsvinkel og kan allokeres til to andre nøgletal, henholdsvis ROIC (Return on Invested Capital/Forrentning af investeret kapital) samt den finansielle gearing. (Foged et al, 2015, p. 300)

ROIC viser afkastet fra den investerede kapital i driftsaktiviteten og i nøgletalsanalysen har jeg delt den op i overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. For at beregne ROIC har jeg naturligvis også anvendt den reformulerede resultatopgørelse og balance til henholdsvis overskudsgrad og omsætningshastighederne.

Overskudsgraden er opdelt i henholdsvis Margin EBITDA, Margin EBIT samt Margin Nopat, CORE andet driftsoverskud samt usædvanlige driftsposter. Afkastet skal naturligvis helst være højest via CORE ROIC salg, hvor den normale og permanente nettoomsætning ligger.

Den finansielle gearing viser afkastet fra finansieringsaktiviteten via to yderligere opdelinger.

FGEAR som er gældens mængdeside og risikoen i balancen og viser relativ størrelse fra netto finansielle forpligtelser i forhold til egenkapital. (Foged et al, 2015, p. 300)

SPREAD som er rentemarginalen og er et udtryk for forholdet mellem afkast selskabet selv generer i forhold til hvad det koster selskabet at låne i afkast. Er SPREAD positivt forstår selskabet at tjene penge på gælden. (Foged et al, 2015, p. 300)

3.2.4 Reformulering af pengestrømsopgørelsen

Pengestrømsopgørelsen viser selskabernes evne til at skabe likviditet, hvilket er vigtigt for at honorere selskabets fordringer samt kreditorer og derved undgå en konkurs. Den har stor informationsværdi og viser de skabte pengestrømme fra driftsaktivitet, investeringsaktivitet, finansieringsaktivitet samt egenkapitalfinansieringen. Reformulering af pengestrømsopgørelsen er ikke gjort med henblik på beregning af nogen nøgletal, men er anvendt til at vurdere hvordan Carlsberg og Royal Unibrew skaber pengestrømmene.

3.2.5 Common-Size-Analyse

Det er en naturlig del i en komparativ analyse af to selskaber med ensartede produkter at lave en benchmark analyse og da jeg i stor grad anvender Sørensen, 2017 fremgangsmåde i hele afhandlingen er det relevant at udarbejde den som en Common-Size-Analyse, der også anvendes heri og den derved fortsat stort set følger den samme fremgangsmåde i hele afhandlingen med en overskuelig struktur, da der anvendes de samme begreber.

I en Common-Size-Analyse med den reformulerede resultatopgørelse opgøres nettoomsætningen til 100% og alle øvrige resultatopgørelsesposter udtrykkes som en procentdel herfra. (Sørensen, 2017, p. 243)

I en Common-Size-Analyse med de reformulerede balancetal beskrives den relative fordeling mellem den anvendte arbejdskapital og anlægskapital på forskellige driftsaktiver og driftsforpligtelser. (Sørensen, 2017, p. 244)

Kapitel 4 – Præsentation

4.1 Carlsberg

4.1.1 Præsentation

Carlsberg har en lang traditionsrig historie bag sig og er Danmarks ældste og største bryggeri samt vokset til at være verdens tredje største bryggerigruppe (Carlsberg (17.10.19 B) med deres mærker repræsenteret på over 150 markeder. (Carlsberg (17.10.19C)

Stifteren af Carlsberg var J.C. Jacobsen, som bryggede sin første pilsner i sin kælder og etablerede et mikrobryggeri i København i 1947. Efterhånden som bryggeriet voksede etableredes et laboratorium i 1875 som en markering af Carlsberg, som værende verdens første store industrivirksomhed, der investerede kraftigt i både forskning og innovation. I 1883 viste investeringen i laboratoriet virkeligt sit værd, da man stod med en fuldstændig ren gærkultur, som gjorde det muligt at lave god øl ved hver eneste brygning, hvilket var en epokegørende og ekstrem vigtig opdagelse inden for øl og gærhistorien. (Carlsberg (18.10.19A)

Laboratoriets kemikalieafdeling opfandt i 1909 også PH-skalaen, som blev endnu en revolution for brygprocessen, da det medførte mange fordele og utallige anvendelsesmuligheder og er i dag en standardmetode til at måle syre- og basesubstanser globalt. (Carlsberg (17.10.19 A)

Efterfølgende har der været forskellige pionerer hos Carlsberg, som ved hjælp af banebrydende teknikker har udviklet Carlsberg og ølbrygningen til det, som selskabet præsterer i dag. Det er det eneste bryggeri i verden med så mange forskere ansat på et laboratorium, der dagligt udelukkende tænker, brygger og studerer øl kombineret med behovet for konstant at ville skabe en endnu bedre øl. (Carlsberg (17.10.19 B)

1968 er et af de stærkeste år i Carlsbergs historie, hvor selskabet etablerede sig med sit første udenlandske bryggeri i det afrikanske land Malawi, hvor de hurtigt opnåede en markedsandel på 98 procent og dermed påbegyndte selskabet den rejse som indtil videre har resulteret i en status som verdens tredje største bryggeri. Det var også i slutningen af 60'erne Carlsberg for alvor begyndte at eksportere til lande uden for Danmark, hvilket i 1970 medførte eksporten udgjorde en tredjedel af omsætningen. I det hele taget gik det stærkt for Carlsberg, der voksede ved at etablere sig gennem opkøb, nye bryggerier og eksport. (Carlsberg 18.10.19C) I 2008 skifter selskabet navn til det nuværende Carlsberg Group.

Carlsbergs historie viser tydeligt hvor passioneret selskabet har været inden for ølbrygning og hvor mange banebrydende opdagelser og revolutioner, der er gjort siden selskabet blev etableret i 1847 og hvor stort det er blevet globalt.

Vesteuropa er Carlsbergs største marked, som tegner sig for cirka halvdelen af selskabets driftsresultat. Selskabet er det næststørste bryggeri i regionen og markedet omfatter også deres globale eksport og licensprodukter (Carlsberg årsrapport 2018 p. 14), hvor coca-cola produkterne er et af de store mærker, de har licens til.

I Vesteuropa er de markedsleder i Danmark, Norge, Schweiz og Portugal med en markedsandel på over 40%. Derudover har selskabet en markedsandel i Frankrig, Sverige, Finland og de Baltiske lande på mellem 29-38%. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 16)

Østeuropa er Carlsbergs mindste marked af deres tre hovedmarkeder. Væksten i 2018 blev drevet af en kombination af volumenvækst og prismix. De vigtigste områder er Rusland, som tegner sig for 65% og Ukraine for 20% af de regionale mængder. Selskabet har en førende position på alle deres markeder i Østeuropa, som dog bærer præg af en hård konkurrence mellem globale aktører og et stort antal små lokale bryggerier. Den største prioritet for Carlsberg i området er at genskabe balancen i "Den Gyldne Trekant" i Rusland efter et betydeligt fald i 2017, som var skabt af PET-downsizing. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 17)

Den korte forklaring på PET-downsizing er, at Rusland i 2017 forbød salg af øl i større beholdere, hvilket medførte Carlsberg skulle sælge deres produkter i mindre størrelser, som så betød et fald i volumen. (Carlsberg årsrapport 2017 p. 18)

Asiens betydning for selskabet er steget betydeligt det sidste årti, hvor tilstedeværelsen i området er vokset både organisk og gennem opkøb. Carlsberg vurderer selv de har en attraktiv rolle i området ved at positionere sig som både nr. 1 og 2 på syv markeder, hvor der både er større globale aktører og lokale

bryggerier tilstede. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 17) I Kina har de 25 bryggerier og en markedsandel på 6%, (Carlsberg årsrapport 2018 p. 19)

Selskabets udvikling i salget af hektoliter, nettoomsætning og overskudsgrad opdelt på de tre hovedmarkeder ses for neden i figur 4.1.1.1. Alle tal er aflæst direkte i de respektive årsrapporter, som derfor kan medføre en variation i udviklingstallene i den efterfølgende årsrapport, hvis der er blevet korrigeret, hvilket jeg ikke har taget højde for eller ændret i hverken Carlsberg eller Royal Unibrew.

Bilag udvikling i markeder						
Carlsberg		2014	2015	2016	2017	2018
Vesteuropa						
Afsætning hektoliter mio.		65,8	66,4	64,7	60,6	62,4
Vækst afsætning		3%	1%	-2%	-6%	3%
Nettoomsætning mio.		37.762	39.000	37.597	35.716	36.151
Vækst nettoomsætning		1%	3%	-3%	-5%	1,20%
EBIT-margin		14,50%	13,70%	14,20%	14,40%	15%
Østeuropa						
Afsætning hektoliter mio.		39,5	34	34,4	31,7	32,7
Vækst afsætning		-10%	-14%	1%	-8%	3,10%
Nettoomsætning mio.		14.100	10.963	10.205	10.878	10.780
Vækst nettoomsætning		-20%	-22%	-6%	7%	-1,30%
EBIT-margin		21%	17,40%	18%	20,40%	20,60%
Asien						
Afsætning hektoliter mio.		38,5	41,4	39,7	34,0	38
Vækst afsætning		23%	8%	-4%	-3%	11,70%
Nettoomsætning mio.		12.491	15.339	14.666	14.554	15.530
Vækst nettoomsætning		38%	23%	-4%	-1%	11,40%
EBIT-margin		17,60%	18,20%	19,10%	20%	20,40%
I alt						
Afsætning aflæst årsrapport 2018 p. 13		143,8	141,8	138,8	126,3	133,1
Vækst udregnet			-1,39%	-2,12%	-9,01%	5,38%

Figur 4.1.1.1. Egen tilvirkning. Udvikling i markeder Carlsberg. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 18)

Som det ses i figur 4.1.1.1 er afsætningen af hektoliter steget med 5,38% i 2018 efter et større fald i de øvrige år. Stigningen er størst i Asien, hvor den største stigning også kan ses i nettoomsætningen. I Østeuropa er nettoomsætningen, lavere selvom de har en vækst i afsætningen.

4.1.2 Strategi

4.1.2.1 Funding the Journey

Carlsberg lancerede i årsrapport 2015 strategien "Funding the Journey", som er en metode til at effektivisere selskabet med lavere omkostninger samt bedre indtjeningssevne ud fra følgende fire elementer (Carlsberg årsrapport 2015 p. 3)

- **Value Management**

Carlsberg ønsker at optimere balancen mellem selskabets markedsandele, bruttoresultat samt logistik gennem tværgående tiltag på vigtige salgskanaler, kundesegmenter og via salgsfremmende strategier med et mere rentabelt mix af brands og større markedsføring. Det involverer naturligvis medarbejderne, som skal følge de nye koncepter og bliver målt på deres præstation. (Carlsberg årsrapport 2015 p. 15)

- **Supply chain efficiency**

Effektivitet og forbedring af driftsomkostningerne på alle områder af forsyningskæden. Indkøbsfunktionen bliver centraliseret med fokus på at udføre den bedste praksis i branchen. Brygning og aftapning sker naturligvis på det lokale bryggeri, hvor der skal være større fokus på optimering af processer ved at ensarte dem, reducere kompleksiteten samt reducere spild og affaldsmængde. Den sidste del af forsyningskæden er lager og logistik, hvor lagernetværket gennemgås med henblik på en bedre logistik og levering af produkterne på en effektiv samt miljørigtig måde. (Carlsberg årsrapport 2015 p. 15)

- **Operating expense efficiency**

Den organisatoriske effektivitet skal forbedres ved hjælp af en forenkling, strømlining og fjerne dobbelte arbejdsprocesser. Driftsomkostninger skal styres bedre ved hjælp af budgetrammer og budgetopfølgning. Nogle funktioner outsources til polen, hvor der er en førende leverandør som kan løse en bred portefølje af disse arbejdsopgaver. Antallet af funktionærer vil blive reduceret med 15% svarende til 2.200 medarbejdere. (Carlsberg årsrapport 2015 p. 15)

- **Right-sizing of business**

Hvert enkelt brand og marked skal vurderes med henblik på en tilpasning og hvis det ikke lever op til forventningerne om indtjening, vil det medføre et salg af brandet eller forretningsområdet. Forventningen er at disse omstrukturingsinitiativer først er centreret i Rusland, Kina samt U.K. og kun mindre initiativer på de andre markeder. (Carlsberg årsrapport 2015 p. 15)

Strategien "Funding the Journey" skulle så gerne skabe økonomisk råderum til at implementere den næste strategi, som beskrives i det næste afsnit.

[4.1.2.2 SAIL'22](#)

I 2016 lancerede Carlsberg så deres næste strategi "SAIL'22" med en ambition om at selskabet skal blive **succesfuldt** ved at levere en bæredygtig organisk vækst i top- og bundlinje. **Professionelt** ved at være den foretrukne leverandør og styrke forholdet til deres kunder. **Tiltrækkende** ved at levere værdi til aktionærer, medarbejdere samt samfundet. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 22)

SAIL'22 blev udviklet i fællesskab af koncernens øverste ledelsesteam med henblik på at styrke kerneforretningen og fortsat gøre det, de er gode til ved at udnytte deres store videnserfaring, støtte en teambaseret ånd og oprette en vindende kultur samt sikre en hurtig implementering frem mod 2022.

SAIL'22 skal udføres gennem følgende tre strategiske valg, som samlet gerne skal munde ud i at skabe værdi for aktionærerne via organisk vækst, forbedre ROIC ved en forbedret indtjening samt optimal kapitalallokering. Herunder vil investering i rentabel vækst have højeste prioritet, da det vil være med til at sikre den langsigtede værdiskabelse (Carlsberg årsrapport 2016 pp. 22,32)

- **Strengthen the core**

Carlsberg vil styrke kerneforretningen ved at udnytte deres stærke traditionelle ølmærker Carlsberg og Tuborg samt gode markedspositioner, skabe vækst, være mere synlig på salgsstederne og forbedre marginerne ved en bedre balance mellem mærker og rentabilitet. De vil endvidere ændre deres forretning i Rusland og markedsføre sig med et mere optimalt sortiment af både internationale, nationale samt lokale produkter for bedre at imødekomme de skiftende forbruger præferencer. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 26)

Via Carlsbergs tidlige og fortsatte investering i forskning og udvikling, står selskabet allerede stærkt på det område. De vil med en digital strategi gerne opnå en endnu større indsigt i deres forbrugeres vaner og være mere innovative og opnå vækstmuligheder ved hjælp af digitale løsninger til systematiske og tilbagevendende forbrugerundersøgelser og derved få indsigt i hvad der efterspørges på salgsstederne. For at styrke deres position på salgsstederne og øge salget af fadøl på restauranter samt cafeer vil de gerne have udbredt deres engangsfadølssystem "DraughtMaster" yderligere, da det medfører mulighed for at afsætte flere special og premiumøl på fad. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 26-27)

En optrapning af det digitale har tre fokusområder for Carlsberg, da de ønsker at anvende digitaliseringen til at servicere on-trade⁴ kunder endnu mere, administrere brands online for at forbedre kundernes engagement og derudover udvikle ekspertise inden for e-handel.

Derudover har de udviklet implementeret en FIT-model (Focus- Implement-Track) for at sikre en enkelt samt effektiv måde at arbejde på tværs af markeder, men modellen kan også anvendes til at fastlægge områder, hvor der skulle forbedres samt forstå forholdet mellem kompleksitet og omkostninger på blandt andet lagervarer, som kan være omkostningstungt. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 26-27)

⁴ On-trade er salgskanalen til restaurations- og hotelbranchen m.v., hvor produkterne nydes "on-location". Off-trade er salgskanalen til supermarkeder m.v. hvor produkterne nydes "off-location".

For at finansiere strategien har Carlsberg udarbejdet forskellige tiltag, som enten skal spare på omkostningerne eller forbedre indtjeningen for dem. Tiltagene er value management, effektivitet i forsyningskæden og i den forbindelse blev 1.200 varenumre elimineret for at effektivisere lageret og gøre det mindre komplekst, effektivitet i driftsomkostninger, der medførte en afskedigelse af 2.280 medarbejdere samt tilpassede nogle funktioner, hvorved der blev blandt andet blev solgt eller lukket 17 bryggerier i Kina. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 27)

- **Position for growth**

Især craft og special øl vokser på de vesteuropæiske markeder og alkoholfri øl vokser mere end tre gange hurtigere end det samlede ølmarked, så Carlsberg vil i strategien have fokus på disse varetyper og øge markedsføringen af dem. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 28) Et andet punkt strategien også vil fokusere er på yderligere tilstedeværelse i verdens 50 største byer frem mod 2050, hvor det demografisk forventes, at indbyggertallet stiger væsentligt og dermed også forbruget af øl. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 29)

Asien står for næsten 40% af det globale ølforbrug og for 28% af Carlsbergs driftsoverskud, hvilket gør området til en vigtig vækstfaktor og selskabet vil derfor de næste år især fokusere på de store ølmarkeder i Kina, Indien og Vietnam. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 29)

- **Create a winning culture**

Carlsberg mener at skabe en vindende kultur er afgørende for at indfri strategien SAIL'22. De vil ved Triple-A konceptet fokusere på tilpasning, ansvarlighed og handling. Derfor startes med at træne 4.500 ledere på flere niveauer, der skal gå forrest i forhold til at forandre og implementere et teambaseret program i resten af organisation, som fordrer holdadfærden og belønner præstationer på et højt niveau ved at medarbejderne tager ansvar, får ejerskab og levere resultater foruden de agere bæredygtigt. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 30)

Den bæredygtige adfærd er prioriteret med fokus på de følgende 4 områder, sundhed og sikkerhed, energi, kul og Co2 fodaftryk, ansvarligt alkoholforbrug og vandforbrug, hvilket efterfølgende har mundet ud i en bæredygtighedsrapport. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 31)

Den vindende kultur indebærer også ansvarlighed, integritet, etisk forretningsadfærd, overholde Carlsbergs interne retningslinjer foruden gældende lovgivning. Det medfører fokus på anti-korruption, bestikkelse, eksportkontrol samt konkurrencelovgivning. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 31)

4.1.2.3 Opfølgning på Funding the Journey og SAIL'22 i årsrapport 2018

2018 er det tredje år med SAIL'22 og sidste år med Funding the Journey, som en specifik strategi og ved at geninvestere en del af effekterne fra Funding the Journey er det lykkedes at investere i vækst. Resultaterne i 2018 bekræfter selskabet i at de strategiske prioriteringer var rigtige og velvalgte. Fokus fremover vil stadig være på at levere vækst og forbedre resultaterne. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 25)

Der har i året været flere initiativer for at videreudvikle porteføljen af øl på kernemarkederne, men også relancere Carlsberg mærkets 171 årige lange historie via et re-design og bringe Carlsberg logoet tættere på dets oprindelse fra 1904. DraughtMaster er blevet yderligere udrullet og lokale power brands er fortsat i fokus. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 26)

En række bæredygtige emballageinnovationer lanceredes, som har resulteret i en mindre plastaffaldsmængde på 1.200 tons om året og da emballage står for 40% af Carlsbergs samlede Co2 aftryk er det et vigtigt skridt i deres bæredygtighedsplan. De genanvendelige flasker har fået ny belægning for at forlænge levetiden og nye hætter fjerner ilt og bevare øl smagen friskere i længere tid. (Carlsberg årsrapport 2018 pp. 26,31)

Digitaliseringen som er et af hjørnesteenene i strategiplanen tog et stort skridt i 2018, hvor der blev etableret et team med ansvar for at fremskynde den digitale udvikling blandt andet med brug af kunstig intelligens og "Carls shop" blev lanceret i Vesteuropa. Shoppen er et on-line bestillingssystem for on-trade kunder, som har medført lavere driftsomkostninger og en bedre bestillingsoplevelse for kunden. Der blev endvidere nedsat et digitalt råd bestående af den administrerende direktør, ledere af digitale, globale forretningstjenester, logistik samt HR med et månedligt møde for at sikre optimalt fremdrift i den digitale udvikling af Carlsberg. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 26-27)

Asien forventes fortsat at være det største marked for volumenvækst og især Carlsberg, Tuborg og de lokale ølmærker vækster, mens vækst i salget af craft, specialøl samt alkoholfri øl forventes at ske på alle hovedmarkederne. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 29)

Carlsberg er fast disciplineret omkring Triple-A konceptet og laver derfor præstationsvurderinger på tværs af organisationen og incitamenter til at følge konceptet. Bæredygtighedsbegrebet prioriteres gennem "sammen mod nul" (TTZ), hvor der er fastsat målbare mål inden for sundhed og sikkerhed, energi, kul og Co2 fodaftryk, ansvarligt alkoholforbrug og vandforbrug for henholdsvis 2022 og 2030. Ambitionen kan ikke nås af Carlsberg alene, så de har indgået partnerskab med WWF Danmark⁵ for at udtænke optimale løsninger. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 31)

⁵ Verdensnaturfonden som arbejder med at bevare natur og miljø

Siden 2015 er kulforbruget reduceret med 78% og der vil være forstærket fokus på at konvertere de resterende kul-drevne bryggerier i Kina, Indien og Polen til brug af vedvarende energi som solcelleinstallationer, biomasse og biogas, som allerede er implementeret på adskillige andre bryggerier i koncernen. Der er i 2018 udarbejdet en fælles driftsmanuel med de mest effektive driftsmetoder, som skal udbredes til hele organisationen for optimeret drift og dermed mindre energiforbrug. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 31)

Vand er naturligvis en vigtig ingrediens i produktionen af Carlsbergs produkter, men der anvendes også meget til rengøring af produktionsudstyr samt skylning af flasker, så de kan genbruges. Carlsberg har derfor arbejdet med en metode til at genbruge skyllevandet i U.K og har derved sparet 4,5 mio. liter vand. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 31)

Carlsberg vil gerne understøtte forbrugerne til fornuftige alkoholvaner og har udarbejdet forskellige kampagner med fokus på alkoholforbruget. Kampagnerne er målrettet og tilpasset behovet i de enkelte markeder, som er meget forskellige. Nogle kampagner vedrører spirituskørsel, andre lejlighedsdruk eller fokus på mindreåriges indtag af alkohol. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 31)

Via øget arbejdsmiljøindsats vil Carlsberg øge fokus på medarbejdernes trivsel og minimere risikoen for arbejdsulykker. Indsatsen har blandt andet sit naturlige udspring i brancheerfaringen og med øget oplysning og implementering af regler for at ændre adfærden i nogle kulturer, som ikke tidligere har haft stor fokus på arbejdsmiljø og risici. 2018 var ikke et godt år inden for dette område, da tre medarbejdere mistede livet i arbejdsulykker i koncernen. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 33)

4.1.2.4 Carlsbergs finansielle strategi i årsrapport 2018

Carlsbergs ledelse vurderer regelmæssigt koncernens kapitalstruktur, hvor det overordnede mål er at sikre en fortsat udvikling og styrkelse af den, så den langsigtede positive vækst understøttes med en solid stigning i indtjening og nøgletal. Vurderingen omfatter ligeledes fordelingen af finansiering mellem aktiekapital samt låntagning, hvilket er en langsigtet strategisk beslutning, som træffes i forbindelse med betydelige investeringer og andre transaktioner.

Selskabets første prioritet er at sikre den langsigtede vækst og værdiskabelse i koncernen sammen med en målsætning om at den nettorentebærende gæld er under 2 gange i forhold til EBITDA og en udbytte udbetalingsprocent på 50%. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 34)

Carlsberg vil anvende aktietilbagekøbsprogrammer for at returnere overskydende likviditet til aktionærerne. Størrelsen af aktietilbagekøb afhænger af de forventede investeringer, som er nødvendige

og samtidig overholde ovenstående prioriteter samt målsætningen om nettorentebærende gæld som beskrevet.

4.2 Royal Unibrew

4.2.1 Præsentation

Royal Unibrew er en ung virksomhed og har ikke på samme måde den gamle og traditionelle historie som Carlsberg har. Selskabet blev i 1989 dannet ved en fusion mellem Faxe Bryggeri A/S og Jyske bryggerier A/S, der i 1992 skiftede navn til Bryggerigruppen A/S. For at lyde mere internationalt besluttede selskabet i 2005 at skifte navn til Royal Unibrew. (Wikipedia (15.11.2019))

Royal Unibrew opfatter selv det som en særlig arv, at de er opstået ud af 35 lokale bryggerier, som tilsammen repræsenterer en betydelig bryghistorie nationalt, så på trods af de er en forholdsvis ung fusion, så er der masser af gammel historie og traditioner i bryggeriet. (Royal Unibrew årsrapport 2016 p. 16)

Der er således en gammel traditionsrig historie helt tilbage fra 1832 fra nogle af de fusionerede bryggerier og der er fortsat aktive brands som Faxe, Ceres, Albani, Slots og Thor øl. Disse gamle brands skaber fortsat stor værdi ved at være mainstream produkter og har derudover unik potentiale ved muligheden for at genoplive den gamle historie ved at være et originalt produkt. (Royal Unibrew årsrapport 2016 p. 16)

Ud over de gamle danske brands har nogle af Royal Unibrews udenlandske bryggerier samme historie med traditionelt gamle bryggede ølmærker og et af de ældste er det finske Hartwall bryggeri fra 1836, som Royal Unibrew opkøbte i 2013. (Royal Unibrew årsrapport 2016 p. 16)

Selskabet producerer samlet mere en 400 forskellige produkter i Danmark på deres to moderne bryggerier i Odense og Faxe og har derudover også et mikrobryggeri og er det 2. største bryggeri herhjemme. De ønsker en lokal forankring, hvor de kan have et samarbejde og partnerskab med den moderne forbruger. Det vil de forsøge at opnå gennem at skabe relationer, være tilstede i fællesskabet, og har derfor engageret sig dybt i musik, sport og kultur. (Royal Unibrew (15.11.2019))

Royal Unibrew beskriver sig selv som værende ledende og regional primært på markeder i Nordeuropa, Italien, Frankrig og så på de internationale markeder for maldrikke. Udover at producere kvalitetsdrikkevarer er deres fokus på brandede produkter inden for segmentet med øl, malt, læskedrikke, cider samt longdrinks. (Royal Unibrew (15.11.2019))

Selskabets hovedmarkeder er i segmentet Vesteuropa landene Danmark, Italien, Frankrig og Tyskland, og i segmentet Baltic Sea landene Finland, Letland, Litauen og Estland. Dertil kommer de internationale regioner, som er flere etablerede markeder i Americas regionen, større europæiske byer, Nordamerika samt Afrika. (Royal Unibrew (15.11.2019))

Ved løbende at følge med udviklingen ved hjælp af innovative tiltag ønsker Royal Unibrew at imødekomme efterspørgslen på kvalitetsdrikkevarer gennem deres egne brands, men også ved at tilbyde licensbaserede internationale brands fra PepsiCo og Heineken-Koncernen i Nordeuropa. (Royal Unibrew (15.11.2019))

Selskabets udvikling i salget af hektoliter, nettoomsætning og EBIT-margin opdelt på de tre hovedmarkeder ses i figur 4.2.1.1. Forudsætningerne for udarbejdelse af udviklingen er de samme som beskrevet under Carlsberg.

Udvikling i markeder						
Royal Unibrew		2014	2015	2016	2017	2018
Vesteuropa						
Afsætning hektoliter mio.		3,63	3,66	3,67	3,86	4,54
Vækst afsætning		-1,40%	0,80%	2,90%	2,40%	16,80%
Nettoomsætning mio.		2.674	2.728	2.870	2.829	3.378
Vækst nettoomsætning		0,90%	2%	5,20%	-1,4	19,40%
EBIT-Margin		18,10%	18,10%	18,40%	19,90%	19,10%
Baltic Sea						
Afsætning hektoliter mio.		4,43	4,79	5,23	4,99	5,44
Vækst afsætning		69,50%	1,20%	9,20%	-4,40%	1,60%
Nettoomsætning mio.		2.975	2.852	2.986	3.076	3.338
Vækst nettoomsætning		105,10%	-4,10%	4,70%	3%	8,50%
EBIT-Margin		9,90%	12,50%	13,20%	14%	18%
Maltdrikke og eksport/international						
Afsætning hektoliter mio.		0,61	0,66	0,69	0,70	0,83
Vækst afsætning		9,20%	6,80%	4,70%	2,80%	17,30%
Nettoomsætning mio.		407	452	484	479	582
Vækst nettoomsætning		6,80%	11,10%	7,20%	-1%	21,50%
EBIT-Margin		20,70%	22,50%	22,30%	22,20%	21,90%
I alt						
Afsætning aflæst årsrapport 2018 p. 22		8,97	9,10	9,68	9,56	10,81
Vækst aflæst		27,60%	1,40%	6,40%	-1,30%	9%

Figur 4.2.1.1 Egen tilvirkning. Udvikling i markeder Royal Unibrew. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 22)

Som det ses i figur 4.2.1.1 er afsætningen af hektoliter steget med 9% i 2018 efter den er steget alle årene bortset fra 2017. Stigningen er stor både i afsætning og nettoomsætning både på det internationale marked og for Royal Unibrew det vigtige Vesteuropæiske marked.

4.2.2 Strategi

Den overordnede strategi for Royal Unibrew er fortsat at være en stærk regional drikkevarevirksomhed på udvalgte kernemarkeder ved at udbyde en bred produktportefølje, som er relevant for de pågældende forbrugere og kunder. På de øvrige markeder ønsker de at etablere samt udvikle stærke nichepositioner gennem en kombination af lokalt forankrede brands samt unikke eksportprodukter. (Royal Unibrew

årsrapport 2018 p. 11) Denne overordnede strategi har med mindre variationer været en del af årsrapporterne for 2015,2016,2017 og 2018, som mere detaljeret er beskrevet efterfølgende

Den overordnede strategi skal etableres ved hjælp af følgende hovedelementer

- **Væsentlige markedspositioner**

Royal Unibrews kernemarkeder er præget af en betydelig branchekoncentration, så de vil fokusere på de markeder og segmenter, hvor de allerede har eller kan opnå en væsentlig position. Det skal ske ved at fokusere på en bredere drikkevareportefølje, så kunderne derved kan få yderligere fordele af partnerskabet. Hvis der opstår strukturelle vækstmuligheder med en langsigtet værdi for aktionærerne ved eksempelvis akkvisitioner eller partnerskaber vil det også være en mulighed. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 11)

- **Talent og medarbejdere**

Royal Unibrew har brug for fagindsigt og stærke kompetencer for at imødekomme udviklingen på markeder med hurtige forandringer og for at opfylde selskabets strategi. De ønsker derfor at udvikle og fastholde både erfarne medarbejdere ved at styrke deres kernekompetencer gennem uddannelse og tiltrække nye medarbejdere som kommer med nye input og videnskompetencer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 11)

- **Innovation, udvikling og lokal forankring**

Royal Unibrew har etableret "Growth Leadership Team" som har ansvaret for udvikling samt implementering af vidensdeling og Best Practice på tværs af hele koncernen. Produktporteføljen forventes udviklet med nye smagsvarianter, produkter samt brands både indenfor allerede etablerede drikkevandskategorier og nye. Innovationen og udviklingen skal ske med fokus på selskabets stærke position som et lokalt forankret mærke. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 11)

- **Operationel effektivitet**

Under hensyntagen til reducere af miljøpåvirkning og sikring af tilstrækkelig produktionskapacitet vil Royal Unibrew fortsat fokusere på kontinuerlig effektivisering af alle deres led i værdikæden. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 11)

- **Finansiell fleksibilitet**

Royal Unibrew vil fastholde deres finansielle fleksibilitet, konkurrencekraft og deres strategiske frihed til at handle gennem en hensigtsmæssig kapitalstruktur, som løbende overvejes og tilpasses ved behov. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 11)

4.2.2.1 Opfølgning på strategi i årsrapport 2018

Selskabet har over 15 måneder gennemført opkøb af fire selskaber for at udvide produktsortimentet og styrke strategien om at være stærkt lokalt forankret. De tre opkøb er med i årsrapporten for 2018, mens det sidste opkøb blev afsluttet 1. kvartal 2019. Produktporteføljen er ved opkøbet blevet tilføjet attraktive, lokale brands, som dels følger strategien og dels er et godt match i forhold til de tendenser og den efterspørgsel, der ses i markedet på økologi og autenticitet. Der skal nu efterfølgende fokus på at skabe forretningsmæssige synergieffekter. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 13)

Med købet af læskedrikvirksomheden Terme di Crodo i Italien er Royal Unibrews volumen på markedet mere end fordoblet og har bedre mulighed for at opfylde efterspørgslen efter en bredere portefølje af kvalitetsprodukter. Aktiemajoritetsposten i den moderne danske iværksættervirksomhed Nohrlund har medført et strategisk samarbejde om distribution af færdigblandede økologiske cocktails primært til on-trade markedet. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 13)

Købet af en franske lemonadevirksomhed har givet en nicheplatform i det område på niveau med Royal Unibrews etablerede niche i Italien, som også forventes at styrke eksportporteføljen. Det sidste køb som først blev afsluttet i 2019 på grund af langvarig godkendelsesproces hos de danske konkurrencemyndigheder er købet af Bev.Con ApS med brands som SHAKER, MOKAI samt CULT energy. Disse tre brands som primært henvender sig til unge mennesker og nattelivet udfylder et hul i selskabets produktportefølje. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 13)

Royal Unibrew anvender mange ressourcer på at aflæse forbrugertrends for at tilpasse og imødekomme ønskerne ved at udvide og udvikle deres produktportefølje. Tendensen har i flere år været en øget efterspørgsel på autenticitet, sundhed med fokus på sukker- og alkoholindhold, kvalitetsprodukter samt økologi. Gennem en årrække har Royal Unibrew derfor udviklet en attraktiv og innovativ portefølje af craft- og specialøl, økologiske øl samt øl med lav alkoholprocent og drikkevarer uden sukker eller lavt sukkerindhold. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 14)

Strategien med at være lokal forankret medfører en aktiv indsats for at deltage i forbrugernes sociale liv både via de sociale medier, men også ved andre tiltag som ved at være tilstede på musik- og kunstfestivaler i Finland, Royal Arena i Danmark, som er en moderne multiarena med plads til inter/nationale sportsbegivenheder, koncerter, tv-shows samt talrige andre events. Derudover åbnede de i 2018 Brewpubben Anarkist, som en del af deres i forvejen etablerede mikrobryggeri i Odense. Der inviteres andre talentfulde bryggere til at deltage i Royal Unibrews processer og udvikling. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 15)

Digitalisering er en løbende del af Royal Unibrews arbejde med effektiviseringer og handler primært om at udvikle værktøjer, der skaber bedre forbrugeroplevelser, styrker kunderelationerne, optimerer forsyningskæden og styringen deraf samt generelt understøtter innovation. I 2017 indledte selskabet derfor deres digitale rejse med projektet "Mission NO PAPER", som har medført flere nye tiltag. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 16)

Et nyt CRM-system⁶ og et e-kontraktsystem, som giver bedre værktøjer til at arbejde sammen med kunderne, registrering af alle kontrakter og udvikling af forretningsaktiviteterne blandt andet ved bedre forretningsmæssige initiativer. Med henblik på at forbedre kundeservicen er en platform til gradvis udrulning af e-handel ved at blive testet i Finland og når platformen er på plads kan Royal Unibrew betjene kunderne mere optimalt via call-centre, salgsmedarbejdere eller direkte online via internettet. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 16)

Det sidste digitaliserede tiltag er udviklet i selskabets tro på værdien af samarbejde mellem ligesindede virksomheder, der alle målrettet vil tilbyde forbrugerne det bedste. Det er en ny webshop udviklet med passionerede producenter i både Danmark og udlandet "Craft makers Collective", som giver forbrugerne inspiration og let adgang til produkter af høj kvalitet samt udbrede kendskabet til craft-baserede drikkevarer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 16)

Royal Unibrew ønsker at bidrage positivt til udviklingen i de områder de agerer i ved at begrænse miljøbelastning og sikre et godt arbejdsmiljø for deres medarbejdere. I 2018 er der gennemført en væsentlighedsanalyse på mere end 75% af den operationelle miljøpåvirkning for yderligere at identificere fokusområder. Det er hensigten at tiltræde FN's Global Compact og Retningslinjer for Menneskerettigheder og Erhvervsliv⁷ i 2019 og opstille mål i bestræbelserne for at blive Co2 neutrale. Rammen for arbejdet med cirkulær miljø har i flere år været sat med fokus på reduktion/genbrug af materialeforbrug, så værdien deraf genbruges i så lang tid som muligt. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 49)

Driften af selskabet og arbejdsmiljøet skal være sundt med sikre arbejdspladser i henhold til inter/nationale love og det tilstræbes, at det samme er gældende for underleverandørerne. Hovedfokus er at nedbringe antallet af arbejdsulykker og forbedre medarbejdernes trivsel. I bestræbelsen på at være tilstede lokalt føler Royal Unibrew et særligt socialt ansvar for lokalsamfundet ved at integrere flygtninge eller aktivere borgere på kanten af arbejdsmarkedet. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 50)

⁶ Customer Relation Management, som indeholder alle relationerne, transaktionerne og data med og til kunderne

⁷ Retningslinjer for selskabers brug af samfundsansvar inddelt i miljø, menneskerettigheder, arbejdsmiljø samt antikorrupition

4.2.2.2 Royal Unibrews finansielle strategi i årsrapport 2018

Royal Unibrews opnåelse af de finansielle målsætninger afhænger af den løbende forretningsudvikling via fokus på vækst, partnerskaber, innovation, markedsføring og salg samt en løbende effektivisering af selskabet. Den forventede EBIT-margin opjusteres fra ca. 17% til et ambitiøst interval på 18-19% i de kommende år sammenlignet med niveauet for de internationale og regionale drikkevarevirksomheder i Europa. Opjusteringen bunder blandt andet i opkøbet af de fire virksomheder, hvori der ses et yderligere vækst- og indtjeningspotentiale for Royal Unibrew sammenholdt med forventningerne til den planlagte udvikling af produktportefølje, synergieffekter samt endnu mere operationel effektivitet via opkøb. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 17)

Selskabets årlige investeringer forventes at ligge på næsten 5% af nettoomsætningen. Gældsætningen skal afspejle ønsket om fleksibilitet i forhold til investeringsmuligheder, men også sikre at der ikke er en overkapitalisering. Målsætningen om at den netto rentebærende gæld maksimalt må udgøre 2,5 gange i forhold til EBITDA og egenkapitalen skal være minimum 30% ultimo er uændret. Der forventes fortsat at være likviditetsoverskud til at foretage udlodninger til aktionærerne via en kombination af udbytte og tilbagekøb af aktier med hensyntagen til de strategiske mål, soliditet- og gældsætningsmål, årets indtjening samt cash flow. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 17)

Kapitel 5 - Strategisk analyse

5.1 PESTEL modellen

5.1.1 Politiske forhold (political) og Lovgivningsmæssige forhold (Legal)

Jeg har valgt at skrive de politiske og lovgivningsmæssige forhold sammen i et punkt, da jeg synes de er meget tæt relateret og derved minimere gentagelse ved en adskillelse.

Begge selskaber er globale og repræsenteret på både de samme og forskellige markeder med varierende politiske og dermed lovgivningsmæssige forhold, som i nogen tilfælde vil have den samme indflydelse på de to selskaber og i andre tilfælde være en ulempe eller en fordel.

De er begge stærkt repræsenteret på det danske marked både hvad angår salg, men også med produktion på deres bryggerier og så er hovedkontorene beliggende i Danmark. Her er høje skatter og afgifter, strikse krav om miljø- og naturbeskyttelse og arbejdsmarkedslove, som i forening vil medføre højere produktionsomkostninger for dem begge to og vil være en konkurrenceulempe.

I 2013 præsenterede den daværende regering dog "Vækstplan Danmark, stærke virksomheder, flere job", hvor i de blandt andet sænkede selskabsskatten gradvist fra 25% til 22% (DR (15.03.20) og afgiften på øl og mineralvand (SKAT (15.03.20) samt en lavere spildevandsafgift. (DR (15.03.20) Sidstnævnte kan være en

større omkostning, da de anvender meget vand i deres produktion og dermed også udleder en væsentligt mængde spildevand.

Der er dog fortsat flere afgifter, da selskaberne begge i Danmark sammen med alle bryggerier skal betale afgifter for emballage, der i 2011 kostede 189 mio. kr. stigende til 273 mio. kr. i 2018. Derudover er der indsamlingsgebyr af pant hos Dansk Retursystem, som i 2011 kostede 177 mio. kr. stigende til 239 mio. kr. i 2018 (Bryggeriforeningen (03.01.2020)

5.1.1.1 Carlsberg Politiske forhold (political) og Lovgivningsmæssige forhold (Legal)

Carlsberg er derimod repræsenteret på væsentlig flere markeder uden for EU end Royal Unibrew er. Blandt andet Rusland, hvor de allerede har mærket hvordan de politiske forhold har indflydelse med PET Down-Sizing restriktionen i et forsøg på at få den russiske befolkning til at købe mindre øl ved hjælp af mindre beholdere, som tidligere beskrevet i Carlsbergs strategi afsnit. Rusland fortsætter endda med at varsle væsentligt mindre beholdere. (Børsen (01.12.19)

Rusland er et område præget af politisk uro og konflikter blandt andet med Ukraine. Det medførte blandt andet at EU tilbage i 2014 startede med at sanktionere økonomisk mod Rusland, hvilket i 2018 blev besluttet at forlænge. (DR (01.12.19) Da Carlsberg producerer lokalt i Rusland vil det dog ramme dem mindre end hvis de udelukkende eksporterede dertil, men økonomiske sanktioner vil altid have afledte negative økonomiske effekter og påvirke befolkningens købekraft.

Lovreguleringer i det voksende asiatiske marked havde indflydelse i 2017, hvor Indien forbød salg af alkohol inden for 500 meter fra landeveje, så antallet af salgssteder faldt. (Berlingske (01.12.2019A) Et andet eksempel er fra Indonesien, hvor det for at undgå salg til mindreårige blev forbudt at sælge øl i kiosker, men kun i større supermarkeder, hvorved 55.000 potentielle salgssteder ikke længere var en mulighed for Carlsberg. (Berlingske (01.12.2019B)

Kina som er strategisk vigtigt for Carlsberg er et meget lovreguleret marked foruden meget store kulturelle forskelle, som kan være svær at entrere uden den korrekte viden til hvordan man som virksomhed skal agere. Lokalmyndighederne i Kina har desuden stor beslutningskompetence/magt og kan egenrådigt beslutte udvikling, investeringsniveau samt sektorpolitik, hvilket kan medføre store udsving i Carlsbergs muligheder for etablering i netop den region eller når de er veletableret i en region skal de starte forfra i den næste region på grund af forskellene (Udenrigsministeriet (01.12.19A) og det kan være en stor indtrængningsbarriere for selskabet for at vokse yderligere.

Politisk uro og den deraf følgende økonomiske ustabilitet har for Carlsberg været en stigende øget risiko siden 2017. Konsekvensen kan være en reduceret forbrugerefterspørgsel, højere grad af prisfølsomhed hos

forbrugerne, hvor større sociale eller politiske ændringer har indflydelse på driften og salget. Derudover kan det medføre negative valutakursudsving, større kreditrisici, leverandører bliver insolvente, øget behov for nedskrivninger af goodwill eller mærker, en forhøjelse af afgifter samt risiko for en nationalisering af aktiviteterne. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 36)

5.1.1.1 Royal Unibrew Politiske forhold (political) og Lovgivningsmæssige forhold (Legal)

Royal Unibrew er markedsleder i lande som primært er med i EU, så de vil lukrere på samarbejdet mellem landene i EU i forhold til lovgivning omkring færre handelsbarrierer og restriktioner. Brexit, som er Englands afgang fra EU vil dog helt sikkert have betydning for begge selskaber, da det højst sandsynligt medfører stigende handelsbarriere i form af sværere importadgang til det marked og stigende told eller andre restriktioner, som England forventeligt vil indføre for at beskytte sine egne varer og generelt medføre usikkerhed i forsyningskæden. (SCM logistik (01.12.19)

5.1.2 Økonomiske forhold (economic)

I den femårige-periode som beskrives i denne afhandling er der højkonjunktur i den globale økonomi, som har medført højere et forbrug. Da øl er et kortvarigt forbrugsgode er det umiddelbart ikke særligt konjunkturfølsomt, men begge selskaber satser mere på craft- og specialøl samt økologiske øl ifølge deres strategier. Det er produkter, som er dyrere end almindelige øl⁸, så det har på den måde været positivt for begge selskaber med en højkonjunktur, da det ellers ville have været disse typer forbrugsgoder, som var blevet sparet væk, idet forbrugere ville søge mod billigere alternativer.

En varm sommer som den i 2018 vil dog også have en negativ indflydelse på begge selskaber, da det medførte en dårlig høst af byg/malt samt hvede, som begge anvendes i selskabernes produktion af øl og dermed medfører stigende råvarepriser. (Danmarks statistik (01.12.2019)

Vejr- og sæsonudsving har betydning for bryggeribranchen, da en varm sommer trods alt medfører et højere forbrug af øl- og læskedrikke end en regnfuld, så den historiske varme sommer i 2018 afspejler sig i begge selskabers årsrapporter med en stigende omsætning og medvirkende til at Royal Unibrew fik det bedste resultat nogensinde. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 5)

Udviklingen i valutakurs har indflydelse på alle virksomheder som sælger internationalt og dermed også for Carlsberg og Royal Unibrew. Der kan anvendes forskellige finansielle instrumenter til at sikre sig mod udsving i valutakurserne og dermed mindske risikoen.

⁸ Dette understøttes af følgende eksempel Royal Unibrew sælger en craftbeer "Kissmeyer adventure session IPA til en omregnet literpris på 47,12 ekskl. moms mod en almindelig Royal Pilsner med en omregnet literpris på 15,82 ekskl. moms iflg. deres prisliste (Royal Unibrew (05.01.20)

5.1.2.1 Carlsberg Økonomiske forhold (economic)

Kinas økonomi er gennem flere årtier vokset betydeligt og med årlige vækstrater på 10% har der været en betydelig udvikling i deres gennemsnitlige købekraft som også har medført en kraftig stigning i udenrigshandlen. (Udenrigsministeriet (01.12.19B) Det vil være en fordel for Carlsberg, da Kina netop er et af deres strategiske vækstområder.

Carlsberg anser valutakursrisikoen som den største finansielle risiko, hvor udsving kan have en betydelig påvirkning på selskabets resultat. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 68) Valutakursrisikoen påvirker både selskabets råvareindkøb, lån i anden valuta end DKK samt salg og der anvendes derivater som sikringsinstrument på nogle af risiciene. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 93)

I Vesteuropa foregår det meste køb og salg i EUR, som er mindre eksponeret og derfor ikke afdækket. I Asien hvor der er et lavere salg og køb i andre valutaer end den lokale anses transaktionsrisikoen derfor at være mindre samtidig med der også er en høj sammenhæng mellem USD samt de lokale valutaer og er derfor heller ikke afdækket. På det østeuropæiske marked handles der både i EUR, USD samt RUB⁹ og volatiliteten i de østeuropæiske valutaer og især RUB vil påvirke selskabet, men risikoen er bevidst ikke afdækket fuldt ud systematisk, da der er væsentlige omkostninger ved det i længere tid. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 68)

Råvarerisici er primært i forbindelse med indkøb af aluminium til dåser, byg til malt samt energi. Indkøb forvaltes centralt med henblik på at opnå stabile forudsigelige priser på mellemlang sigt og uden brug af unødvendig og lang likviditetsbinding. Den mest almindelige form for afdækning heraf er købsaftaler med fast pris i den lokale valuta og især på bygindkøb er der en politik om at have købt 70% året før og afdækning af op til 90%. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 66)

Selskabets renterisici er begrænset, da 91% af nettorentegælden er optaget i fastforrentede lån med rentesatser fastsat for mere end et år og med 89% af gælden optaget i EUR. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 92)

Carlsbergs ydelse af kredit til deres kunder vurderes lokalt og kreditgrænser gives ud fra det lokale kendskab til kunden under hensyntagen til selskabets overordnede kreditregler og en grundig vurdering af kreditrisikoen. On-trade lån indebærer en højere risiko end almindelige tilgodehavender fra salg og den type lån ydes kun på få markeder og risikoen søges minimeret ved at yde lånet mod pant i kundens løsøre. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 71)

⁹ EURO, USDOLLARS og RUBEL, hvor sidstnævnte er den russiske møntfod

5.1.2.1 Royal Unibrew Økonomiske forhold (economic)

Royal Unibrews finansielle risici på grund af valutakursændringer afdækkes ikke af finansielle instrumenter, men indgår i selskabets strategiske overvejelser og overvåges løbende. Køb og salg foretages primært i den valuta som selskabet har indtægter, da det mindsker valutakursrisikoen. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 80)

Risikoen vedrører primært Frankrig, Italien, Finland, Letland og Litauen, som er i EUR, som ikke er afdækket, da risikoen vurderes uden betydning, forudsat det eksisterende 0,5% interval under Danmarks pengepolitik i forhold til EUR fastholdes. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 80)

Råvarerisikoen vedrører de samme råvarer som hos Carlsberg. Royal Unibrew afdækker risikoen ved at indgå fastprisaftaler med de relevante leverandører for omkring 12 måneder ad gangen. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 81)

Den centrale renterisiko er for Royal Unibrew relateret til den umiddelbare virkning på renteændringer på pengestrømmene. Låneporteføljen er primært i DKK og EUR og hvor knap halvdelen er med fastforrentede lån. For at imødekomme tab på tilgodehavender og den kreditrisici, der gives ved salg afdækker selskabet via forsikring samt andre former for betalinger eksempelvis factoring og det vurderes der ikke er væsentlige risici. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 80)

5.1.3 Sociokulturelle forhold (social)

Begge selskabers produkter er nemme at substituere og bærer lavt præg af loyalitet og præferencer. Den demografiske udvikling har indflydelse da jo ældre befolkningssammensætning medfører større købekraft og efterspørgsel efter kvalitet i forhold til en ung, hvor det handler om billigste produkt. Tradition spiller også ind, da nogle af selskabernes markeder har tradition for at drikke andre produkter som vin i Italien samt Frankrig eller spiritus som i Rusland med vodka og dermed et lavere forbrug af øl.

Generelt bliver der drukket mindre alkohol i Danmark, hvor forbruget af øl falder fra i 2011 at have konsumeret 301,2 mio liter til 277,2 mio. liter i 2018 (Bryggeriforeningen (15.12.2019B) forbruget af vin er også faldet, mens forbruget af spiritus i den samme periode er steget en smule. (Bryggeriforeningen (15.12.2019C) Langt den største andel af danskernes indkøb af øl sker i dagligvarehandlen fordelt med 77% og 23% i restauranter og cafeer, så danske forbrugsvaner ser ud til at være en tendens mod at være hjemme og drikke. (Bryggeriforeningen (15.12.2019D)

5.1.3.1 Carlsberg Sociokulturelle forhold (social)

På især de vestlige og til dels de østeuropæiske markeder er udviklingen mod økologi, etik i produktionen, bedre og sundere livsstil samt dyrere forbrugsvaner i kombination med den højkonjunktur som er tilstede, hvilket vil medføre en øget kvalitetsbevidsthed. I de asiatiske markeder er tendensen præget af at de gerne vil købe vestligt producerede varer efterhånden som der bliver åbnet mere op i landet. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 23)

På Carlsbergs hovedmarkeder foruden de ovennævnte markeder er forbruget i Schweiz med 56 liter/capita, Norge med 50 liter/capita, Sverige med 46 liter/capita, Portugal 52 liter/capita, Russia med 52 liter/capita samt Kina med 27 liter/capita. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 16,19,22)

Begge selskaber har involveret sig og investerer i hjemmemarkedet via sine fonde. Således er Carlsbergfondet hovedaktionær i Carlsberg A/S og har via en bestemmende aktiepost afgørende indflydelse. Den blev etableret tilbage i 1876, hvor stifteren ønskede at engagere sig i samfundet ved at lave denne fond, som støtter visionær og innovativ forskning på et internationalt niveau inden for naturvidenskab, humaniora, og samfundsvidenskab med særligt fokus på talentudvikling, internationalisering samt visioner. (Carlsberg (22.12.2019A))

Derudover er der Ny Carlsbergfondet, som er en privat og uafhængig kunstfond, som i over 100 år har sat et tydeligt fodafttryk i det danske kunstmiljø. Tuborgfondet, hvis formål er samfundsgavnligt formål særligt til støtte for det danske erhvervsliv og har støttet foreninger samt projekter, der bringer folk sammen på nye måder inden for kultur, musik, uddannelse, sport og erhvervsliv. I anledning af stifterens 200 års fødselsdag i 2011 blev Carlsberg Sportsfond stiftet, som en del af mindelegatet, hvor formålet er almenyttigt og der ydes bevillinger til eksempelvis skaterrampe, fodboldmål, holdtrøjer og lignende. (Carlsberg (22.12.2019A)) Derudover er selskabet sponsor for flere forskellige begivenheder inden for musik, sport og kultur og har været sponsor for flere EM samt VM i fodbold. (Carlsberg (22.12.2019B)) Fodbold er generelt på selskabets sponsorliste og der anvendes adskillige millioner på det om året blandt andet til FCK, hvor Carlsberg er en af hovedsponsorerne. (Berlingske(30.04.20))

5.1.3.2 Royal Unibrew Sociokulturelle forhold (social)

På Royal Unibrews hovedmarkeder, Tyskland drikkes der 101 liter/capita øl om året, som er det næsthøjeste forbrug i Europa, Danmark 62 liter/capita, mens der i de store vinproducerende lande Frankrig kun drikkes 33 liter/capita og i Italien kun 32 liter/capita om året, som er blandt de tre laveste forbrug om året. (Bryggeriforeningen (15.12.2019A)). Med det lave ølforbrug på det franske og italienske marked har opkøbet af en italiensk læskedrik producent samt en fransk lemonade producent i 2018 været et godt supplement for Royal Unibrew.

Royal Unibrew har Faxe fonden som uddeler legater til tidligere medarbejdere eller efterkommere heraf. (Royal Unibrew (22.12.2019A) Derudover er de sponsorer på en lang række begivenheder inden for sport dog primært fodbold, kultur samt musik i hele Danmark. (Royal Unibrew (22.12.2019B)

5.1.4 Teknologiske forhold (technological)

Bryggeribranchen er en industritung produktion, hvorfor optimering af produktionsprocesserne og produktionsteknologi altid er i fokus for optimering. Inden for en efterhånden længere årrække er der i Danmark kommet mange mikrobryggerier til, som innovativt har udviklet nye mærker og smage. I 2012 var der 132 bryggerier, som var vokset til 206 styk i 2018. (Bryggeriforeningen (15.12.2019E)

5.1.4.1 Carlsberg Teknologiske forhold (technological)

Carlsberg har siden begyndelsen haft deres eget laboratorie, hvor de har gjort mange opdagelser, hvor de har forsket i øl, udviklet nye smage, men også lagt vægt på at en Carlsberg pilsnerøl smager fuldstændig ens uanset, hvor den er brygget i verden. Derfor bliver der fragtet øl ind fra Carlsbergs bryggerier til laboratoriet i Danmark, så et hold af eksperter dagligt kan konstatere at smagen er ens uanset hvor den produceres. I dag er laboratoriet topmoderne med fire afdelinger, hvor der konstant arbejdes på udvikle samt forbedre råmaterialer, bryggeproces samt teknologi for at brygge den bedste øl hver gang. (Carlsberg (20.10.2019) De har også i deres strategi et stærkt fokus på at udvikle og optimere deres produktportefølje og produktion, som beskrevet i afsnit 4.1.2.

5.1.4.2 Royal Unibrew Teknologiske forhold (technological)

Som et innovativt initiativ i et konkurrencepræget marked har Royal Unibrew i 2016 indledt et samarbejde med Anders Kissmeyer, der står bag specialbryggeriet af samme navn og som betegnes som værende en af de mest passionerede samt den tredjemest indflydelsesrige brygger indenfor dansk bryggerihistorie. Han har en mangeårig baggrund fra blandt andet Carlsberg og blev i 2012 udnævnt til "Best Active Brewmaster" på globalt plan. Det er hensigten, at Kissmeyer-serien skal være en del af Craftbeer produktporteføljen udsprunget af Kissmeyers passion, personlige interesser og drive. (Royal Unibrew (27.12.2019) og (Fødevarewatch (27.12.2019)

Derudover har selskabet som beskrevet i afsnit 4.2.2 løbende arbejdet med effektiviseringer i form af digitalisering for at udvikle værktøjer, der skaber bedre forbrugeroplevelser, styrker kunderelationerne, optimerer forsyningskæden og styringen deraf samt generelt understøtter innovationen. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 16)

Et nyt CRM-system og et e-kontraktsystem, som giver bedre værktøjer til at arbejde sammen med kunderne, registrering af alle kontrakter og udvikling af forretningsaktiviteterne blandt andet ved bedre forretningsmæssige initiativer. Med henblik på at forbedre kundeservicen er en platform til gradvis

udrulning af e-handel ved at blive testet i Finland og når platformen er på plads kan Royal Unibrew betjene kunderne mere optimalt via call-centre, salgsmedarbejdere eller direkte online via internettet. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 16)

Det er en ny webshop udviklet med passionerede producenter i både Danmark og udlandet "Craft makers Collective", som giver forbrugerne inspiration og let adgang til produkter af høj kvalitet samt udbrede kendskabet til craft-baserede drikkevarer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 16)

Udviklingen af smartere teknologiske løsninger i de to selskaber er tæt relateret til de miljømæssige forhold som beskrives i næste afsnit.

5.1.5 Miljømæssige forhold (ecological)

5.1.5.1 Carlsberg Miljømæssige forhold (ecological)

Med fortsat samme fokus på ølbrygning som de oprindelige pionerer i Carlsberg er der nu også fokus på, at reducere affald, mindske vandforbrug samt beskytte miljøet. Det sker blandt andet ved forsøgsvis at dyrke nye typer afgrøder til brug for ølbrygningen, hvor brugen af pesticider blandt andet reduceres og uden brug af genmodificering. (Carlsberg (17.10.19 A)

Derudover har de via deres TTT "sammen mod nul" indført et bæredygtighedsbegreb, som beskrevet under afsnit 4.1.2. De miljømæssige forhold, der er fokus på i TTT strategien er inden for energi, kul, CO₂ samt vandforbrug med et partnerskab med WWF Danmark for at udtænke optimale løsninger. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 31)

Carlsberg har gjort deres multipakker mere bæredygtige ved hjælp af "Snap pack", der reducerer plastforbruget gennem innovativ limteknologi, hvor eksempelvis 6 dåser er limet sammen i stedet for at pakke dem ind i plastik. Metoden medfører 76% reduktion af deres plastikforbrug i forhold til tidligere indpakningsløsninger og når alle 4,6,8- pakker er konverteret sparer de 1.200 ton plastic, hvilket svarer til 60 mio. plastikposer. (Carlsberg (11.02.2020A)

5.1.5.2 Royal Unibrew Miljømæssige forhold (ecological)

Royal Unibrew ønsker at bidrage positivt til udviklingen i de områder de agerer i ved at begrænse miljøbelastning. I 2018 er der gennemført en væsentlighedsanalyse på mere end 75% af den operationelle miljøpåvirkning for yderligere at identificere fokusområder.

Det er hensigten at tiltræde FN's Global Compact og Retningslinjer for Menneskerettigheder og Erhvervsliv i 2019 og opstille forskellige og flere mål i bestræbelserne for at blive CO₂ neutrale. Rammen for arbejdet med cirkulær miljø har i flere år været sat med fokus på reduktion eller genbrug af materialeforbrug, så værdien deraf genbruges i så lang tid som muligt. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 49)

Royal har derfor ved hjælp af fornyet teknologi fortsat reduceret energi, vand- og vandaflædningsforbrug samt affaldsmængden. Mængden af råvarespild og halvfabrikerede produkter er faldet samtidig med emballagematerialer genbruges i højere grad og udnyttelsesgraden på primær og sekundær transport forøges, hvilket alt sammen har medført et lavere CO₂-aftryk og udviklingen har forløbet tilfredsstillende. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 55)

Fremover er fokus på de opkøbte virksomheder, som trænger til en opgradering af blandt andet spildevandssystemerne i Frankrig. Derudover skal mikrobryggeriet i Odense også optimeres, da der anvendes mere vand i produktionen på grund af lavere produktionspartier end de øvrige produktlinjer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 56)

Royal Unibrews overskudsrester fra ølbrygningsprocessen som rester fra korn samt overskudsgær sælges til forskellige samarbejdspartnere med henblik på at anvende det til animalske fødevarer. Restprodukterne indeholder nemlig store mængder af vitaminer, som er gavnlige til fodring af dyr. Vandaflædningen kan ikke undgås at indeholde forskellige stoffer og det anvendes i et specielt spildevandsanlæg, som så anvendes til at produceres biogas og dermed grøn elektricitet. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 58)

I løbet af 2019 skal store dele af selskabets IT-infrastruktur udskiftes på hovedkontoret for at opfylde både de økonomiske og tekniske krav til ydeevne med den nyeste tilgængelige teknologi, som forventes at skabe en betydelig udvikling til gavn for både Royal Unibrew og miljøet. Det gælder nye servere, køleudstyr, lager samt netværk og vil medføre et væsentligt lavere energiforbrug på forventet 200.000 kwh om året samt 39 tons CO₂. Fremadrettet er det planen, at opgradere mindst en gang hver fjerde eller femte år med henblik på yderligere reduktion af energiforbrug. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 57)

5.3 Porters værdikæde

Porters værdikæde analyse er som det ses i nedenstående figur 5.3 delt op i de primære aktiviteter og støtteaktiviteter. De første er direkte berørt af fremstilling og levering af produktet eller servicen og giver værdi i form af kundens positive oplevelser på vejen gennem kæden. For at kunne gennemføre de primære aktiviteter er der behov for støtteaktiviteterne, som forbedrer effektiviteten af de primære aktiviteter ved at støtte op og få forløbet til at glide problemfrit. (Sørensen, 2017, p. 80)



Figur 5.3 Kilde: Michael E. Porter, Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance, 1985, Free Press (Toolbox(15.03.20)

5.3.1 Primære aktiviteter

5.3.1.1 Indgående logistik

Denne del af værdikæden vedrører alt transport, indkøbs- og lagerstyringsaktiviteter af råvarer, som der skal bruges til at producere produkterne. (Sørensen, 2017, p. 79)

5.3.1.1.1 Carlsberg Indgående logistik

Carlsberg har med deres "Funding the Journey" strategi centraliseret indkøbsfunktionen og er ved at gennemgå lagernetværket med henblik på optimering af logistikken og levering af produkterne. (Carlsberg årsrapport 2015 p. 15) Gennemgangen af lagernetværket har som tidligere skrevet blandt andet medført fjernelse af 1.200 varenumre i 2016 for at forenkle og effektivisere forsyningskæden. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 27)

De har således samlet de centrale indkøb, produktion, logistik, og planlægningsfunktioner i ISC "Integrated Supply Chain" i selskabet Carlsberg supply Company med beliggenhed i Schweiz. ISC administrerer hele koncernens globale bryggerinetværk, håndterer derved indkøbsprocesser, sætter globale standarder for brygningsteknologi, logistiktjenester samt har overblikket over planlægning gennem hele forsyningskæden.

Derved har de ifølge dem selv forbedret brugen af selskabets aktiver, opnået at standardisere processer, øget effektiviteten samt forbedret kundeservicen (Carlsberg (10.02.2020))

5.3.1.1.2 Royal Unibrew Indgående logistik

I 2018 har Royal Unibrew fortsat med bestræbelserne på løbende at reducere spild af råvarer, halvfabrikerede produkter, beholdere og emballage ved at overvåge produktionen lokalt. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 55)

5.3.1.2 Produktion/fremstillingsproces

Denne del af værdikæden vedrører aktiviteter som behandler råvarerne til færdigvarerne og dermed til det endelige produkt ved hjælp af bearbejdning, montering og indpakning. (Sørensen, 2017, p. 79)

5.3.1.2.1 Carlsberg Produktion/fremstillingsproces

Carlsberg har etableret funktionen produktionen, fremstilling og teknologi i Carlsberg Supply Company (CSC), som er ansvarlig for hele bryggerinettet i koncernen. Ved samling af den globale ekspertise kan selskabet dele den allerbedste praksis lige fra ølopskrifter til Lean implementeringer samt sikkerheds- og sundhedspolitikker. Kvaliteten af øllet kontrolleres, bryggeudstyr vedligeholdes effektivt og opførelsen af nye bryggerier over hele verden styres samlet og centralt. (Carlsberg (10.02.2020))

De har med strategien "Funding the Journey" effektiviseret flere led i deres forsyningskæde og implementeret flere optimerende produktionsmetoder. Blandt andet metoden til at genbruge skyllevandet i U.K. og innovationer på emballage, så forbruget af plastic er reduceret.

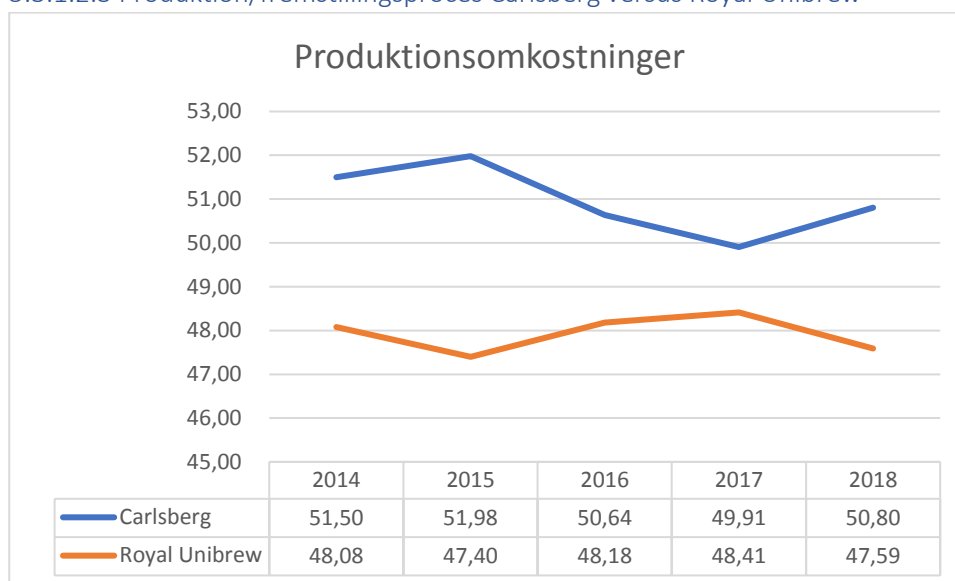
5.3.1.2.2 Royal Unibrew Produktion/fremstillingsproces

Royal Unibrew har i 2018 optimeret deres produktionsprocesser på det store danske bryggeri i

Faxe og for et par år siden på det finske bryggeri i Lahti. De har erstattet en tidligere Kieselguhr filterløsning, som var et engangsmateriale med en bedre og mere effektiv membranfiltrering, som dels kan repareres og dels genbruges mange gange. Filteret anvendes til fremstilling af øl og vier en betydelig værdi til processen med at producere øl. Derudover har de moderne membranløsninger en række andre positive effekter, da udvinding af råmaterialer og transport af kieselguhren over lange afstande for at bortskaffe det brugte kieselguhr. Derved mindskes behovet for en del manuelt arbejde, støvmængden reduceres og det vurderes at de nye membranfiltre reducerer produktionstab i det område med op til 75%. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 60)

Andre effektiviseringer i produktionen bestod af en ny flaskepåfyldningslinje på det Odenseanske bryggeri, for at opnå en bedre kvalitet, fleksibilitet samt højere kapacitet. På et af bryggerierne i Italien er der installeret en ny dåsepåfyldningslinje samt en ny mixer til læskedrikke og i Frankrig blev der investeret i en ny pakkemaskine til linjen for påfyldning af flasker. (Royal Unibrew (01.02.2020))

5.3.1.2.3 Produktion/fremstillingsproces Carlsberg versus Royal Unibrew



Figur 5.3.1.2.3 Egen tilvirkning – Produktionsomkostninger i procent af omsætning 2014-2018

Figuren viser selskabernes produktionsomkostninger i forhold til omsætningen. Carlsbergs omkostninger falder frem til 2018, hvor det stiger næsten 1 %. Royal Unibrews er lidt mere svingende, men falder igen i 2018 også næsten med 1%. Jo højere produktionsomkostninger i forhold til omsætningen, des lavere bruttoavanceprocent og dermed færre omkostninger til at dække de øvrige omkostninger i selskabet, hvilket ikke er en positiv udvikling.

5.3.1.3 Udgående logistik

Denne del af værdikæden vedrører aktiviteter med håndtering af de producerede færdigvarer og dermed transport af produkter til kunden, lagerstyring, afsendelse og slutdistribution. (Sørensen, 2017, p. 79)

5.3.1.3.1 Carlsberg Udgående logistik

Carlsbergs logistik- og forsyningskædefunktion er ansvarlige for distribution af produkterne. De skal altid være tilgængelige hvad enten supermarkedet, restauranten, pubben eller baren efterspørger dem.

Funktionen sikrer at selskabets produkter flyttes fra bryggeriet til kunderne på en både effektiv og miljøvenlig måde. Foruden distribution – og transportstrømmene har funktionen ansvaret for lagernetværket og den fulde planlægning i forhold til efterspørgsel. (Carlsberg (10.02.2020)

Carlsbergs planlægningsfunktion Planning er forsyningskædens ”ende-til-ende” support som sikrer at produkterne kommer til kundernes hylder og videre til leverandørernes leverandør. Planning sikrer de nødvendige produkter altid forefindes på lageret, at der produceres de rigtige produkter i de rigtige mængder og der altid er den nødvendige og rigtige mængde råvarer dertil. Planning består af både et centralt placeret planlægningsteam samt et netværk af planlægningshold, som er etableret på bryggerierne

regionalt i alle landene. På koncern niveau udvikler Planning specialisterne inden for planlægning og kundeservicen. (Carlsberg (10.02.2020))

5.3.1.3.2 Royal Unibrew Udgående logistik

Royal Unibrew har lavet en lettere udgave af deres færdige produkt i form af emballage som dåser, glasflasker og plastflasker, hvilket medfører dels et lavere materialeforbrug til hvert færdigvareprodukt og en optimering af den videre distribution til kunderne, da der kan være flere produkter samlet på hvert køretøj. Ved denne kalibrering og styring af produktionsprocessen, logistikoptimering har selskabet reduceret mængden af plastforbrug med 2.000 tons råvarer samt aluminium til dåser med 769 tons råvarer om året og kan spare transportomkostninger i den udgående logistik. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 59)

5.3.1.4 Markedsføring og salg

Denne del af værdikæden vedrører de aktiviteter målrettet kunderne og som giver dem lyst til at anskaffe sig produktet i form af reklamer, salg og kommunikation om selskabets produkter. (Sørensen, 2017, p. 79)

5.3.1.4.1 Carlsberg Markedsføring og salg

Carlsberg har lavet en markedsføringspolitik, som gælder for alle de ledere og medarbejdere i hele koncernen, som er involveret i salg, markedsføring og kommunikation uanset hvilken kanal som anvendes. Da selskabets mærker er kendte worl-wide og spiller en rolle for flere millioner forbrugere føler de sig forpligtet til at være ansvarlige og tage det sociale ansvar seriøst. Forbrugerne tilskyndes til at bruge deres øl- og alkoholmærker ansvarligt og nyde dem i moderate mængder. Det skal gøres ved at salget, markedsføringen og kommunikationen altid er lovlig ved at overholde nationale regler som varierer fra marked til marked, være anstændig, ærlig samt sandfærdig og udarbejdet med en følelse af socialt ansvar foruden respekten for fair konkurrence. (Carlsberg (11.02.2020B))

Markedsføringspolitikken bør være en integreret del af alle kontrakter, indgå som en fast vejledning til de bureauer, som udvikler materiale eller kampagner for Carlsberg og skal anvendes uanset hvilket medie som anvendes til reklame for selskabets produkter. (Carlsberg (11.02.2020B))

Selskabet er også sponsor og involveret i en lang række af aktiviteter på alle deres markeder. I Danmark er de især kendt for et langvarigt sponsorat af fodboldklubben FC København og det danske fodboldlandshold. Derudover koncerter, festivaler såsom den i Roskilde og kultur som den Lille Havfrue, der er betalt af dem for mange år siden. (Carlsberg (11.02.2020C))

5.3.1.4.2 Royal Unibrew Markedsføring og salg

Royal Unibrew støtter deres kunder og partnere ved at skabe kvalitetsprodukter, oplevelser og service. Deres salgsteams er kernen og har et øje for detaljer og en energisk tilgang til salg med "I can do attitude"

og de sigter mod at være den foretrukne partner for både kunder og forbrugere ved at være innovative og udviklende. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 9)

Royal Unibrew skiftede i 2017 reklamebureau for at styrke og forbedre deres aktiviteter inden for restaurations- og hotelbranchen samt diverse større festivaller og fordi deres eksisterende reklamebureau skiftede til Carlsberg. (Dansk Markedsføring (05.01.2020) I 2017 anvendte de også en del flere penge på markedsføring som følge af en række vækstinitiativer til både nogle nye produkter samt til understøttelse af deres lokale mærkevareportefølje. De fokuserede blandt andet på de sociale medier og på aktivering af forbrugerne, hvilket har styrket profilen og rekrutteret nye forbrugere mellem 18 og 24 år (Royal Unibrew årsrapport 2017 p. 23,27)

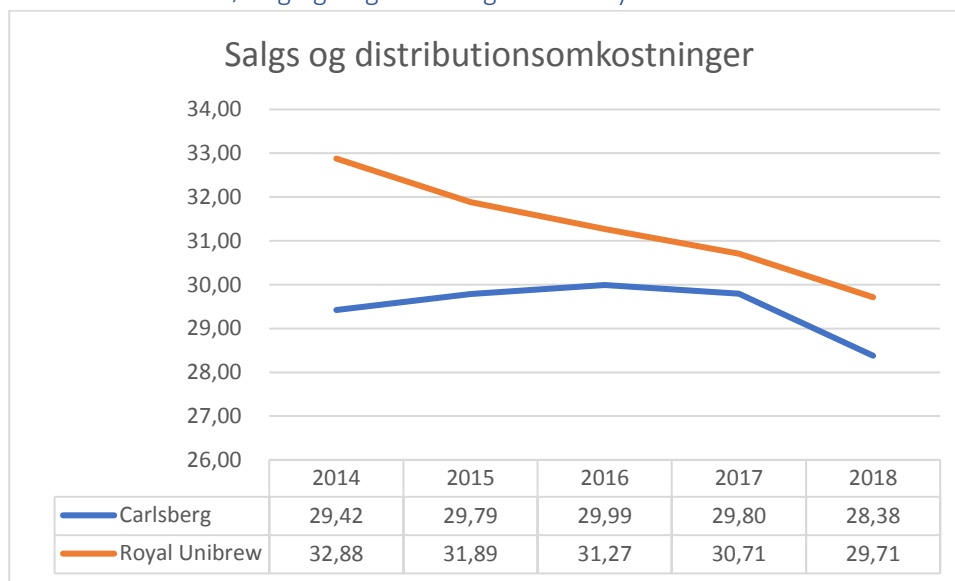
Enhver manglende overholdelse af lovgivning om markedsføring af Royal Unibrews produkter kan selvfølgelig risikere at udsætte selskabet for kritik fra tilsynsmyndigheder, bøder eller negativ pressedækning. I 2018 var de af selskabets medarbejdere som beskæftiger sig med salg og markedsføring af koncernens produkter på uddannelse i den eksisterende markedsføringslovgivning. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 64)

Selskabet er aktive medlemmer i de bryggeriforeninger som er eksisterende på deres betydelige markeder for at være med til at påvirke og have indflydelse på den lokale politik, synspunkter og initiativer omkring ansvarligt alkoholforbrug og markedsføring deraf. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 64)

De er sig bevidste om risikoen ved deres produkter og misbrug af dem og er i god dialog med deres kunder i form af markedsføring og oplysning og har derfor en praksis med at alt markedsføringsmateriale skal godkendes internt og derunder krav om at overholdelse af retningslinjerne også skal være gældende hos eksterne partnere, distributører og reklamebureauer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 64)

Selskabet støtter mange lokale initiativer som en del af deres markedsføring og for at skabe kendskab til deres produkter. Det er både forskellige sportsgrene, som er lokale som dem selv og kendt for at støtte fællesskabet og dertil sponsor til forskellige sundhedsinitiativer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 64)

5.3.1.4.3 Markedsføring og salg Carlsberg versus Royal Unibrew



Figur 5.3.1.4.3 Egen tilvirkning – Salgs- og distributionsomkostninger i procent af omsætning 2014-2018

Carlsbergs salgs- og distributionsomkostninger stiger frem til 2017, hvorefter det falder og Royal Unibrews omkostninger falder hele perioden. Det indikerer umiddelbart, at begge selskabers strategi under udgående logistik med optimering af området har haft en positiv effekt på salgs- og distributionsomkostningerne. Royal Unibrew har højere salgs- og distributionsomkostninger end Carlsberg.

5.3.1.5 Serviceaktiviteter

Denne del af værdikæden vedrører de aktiviteter som opstår efter salget er sket i form af garantiydelse, reklamation, kundeservice og vejledning, ydelser som samlet giver kunderne en fuldkommen oplevelse af produktets værdi. (Sørensen, 2017, p. 79)

5.3.1.5.1 Carlsberg Serviceaktiviteter

Carlsberg har ved "Integrated Supply Chain" som beskrevet i afsnit 4.3.1.1 forbedret kundeservicen. Derudover vil de ved digitalisering servicere on-trade kunderne endnu mere, administrere brands yderligere online og udvikle en højere ekspertise inden for e-handel. (Carlsberg årsrapport 2016 p 26-27) For at imødekomme kundernes behov for digitalisering har de etableret et team til fremskyndelse af den digitale udvikling, som nu blandt andet har udviklet et on-line bestillingssystem for on-trade kunder. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 26-27)

5.3.1.5.2 Royal Unibrew Serviceaktiviteter

Royal Unibrew øger brugen af digitalisering tværgående i koncernen for at give deres kunder en bedre oplevelse, styrke kunderelationerne, være innovative og optimere denne del af værdikæden. Der er således implementeret det nye CRM-system og e-kontraktsystem. Med implementeringen er mødeplanlægningen

effektiviseret og har medført mere professionelle møder med kunderne samtidig med en mere smidig håndtering af nye kunder. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 16)

Alle kontrakter med kunderne er indarbejdet i CRM-systemet, så der er et bedre overblik og nemmere opfølgning og via deres e-commerce platform kan de hjælpe kunderne via deres call-centre, salgsmedarbejdere eller direkte online. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 16)

5.3.2 Støtteaktiviteter

5.3.2.1 Virksomhedens infrastruktur

Denne del af værdikæden vedrører de aktiviteter som alle understøtter og supporterer de øvrige aktiviteter i kæden i form af planlægning, økonomisystemer, kontrol af kvalitet samt den generelle drift af selskabet. (Sørensen, 2017, p. 80)

5.3.2.1.1 Carlsberg Virksomhedens infrastruktur

Carlsbergs hovedkontor ligger i Valby, hvor det hele startede for mange år siden. Der er i hele koncernen 41.430 ansatte i 2017 reduceret til 40.837 i 2018, hvor 38% arbejder i Asien, 30% i Østeuropa samt 29% i Vesteuropa. Salg og marketing beskæftiger flest med 41%, produktion med 33%, distribution med 16% og administrationen med 10%. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 107)

Ved hovedkontoret er der en mindre produktion af specialøl og ellers foregår langt den største danske produktion på det store bryggeri i Fredericia og derudover har de produktion i resten af deres markeder med i alt 76 bryggerier som producerer over 100.000 hektoliter. (Carlsberg årsrapport p. 16-22)

Distributionen foregår i Danmark fra Høje Taastrup, Aalborg samt Fredericia. Carlsbergfondet er kontrollerende hovedaktionær i Carlsberg Group og har i kraft af en bestemmende aktiepost den afgørende indflydelse på selskabet. (Carlsberg (11.02.2020D)

Organisatorisk består det øverste ledelsesteam af CEO Cees't Hart, som kom til Carlsberg i 2015, CFO, som kom i 2016 og er den eneste dansker, vice president for group commercial, som kom i 2018, vice president for group supply chain, som kom i 2017, 3 vice president for de 3 hovedmarkeder Vesteuropa, Østeuropa og Asien, hvor 2 kom i 2014 og 1 kom i 2015. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 52,53)

Det er et internationalt ledelsesteam, som alle har været ansat i forholdsvis kort tid inden for afhandlingens periode. CEO'en takkede nej til jobbet, da han blev spurgt første gang i 2015, men endte med at takke ja på grund af selskabets historie med troen på kvalitet, forskning og returnere noget til samfundet samtidig med fokus på en langsigtet vækst frem for en kortsigtet. (PWC (19.02.2020) Den tidligere CEO blev afskediget efter flere år med nedskrivninger på især det russiske marked og der var store forventninger til

den nye direktør. (Berlingske(01.05.20A) Den tidligere CEO havde store forventninger til især det russiske marked. (Fødevarewatch (01.05.20)

Bestyrelsen består af 14 personer, hvor af 11 er fra Danmark, 3 er kvinder og en god blanding af erfaring, hvor den danske formand har siddet siden 2005 og forventet indtil 2019. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 49-51) I 2015 hentede de en markant personlighed til bestyrelsen i form af Lars Rebien Sørensen, som har været CEO for Novo Nordisk og i front for deres væksteventyr. Han blev hentet ud fra en strategi om at han kan medvirke til at skabe vækst i Carlsberg. (Berlingske(01.05.20A)

Carlsberg har i 2015 implementeret en SAP-løsning, som understøtter salg, finans, indkøb, produktion, logistik samt planlægningsfunktioner og løsningen skal erstatte en række af separate systemer. Derved understøttes selskabets forsyningskæde med funktioner og kapaciteten, effektiviteten samt kundeservice forbedres. (SCM Logistik (19.02.2020B)

Tilbage i 2006 etableredes Carlsberg Shared Services (GSS) i Polen med henblik på at levere regnskabstjenester. Men de 350 ansatte er nu også ansvarlige for IT, stamdata, indkøb, interne kontroller, HR-tjenester, planlægning, logistik, salgssupport. GSS er ved at udvikle intelligent Automation og integrere bots til anvendelse inden for data, rapportering og analyser. (Carlsberg (25.02.2020A)

5.3.2.1.2 Royal Unibrew Virksomhedens infrastruktur

Royal Unibrews hovedkontor ligger i Faxe og selskabet er aktionærejet, hvor Chr. Augustinus Fabrikker A/S Danmark ejer 15,02% samt Black Rock USA ejer 5,02% og øvrige aktionærer ejer under 5%. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 35) Der er i hele koncernen 2.299 ansatte i 2017 stigende til 2.416 i 2018. Selskabet fordeler ikke sine medarbejdere ud på markeder eller funktioner.(Royal Unibrew årsrapport p. 6) De producerer på deres to bryggerier i henholdsvis Faxe og Odense (Royal Unibrew (15.11.2019) og i alt har de 9 produktionssteder placeret rundt omkring på deres markeder.(Royal Unibrew (25.02.2020)

Organisatorisk består det øverste ledelsesteam af CEO Johannes F.C.M Savonije, som kom til Royal Unibrew i 2017 og CFO som kom i 2011 og er den eneste dansker.(Royal Unibrew årsrapport 2018 p.48)

Bestyrelsen består af 10 personer, hvor af 8 er fra Danmark og ingen kvinder og halvdelen er tiltrådt i 2018 og formanden tiltrådte i 2010 forventet indtil 2019. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 46-47)

Royal Unibrew overvåger konstant kvaliteten og effekten og de vil gerne forfølge bedre måder at levere på internt og eksternt. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 9) I 2019 skal de i gang med et større infra-struktur projekt med optimering af forskellige interne processer og forbedring af den interne drift af selskabet.

5.3.2.2 Menneskelige ressourcer

Denne del af værdikæden er tværgående af de primære aktiviteter og er de personalemæssige ressourcer som rekruttering, udvikling samt aflønning af selskabets medarbejdere. Ved at opnå et godt samspil mellem medarbejderne og selskabet via udvikling, motivation, uddannelse samt fastholdelse er der skabt et solidt grundlag for at de primære aktiviteter kan optimeres og dermed samlet bidrage til værdiskabelsen.

(Sørensen, 2017, p. 80)

5.3.2.2.1 Carlsberg Menneskelige ressourcer

Carlsberg er af den opfattelse at for at kunne indfri strategien SAIL'22 er nødt til at skabe en vinderkultur blandt medarbejderne og vil med Triple-A konceptet fokusere på tilpasning, ansvarlighed og handling. De har en lettilgængelig platform med 29 politikker og over 200 manualer omhandlende arbejds- og menneskerettigheder, konkurrenceret, miljø samt bekæmpelse af bestikkelse og korruption. Dermed får medarbejderne en central retning, de vigtigste risici mindskes og den opførsel som forventes er nedskrevet. (Carlsberg (25.02.2020D))

Eftersom selskabet er repræsenteret på så mange forskellige markeder er deres menneskelige ressourcer præget af forskellige kulturer, kompetencer, erfaringer og uddannelser. De også at blive et forskelligartet og inkluderende selskab ved at involvere, acceptere samt værdsætte alle deres medarbejdere uanset forskellighederne og deres mangfoldighed afspejles i både kunder og forbrugere. Der er udarbejdet en diversitets- og inkluderingspolitik, som uddyber ambitioner, tilgang samt fokusområder. (Carlsberg (25.02.2020B))

Politikken er inddelt i fire områder (Carlsberg (25.02.2020C))

- Global tankegang

De ønsker at udvikle mennesker med en global tankegang, kulturel forståelse samt international erfaring med en spændende karriere. For at sikre organisationen forbliver adræt og forberedt på den fremtidige vækst.

- Talent base

Der skal tiltrækkes, udvikles og fastholdes medarbejdere med forskellige perspektiver, baggrund samt erfaring for at understøtte strategien om talenter og talentudvikling. Carlsberg anvender ny og eksisterende teknologi til at screene og understøtte beslutningsprocesserne med udgangspunkt i også at ansætte mangfoldigt.

- Inkluderende ledelse

Ledelsen skal gå forrest med at være inkluderende, da det anses for at være en stærk motivator for innovation, vækst, kreativitet samt inspiration. Ledelsen skal altid være rollemodeller og der bliver tilbudt forskellige ledelsesudviklingsmuligheder.

- Samme muligheder

Der skal være de samme muligheder i hele organisationen uanset udgangspunkt. Ved at anerkende hinanden og se forholdene fra forskellige perspektiver kan der opstå konkurrencemæssige fordele med indflydelse på muligheden for vækst.

Den gennemsnitlige personaleomkostning per medarbejder i 2018 er 259.911 DKK¹⁰ og i 2017 var den 249.578 DKK. Til direktionen er den gennemsnitlige honorering 40.450 TDKK i 2018 og 34.250 TDKK i 2017, mens det gennemsnitlige vederlag til bestyrelsen er 584 TDKK i 2018 og i 2017 599 TDKK. Direktionens aflønning består af forskellige elementer med en fast aflønning, bonus samt aktier. I 2018 stiger bonussen især til CEO og aktieaflønningen stiger til dem begge i forhold til 2017.

5.3.2.2.2 Royal Unibrew Menneskelige ressourcer

Royal Unibrew forebygger alkoholmisbrug blandt sine medarbejdere og har implementeret forskellige sundhedsinitiativer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 64)

Det er en del af selskabets strategi at udvikle medarbejdernes kompetencer i overensstemmelse med behovet i den nuværende stilling, men også med fokus på fremtidige jobmuligheder. Derudover er det naturligt at sørge for det er en sikker arbejdsplads og med et godt arbejdsmiljø med fokus på at undgå arbejdsskader og nedslidning ved hjælp af forskellige målinger og indarbejdede procedurer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 11,50) Blandt initiativerne til udvikling af medarbejderne er deres mentor ordning, hvor de definerer rammerne tilpasset hver enkelt afdeling og medarbejder med forskellige mål, hvor der efterfølgende afholdes udviklingsmøder mellem mentor og mentee med en række systematiske opfølgingsprocedurer. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 53)

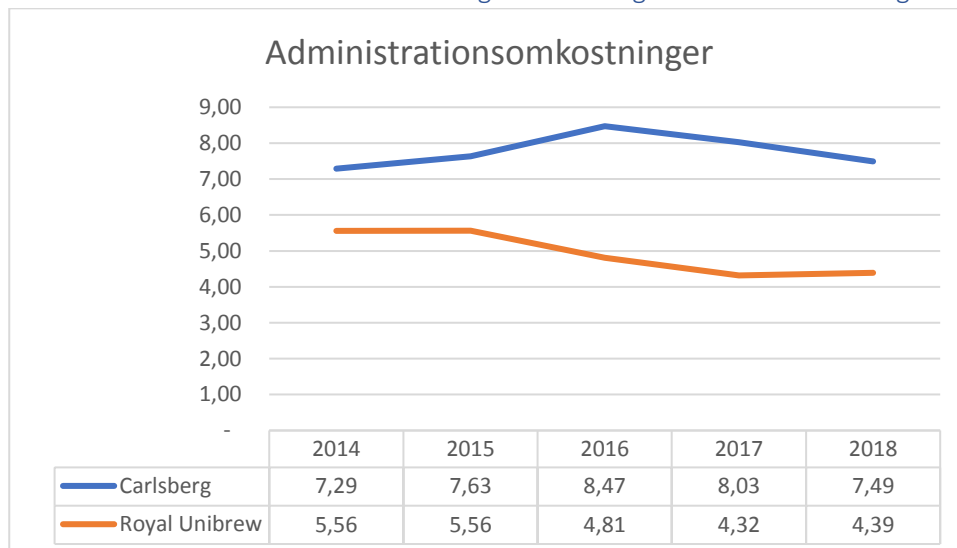
Den gennemsnitlige personaleomkostning per medarbejder i 2018 er 450.945 DKK¹¹ og i 2017 var den 417.109 DKK. Til direktionen er den gennemsnitlige honorering 11.451 TDKK i 2018 og 16.199 TDKK i 2017, mens det gennemsnitlige vederlag til bestyrelsen 394 TDKK i 2018 og i 2017 398 TDKK. Ligesom hos

¹⁰ Carlsbergs årsrapport 2018 p. 47,48,107 Personaleomkostninger 10.614 mio. DKK/40.837, som er det gennemsnitlige antal medarbejdere = 259.911 DKK. Direktion(der er angivet CEO og CFO) 80.900/2 samt bestyrelse 9.35 mio/16

¹¹ Royal Unibrews årsrapport 2018 p. 87 Personaleomkostninger 1.089. mio DKK/2.416, som er det gennemsnitlige antal medarbejdere = 450.945 DKK. Direktion 22.903/2 samt bestyrelse 3.945/10.

Carlsberg aflønnes direktionen med en fast løn, bonusordning samt aktier. Fra 2017 til 2018 er der et fald i den faste aflønning på næsten 10.8 mio. DKK.

5.3.2.2.3 Virksomhedens infrastruktur og menneskelige ressourcer Carlsberg versus Royal Unibrew



Figur 5.3.2.2.3 Egen tilvirkning – Administrationsomkostninger i procent af omsætning 2014-2018

Carlsberg anvender en højere andel af deres omsætning til administration end Royal Unibrew og i 2018 ligger den 41% højere. Det er sjældent, at høje administrationsomkostninger tilfører øget værdi til selskabet. Carlsberg har ellers en lavere gennemsnitlig personaleomkostning end Royal Unibrew i både 2017 og 2018, hvilket er naturligt da de producerer i områder med lavere løn i Asien samt Østeuropa, hvor Royal Unibrew producerer primært i Vesteuropa, som har højere løn.

5.3.2.3 Teknologiske ressourcer og udvikling

Denne del af værdikæden vedrører aktiviteter med forskning, udvikling af produktet, tjenesten eller de fremstillingsprocesser- og udstyr, der er involveret i at producere produktet. Det er væsentligt at følge den teknologiske udvikling, så produktionen er effektivt og kvalitetssikret, men også at have en god sammensætning af nye og etablerede produkter i porteføljen (Sørensen, 2017, p. 80)

Der er skrevet en del vedrørende begge selskabers teknologiske forhold under PESTEL analysen, så i dette afsnit vil jeg skrive mere om produktudvikling, som jeg endnu ikke har berørt så meget endnu i afhandlingen.

5.3.2.3.1 Carlsberg Teknologiske ressourcer og udvikling

Carlsberg har en endnu bredere produktportefølje med flere varianter end Royal Unibrew og har ligeledes udviklet sundere produkter med fokus på færre kalorier, alkohol frie varianter og økologiske øl, dog ikke som det første bryggeri. Derudover har de i samarbejde med Microsoft, Innovationsfonden, Århus

Universitet samt DTU taget udgangspunkt i øl i en historie om kunstig intelligens. Carlsberg arbejder mellem 100-1000 gærprøver dagligt, som alle har betydning for hvordan øllet i den sidste ende kommer til at smage, men mennesker kan kun skelne mellem op til 150 smagsnuancer. I det kunstig intelligens allerede kan tale, høre og føle skal projektet nu have den til at lugte og smage øl. Det gøres ved at avancerede sensorer kodes til at registrere øllets smage og så kan de mange forskellige smagsnuancer laves om til algoritmer. (SCM Logistik (19.02.2020A))

5.3.2.3.2 Royal Unibrew Teknologiske ressourcer og udvikling

Royal Unibrew har en meget bred produktportefølje med mange forskellige øl, sodavand, juice, energy produkter, cider, shots, spiritus og kildevand og har de senere år haft fokus på at udvikle deres produkter med et sundere islæt for øje. Med købet af Nohrlund i 2018 har de fået tilføjet spiritus til deres produktportefølje. Samfundet efterspørger generelt sundere produkter og har et større fokus på økologi, så Royal Unibrew var i 2015 først med en økologisk øl. (Royal Unibrew årsrapport 2015 p. 21)

5.3.2.4 Indkøbsfunktion

Denne del af værdikæden vedrører aktiviteter med indkøbsdelen og dermed valg af leverandør til anskaffelse af de nødvendige råvarer samt ressourcer som produktionsudstyr, lokaliteter, inventar med videre til brug for udførelse de primære aktiviteter. (Sørensen, 2017, p. 80)

For begge selskaber er de vigtigste indkøb råvarer såsom byg/malt, sukker, humle og emballagematerialer såsom dåser, glas og plast.

5.3.2.4.1 Carlsberg Indkøbsfunktion

Ved etableringen af ISC og centralisering samt samling af flere funktioner har Carlsberg opnået et overblik og bedre mulighed for at udfylde rollen med en sikker stabil levering, styring af forsyningsrisici, forhandle og opnå bedre priser samt gøre kompleksiteten i forsyningerne mindre. Det kan blandt andet opnås ved stordriftsfordelene ved større indkøb og dermed mulighed for et længevarende og stabilt forhold til deres leverandører med mere optimale vilkår og handelsbetingelser. (Carlsberg (10.02.2020))

Carlsberg har på deres hjemmeside en lang række informationer og krav til deres leverandører. Blandt andet retningslinjer om sikkerhed og sundhed, adfærdskodeks, erklæring om moderne slaveri foruden generelle indkøbsbetingelser. (Carlsberg (10.02.2020))

5.3.2.4.2 Royal Unibrew Indkøbsfunktion

Royal Unibrew etablerede for år tilbage en central indkøbsorganisation på hovedkontoret i Faxe for at opnå synergier i indkøbsprocessen og for at have en hovedansvarlig som koordinerer med de lokale indkøbere på de forskellige produktionsenheder og for at opnå forsyningssikkerhed foruden en optimal pris på de

forskellige produkter. De arbejder løbende med effektivitetsforbedringer ved hjælp af bedre udstyr samt en mere effektiv værdikæde. (Royal Unibrew (02.02.2020)

Kapitel 6 - Finansiell analyse

Alle reformuleringerne i både Carlsberg og Royal Unibrew har krævet en grundig gennemgang af selskabernes årsrapporter ved at læse de forskellige noter knyttet til alle de opgjorte tal for at rense dem for eventuelt støj samt dirty-surplus poster og jeg har dermed forsøgt at gøre de to selskaber så sammenlignelige som muligt.

De aflægger naturligvis årsrapporterne forskelligt, så det vil reformuleringerne i mindre grad bære præg af, hvis jeg ikke har kunne finde alle tal. Jeg vil i de næste afsnit fortælle hvordan jeg har udarbejdet reformuleringerne i begge selskaber og derved beskrive de noter, som de har forklaret og uddybet sin regnskabspraksis med.

Selskabernes overskud har skattekonsekvenser og i de officielle resultatopgørelser er der kun angivet et skattebeløb, som "skat af årets resultat". Ved reformuleringen af resultatopgørelsen har jeg allokeret skatten ud på de forskellige indtægter og omkostninger, så alle poster derefter er opgjort på "efter skat" basis. (Sørensen, 2017, p. 239) Der er anvendt den relevante danske skattesats de enkelte år, da den ændrer sig i perioden. Det hele ses i de relevante respektive bilag for hvert selskab, som er bilag 1-5 for Carlsberg og bilag 9-13 for Royal Unibrew.

Balancerne har jeg delt op i de kilder som er med til at identificere deres rentabilitet med en opdeling i driftsaktiviteter, som viser hvordan selskaberne **anvender** den anskaffede kapital til at skabe værdi og finansieringsaktiviteter, som viser hvordan selskaberne **skaffer** kapital. Derefter opdeles driftsaktiviteterne i anlægskapital, som er immaterielle langfristede driftsaktiver plus materielle langfristede driftsaktiver plus/minus andre langfristede driftsaktiver netto. Arbejdskapitalen findes ved kortfristede driftsaktiver minus kortfristede driftsforpligtelser. Ved anlægskapital fratrasket arbejdskapitalen findes netto driftsaktiver. (Sørensen, 2017, p. 204,205)

Driftsaktiver og driftsforpligtelser er poster som vedrører produktion og salg af selskabernes varer. Ved alle reformuleringerne er det vigtigt at være konsekvent i placeringen af poster, så de klassificeres ensartet på tværs af både resultatopgørelse og balance, så det har jeg naturligvis gjort.

I den reformulerede balance kunne jeg have valgt at opdele og estimere de likvide beholdninger i en driftslikviditet/aktiv med 0,5-2 procent af nettoomsætning i stedet for at tage det hele som en finansiell likviditet/aktiv, hvilket jeg ikke har valgt at gøre i nogen af selskaberne, da jeg ikke har vurderet det til at gøre den store forskel i denne analyse. (Sørensen, 2017, p. 207)

Alle poster er selvfølgelig rensset for minoritetsinteressers andel og det er derved kun Carlsberg og Royal Unibrews ordinære aktionærers andel som er med og som jeg grundlæggende analysere.

6.1 Carlsberg

6.1.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Deles op i henholdsvis transaktioner med aktionærer/ejere og totalindkomst. Dermed er egenkapitalopgørelsen rensset for transaktioner med minoritetsinteresser, idet de ikke anses for at have samme interesse i selskabet som hovedaktionærerne.

Transaktioner med ejerne er kapitalindskud/udbetalinger i form af køb/salg af aktier, betalt udbytte til aktionærerne, udnyttelse af aktieoptioner, aktiebaseret vederlæggelse samt akquisition.

I årsrapporten for 2018 foreslås et udbytte på 18 kr. pr. aktie mod 16 kr. i 2017 og beløbet er inkluderet i resultatet med 2.439 mio.kr. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 89)

Selskabet har startet et aktietilbagekøbs program og det er planen, at der skal tilbagekøbes for op i mod 4.5 mia. kr. over en årrække og en del af beløbet er medtaget i denne reformulerede egenkapitalopgørelse (Carlsberg årsrapport 2018 p. 89)

Carlsberg aflønner visse medarbejdere med forskellige aktiebaserede programmer ud fra nogle opstillede Key Performance Indikatorer og en defineret optjeningsperiode (KPI). Hvis medarbejderne opnår sine KPI, så har de mulighed for at købe B-aktier til en forudbestemt pris. I 2018 blev 206 medarbejdere på tværs af koncernen aflønnet med aktier.

Programmerne er lavet for at fastholde, tiltrække og motivere koncernens direktører og andre ledelsesniveauer, så de har samme fokus på resultatet som aktionærerne. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 109)

Aktiebaseret vederlæggelse er en egenkapitalbaseret aktieoptionsordning. (Sørensen, 2017, p. 188)

Derudover er der udnyttet aktieoptioner for 94 mio. kr. og aktiebaseret aflønning til en kurs under markedskursen medfører et tab for selskabet, som vil blive bogført i resultatopgørelsen som en form for løn til medarbejderne. (Sørensen, 2017, p. 190) Dette tab er ikke beregnet og opgjort i denne afhandling, og derved er kun de 94 mio. kr., der er medtaget som en omkostningstransaktion med ejerne.

Dirty-Surplus transaktionerne opgjort som totalindkomst i den reformulerede egenkapitalopgørelse vil blive kommenteret i det efterfølgende afsnit med den reformulerede resultatopgørelse, hvor de også er medtaget.

6.1.2 Reformulering af resultatopgørelse

Den reformulerede resultatopgørelse ses i både bilag 2 og 3, da jeg har lavet en udvidet med de detaljerede poster og en samlet for overskuelighedens skyld. Carlsberg har i forhold til Royal Unibrew flere usædvanlige poster at tage højde for.

Tab vedrørende tilgodehavender fra salg 928 mio. DKK i 2018 er fratrasket selskabets nettoomsætning og lagt til under driftsomkostningerne. Jeg har ikke skelnet mellem hvordan tabet er skabt i forhold til on-trade lån eller øvrige tab, men modregnet det hele. Øvelsen gøres for at undgå nettoomsætningen pustes op og indeværende periodes salg ikke forvrænges af ændringer i skøn over tab fra tidligere års creditsalg.

(Sørensen, 2017, p. 221)

Tab på tilgodehavender faldt i Polen, mens de steg i Frankrig, men samlet mindre i 2018 end de øvrige år. Frankrig er det land, hvor Carlsberg har den største andel af tilgodehavender på 14 % i 2018 mod 7% i 2017, hvilket skyldes både en omklassificering af on-trade lån samt væsentlig stigning i tilgodehavender fra salg. Derefter er det Rusland, som er stabile med 11% i 2018 og 12% i 2017. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 71)

Derefter har jeg fratrasket core driftsomkostningerne, som har været med til at skabe nettoomsætningen og korrigeret for afskrivningerne i et samlet beløb, for at bestemme EBITDA. I den forbindelse har jeg gennemgået årsrapporterne i forhold til at definere om der er poster af engangskaraktér i de rapporterede poster, da de så skal trækkes ud.

Efter afskrivninger og den beregnede skat på driftsoverskuddet fra salg har jeg opgjort NOPAT, som i 2018 er på 6.572 mio. DKK, hvilket er det højeste i perioden og er det permanente overskud fra Carlsbergs kerneaktivitet med at sælge deres produkter. Den højere NOPAT er primært baseret på lavere driftsomkostninger og mindre afskrivninger, idet nettoomsætningen kun er svagt stigende i forhold til 2017, men lavere end 2014-2016.

Under core andet driftsoverskud består andre driftsindtægter netto fra aktiviteter med udlejning af ejendomme, restauranter samt forskningsaktiviteter og er sekundære i forhold til de primære aktiviteter og er i 2018 på 68 mio. DKK. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 67)

Indtægter fra kapitalandele og anden totalindkomst fra associerede virksomheder er skabt fra de associerede selskaber og ikke fra moderselskabets resultatopgørelse og skal derfor medtages som andet driftsoverskud. (Sørensen, 2017, p. 226) Beløbet på 130 mio. DKK er faldende grundet dårlige resultater i markederne Myanmar og Cambodja. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 103)

Både andre driftsindtægter netto og indtægter fra kapitalandele er medtaget som en del af core driftsoverskuddet, da de er tilbagevendende permanente poster. Core driftsoverskud i alt på 6.759 mio.

DKK i 2018 er derved resultatet fra Carlsbergs permanente og tilbagevendende indtægter og omkostninger, som er en del af selskabets primære aktivitet og med til at generere det samlede core driftsoverskud.

Under usædvanlige poster skal de poster som ikke direkte har en effekt og tilknytning som primære aktivitet medtages.

Nettogevinst ved salg af im/materielle aktiver er tab/gevinst fra aktiviteter vedrørende drikkevarer og er det beløb, som udgør forskellen mellem afskrivninger samlet fratrasket salg af im/materielle aktiver. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 82)

Særlige poster netto er store udsving hen over årene med særligt store beløb i 2014, 2015, 2017. I 2014 med et beløb på -1.353 mio. DKK skyldes det især nedskrivninger og omstruktureringer på Baltika bryggeriet i Rusland med 785 mio. DKK hvor der blev lukket to bryggerier, nedskrivning og omstruktureringer i forbindelse med optimering og standardisering på bryggerier i Vesteuropa med 285 mio. DKK og ellers andre omstruktureringer samt nedskrivninger på andre bryggerier. (Carlsberg årsrapport 2014 p. 96)

Årsrapporten for 2015 er beløbet -8.659 mio. DKK, som skyldes en yderligere nedskrivning på 344 mio. DKK på de bryggerier i Rusland som blev lukket i 2014. Derudover 2.882 mio. DKK vedrørende omstrukturering og værdiforringelse på grund af markedet i Kina ikke leverede de forventede resultater ved bedre effektivitet på grund af skærpede konkurrencevilkår. 270 mio. DKK vedrørende et bryggeri i Kina, hvor der var højere vækst i Tuborg mærket, men på bekostning af lavere vækst i de lokale mærker. I alt var der en nedskrivning på grund af værdiforringelse af varemærker på i alt 4. 475 mio. DKK vedrørende bryggerierne i Rusland og Kina udover de ovennævnte beløb. (Carlsberg årsrapport 2015 p. 90-91)

2017 årsrapporten er beløbet på -4.565 mio. DKK, som primært skyldes værdiforringelse af brands, omstruktureringer og fratrædelsesgodtgørelser primært i forbindelse med afhændelse af bryggeri på det kinesiske marked og et mindre marked på det baltiske marked i Rusland.(Carlsberg årsrapport 2017 p. 81,82)

Pensionsforpligtelser efter skat er medtaget som en usædvanlig post, idet posten vurderes at være uforudsigelig og ikke en del af de primære aktiviteter. (Sørensen, 2017, p. 235)

Core finansielle poster er opgjort i almindelige renteindtægter og rentekomkostninger, som antages at være tilbagevendende og derfor primære. De øvrige finansielle poster vurderer jeg som værende usædvanlige, hvor den største i alle årene er valutakursregulering tilknyttet udenlandsk virksomhed opgjort som en del af totalindkomstopgørelsen med særligt høje poster i 2014 med -16.938 mio. DKK, som skyldes tab på

baggrund af valutakurs omregning (Carlsberg årsrapport 2014 p. 100) og 2016 med gevinst på 5.843 mio. DKK på baggrund af valutakurs omregning. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 87)

6.1.3 Reformulering af balance

De fleste af balancens poster kan placeres entydigt i forhold til deres karakter, der er dog alligevel en anledning til at knytte en kommentar til nogle af de valg jeg har truffet i reformuleringen af Carlsbergs balance, som kan ses i bilag 4.

Kapitalandele i associerede virksomheder kan opdeles i driftsmæssige og finansielle aktiviteter, men jeg har valgt at medtage hele beløbet under langfristede driftsaktiver netto, da det dels er en tidskrævende opgave at opdele uden den større merværdi analyse-mæssigt og jeg har gjort det ens i begge selskabers reformulerede balancer.

Udskudt skat, skatteaktiv og selskabsskat opstår stort set altid fra beregninger i driftsoverskuddet i den skattepligtige indkomst samt det regnskabsmæssige overskud, hvorfor de er relateret til driftsaktivitet og medtaget dersom. (Sørensen, 2017, p. 209)

Pensionsforpligtelser er en omkostning som hidrører fra et ansættelsesforhold og lønvilkår og derved en beslutning relateret til drift. (Sørensen, 2017, p. 205)

Anden gæld/garantiforpligtelser vedrører overvejelser omkring put-optioner¹², der er konsolideret som om de allerede er erhvervet for Carlsberg. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 102)

Hensættelser på -3.827 mio. DKK i 2018 vedrører omstruktureringer primært i Sverige og deraf afledte omkostninger til fratrædelser og opsigelser samt overskudsdeling i Frankrig, andre medarbejderforpligtelser samt pensionsydelse foruden forventede retstvister. (Carlsberg årsrapport p. 85)
De er alle vurderet til at være driftsrelaterede og klassificeret som et langfristet driftsaktiv.

Kreditinstitutter øvrige er kortfristede gældsforpligtelser, hvorfor jeg har kategoriseret dem som værende relateret til driftsaktiviteter som en driftsforpligtelse. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 91)

Andre finansielle tilgodehavender er vedrørende on-trade lån og de kunne også være klassificeret som et driftsaktiv i stedet for det finansielle aktiv jeg har klassificeret det som.

¹² En put-option er en salgsret, hvor Carlsberg på et tidspunkt i fremtiden kan sælge eller købe et bestemt værdipapir eller andel i et bryggeri til en bestemt pris.

Carlsberg benytter sig af mindre leasingaftaler vedrørende biler og lastbiler, hvor værdien af aktiverne er lav og kontraktperioden er kort. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 120) De har ikke specificeret dem regnskabsmæssigt, så de er ikke behandlet her, da det ikke er muligt.

6.1.4 Reformulering af pengestrømsopgørelse

Som det ses i bilag 5 i perioden 2014-2018 stiger Carlsbergs pengestrømme fra drift, hvilket især i 2018 skyldes en positiv likviditetsforbedring fra ændringen i kreditorer og anden gæld med 2.917 mio. DKK. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 69)

Pengestrømmene fra investeringsaktiviteten er højst i 2014, som skyldes køb af im/materielle aktiver med -5.888 mio. DKK samt opkøb af associerede virksomheder og joint ventures for -1.681 mio. DKK. Det er bryggerier beliggende primært i Kina og derudover Singapore samt Vietnam. (Carlsberg årsrapport 2014 p. 69,114)

I 2016 er pengestrømmene fra investeringsaktiviteten lavest med -713 mio. DKK, som skyldes den lavest investerede sum i im/materielle aktiver for den analyserede periode med køb for -3.820 mio. DKK og salg af virksomheder for 1.969 mio. DKK og salg af associerede virksomheder og joint ventures for 716 mio. DKK. Salget er effektueret som en konsekvens af strategien "Funding the Journey" og vedrører omstrukturering primært på det kinesiske marked, hvor 9 enheder blev afhændet. Derudover blev kontrollerende andele i Malawi samt Vietnam afhændet. (Carlsberg årsrapport 2016 p. 58, 97)

Som en fortsat del af strategien "Funding the Journey" fortsatte Carlsberg med at effektivisere og afhændede i 2017 selskaber i Usbekistan og Tyskland for 268 mio. DKK samt afhændelse af associerede selskaber i Rumænien, Rusland og Sverige for 242. mio. DKK (Carlsberg årsrapport 2017 p. 56,96)

Pengestrømmene fra investeringsaktivitet i 2018 på -5.891 mio. DKK kan forklares med køb af im/materielle aktiver for -4.017 mio. DKK samt køb af virksomheder med -974 mio. DKK samt opkøb af associerede virksomheder og joint ventures for -1.491 mio. DKK. De fik i året kontrol over en bryggerigruppe i Cambodja for at styrke selskabets tilstedeværelse i Asien og udnyttede put-optioner i Grækenland samt Hviderusland. (Carlsberg årsrapport 2018 p. 60, 100)

Carlsberg har i perioden forbedret deres likviditetsberedskab og i 2018 højest med 2.358 mio. DKK og det er også året hvor fremmedfinansieringen er på det laveste niveau med 123 mio. DKK.

6.2 Royal Unibrew

6.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Deles som i Carlsbergs egenkapitalopgørelse op i henholdsvis transaktioner med aktionærer/ejere og totalindkomst. Dermed er egenkapitalopgørelsen som det ses i bilag 9 renset for transaktioner med minoritetsinteresser, som i Royal Unibrew kun er aktuelt i 2018.

I årsrapporten for 2018 foreslås et udbytte på 10,80 kr. pr. aktie mod 8,90 kr. i 2017 og beløbet er inkluderet i resultatet med 451 mio. DKK (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 5)

Selskabet har ligeledes startet et aktietilbagekøbs program med henblik på at justere kapitalstrukturen og det forventes, at der købes for op til 400 mio. DKK frem mod oktober 2019. I 2018 er der medtaget køb af egne aktier for 484 mio. DKK (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 22)

Som en del af Royal Unibrews langsigtede incitamentsplan fra 2017 blev de to ledelsesmedlemmer tilbudt begrænsede aktier som en del af deres aflønning ud fra specifikke optjeningskriterier. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 43)

Aktiebaseret vederlæggelse er en egenkapitalbaseret aktieoptionsordning og er på 7.7 mio. DKK. (Sørensen, 2017, p. 188)

Dirty-Surplus transaktionerne opgjort som totalindkomst i den reformulerede egenkapitalopgørelse vil blive kommenteret i det efterfølgende afsnit med den reformulerede resultatopgørelse, hvor de også er medtaget præcist som i Carlsbergs reformuleringer.

6.2.2 Reformulering af resultatopgørelse

Royal Unibrews reformulerede resultatopgørelse ses i bilag 10 og 11. Tab vedrørende tilgodehavender fra salg 4 mio. DKK i 2018 (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 88) er fratrasket selskabets nettoomsætning og lagt til under driftsomkostningerne. Jeg har heller ikke i reformuleringen af Royal Unibrew skelnet mellem hvordan tabet er skabt, men modregnet det hele. Tabet specificeres ikke på markederne i årsrapporten.

Derefter har anvendt samme metode som i Carlsberg, hvor jeg har fratrasket core driftsomkostningerne, som har været med til at skabe nettoomsætningen og korrigeret for afskrivningerne i et samlet beløb, for at bestemme EBITDA. I den forbindelse har jeg gennemgået årsrapporterne i forhold til at definere om der er poster af engangskaraktér i de rapporterede poster, da de så skal trækkes ud.

Efter afskrivninger og den beregnede skat på driftsoverskuddet fra salg har jeg opgjort NOPAT, som i 2018 er på 1.035 mio. DKK, hvilket er det højeste i perioden og er det permanente overskud fra Royal Unibrews kerneaktivitet med at sælge deres produkter. Den højere NOPAT er primært baseret på en væsentligt højere omsætning, da driftsomkostningerne også alle er stigende i den analyserede periode.

Indtægter fra kapitalandele og anden totalindkomst fra associerede virksomheder er skabt fra de associerede selskaber og ikke fra moderselskabets resultatopgørelse og skal derfor medtages som andet driftsoverskud. (Sørensen, 2017, p. 226) Beløbet på 19.6 mio. DKK er svagt stigende i forhold til 2017, men faldet meget i forhold til 2014-2016, hvilket kan betyde dårligere regnskabsmæssige resultater fra de selskaber, men det præsenteres ikke i årsrapporternes noter. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 71,96)

Både andre driftsindtægter netto og indtægter fra kapitalandele er medtaget som en del af core driftsoverskuddet, da de er tilbagevendende permanente poster. Core driftsoverskud i alt på 1.056 mio. DKK i 2018 er derved resultatet fra Royal Unibrews permanente og tilbagevendende indtægter og omkostninger, som er en del af selskabets primære aktivitet og med til at generere det samlede core driftsoverskud.

Under usædvanlige poster skal de poster som ikke direkte har en effekt og tilknytning som primære aktivitet medtages.

Nettogevinst ved salg af im/materielle aktiver er det beregnet beløb, som udgør forskellen mellem afskrivninger fordelt på art i note 6 og de samlede afskrivninger opgjort i anlægsnote 12. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 89,94)

Usædvanlige driftsposter er højere i både 2014 og 2015, hvilket skyldes poster fra totalindkomstopgørelsen vedrørende opskrivning af langfristede aktiver, da de karakteriseres som engangsposter skal de medtages under usædvanlige poster. (Sørensen, 2017, p. 235) Beløbet på 70 mio. DKK i 2014 og 39 mio. DKK i 2015 skyldes opskrivninger på projektudviklingsejendomme vedrørende bryggerigrunden fra det nedlagte Ceres bryggeri i Århus. Selskabet indgik i 2011 en samarbejdsaftale med baseret på en optionsmodel, hvor køberen af grunden kan erhverve grunden stykvis til og med 2016. (Royal Unibrew årsrapport 2015 p. 82-83) Core finansielle poster er som ved Carlsberg opgjort i almindelige renteindtægter og rentekomkostninger, som antages at være tilbagevendende og derfor primære. I 2018 er der medtaget leasing aktiviteter for -2 mio. DKK. Royal Unibrew har valgt at implementere IFRS 16 Leasing¹³ og som følge deraf ændret sin regnskabspraksis fra 1. januar 2018. Det er leasing af forskelligt anlæg og produktionsudstyr. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 95)

De øvrige finansielle poster vurderer jeg som værende usædvanlige, hvor den største i alle årene er valutakursregulering tilknyttet udenlandsk virksomhed opgjort som en del af totalindkomstopgørelsen med

¹³ Ifølge IFRS 16 leasing skal leasing aftaler indregnes i balancen som en forpligtelse og et aktiv som repræsenterer selskabets brugsret for den aftalte periode. Obligatorisk at implementere fra 1. januar 2019 for selskaber som rapporterer efter IFRS standarderne som Carlsberg og Royal Unibrew..

særligt høje poster i 2014 med -14 mio. DKK, -9 mio. DKK i 2016 og en gevinst i 2018 på 9.7 mio. DKK., som skyldes tab/gevinst på baggrund af valutakurs omregning (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 100)

En anden stor usædvanlig finansiell post er værdiregulering af sikringsinstrumenter fra råvare, valuta samt rentesikring efter skat, som er positiv i alle årene bortset fra 2018, hvor det har kostet 12.7 mio. DKK. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 71, 91)

6.2.3 Reformulering af balance

De fleste af balancens poster kan placeres entydigt i forhold til deres karakter, der er dog alligevel også i Royal Unibrew en anledning til at knytte en kommentar til nogle af de valg jeg har truffet i reformuleringen af selskabets balance, som ses i bilag 12. Ellers er mine valg for klassificeringer og valg deraf beskrevet under Carlsbergs afsnit, så det vil jeg ikke gentage her, da det er opgjort efter samme metode.

Immaterielle langfristede driftsaktiver stiger meget i 2018 oppebåret af især goodwill, varemærker samt kunderelationer og det skyldes de erhvervede virksomheder, som tidligere beskrevet er købt i året. 67% af værdien på de immaterielle aktiver er skabt på det baltiske marked og 33% i Vesteuropa. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 91-92) Anden gæld under langfristede driftsaktiver netto på er stigende -44 mio. DKK i 2018, men er ikke specificeret i noterne, men jeg har antaget det er en del af selskabets drift. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 72)

Andre tilgodehavender under kortfristede driftsaktiver er stigende og er i 2014 med 62.7 mio. DKK, 2015 med 53.5 mio. DKK og 2018 med 39.5 mio. DKK, der er ikke angivet en forklaring på stigningen i årsrapporterne. Tilgodehavender fra salg er stigende i hele analysens periode med det højeste beløb i 2018 på 627 mio. DKK, hvilket hænger naturligt sammen med årets omsætningsstigning. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 98)

Den langfristede gæld til kreditinstitutter er i 2016 lavest med 0 og højst i 2018, hvilket formentligt hænger sammen med salget af bryggerigrunden i 2016 og opkøbene i 2018. Det er ikke specificeret i noterne. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 102)

6.2.4 Reformulering af pengestrømsopgørelse

I bilag 13 ses opgørelsen, som viser at i perioden 2014-2018 stiger Royal Unibrews pengestrømme fra drift også, hvilket især i 2018 skyldes et godt resultat. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 71) Pengestrømmene fra investeringsaktiviteten er højst i 2018 med -1.622 mio. DKK, som primært skyldes køb af im/materielle aktiver med -321 mio. DKK samt opkøb af virksomheder for -1.327 mio. DKK, hvor bryggeriet i Frankrig har været lidt dyrere end det italienske køb. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 73, 104-106) I de øvrige

årsrapporter er pengestrømme fra investeringsaktivitet genereret fra køb/salg af im/materielle aktiver, som i 2016 har skabt et positivt afkast.

Royal Unibrew har i perioden finansieret selskabets aktiviteter ved forøget træk på kreditfaciliteter med et provenu på -1.216 mio. DKK samt -544 mio. DKK via likviditetstræk og dermed mindsket selskabets likviditetsberedskab. (Royal Unibrew årsrapport 2018 p. 73)

6.3 Common-Size-Analyse

I en Common-Size-Analyse af to selskaber er det oftest anvendt, at stille dem op over for hinanden i hvert år, men det synes jeg gav et rodet overblik, så jeg har valgt at stille dem op selskabsvis og så kommentere samt sammenligne på den måde. Det viser under alle omstændigheder udviklingen for de to selskabers resultatopgørelse og balance.

Resultatopgørelsen viser hvor gode de hver især er til at udnytte deres omsætning bedst muligt.

Totalindkomst til ordinære aktionærer kaldes også netto overskudsgrad, som viser hvor mange ører de tjener netto for hver omsætningskrone. Balancen har jeg delt op i kort- og langfristede driftsaktiver og driftsforpligtelser med de kategorier, jeg synes er interessant at vise. De enkelte nøgletal udtrykkes i en procentsats af de samlede summer og viser hvilket nøgletal er størst i de respektive selskaber.

6.3.1 Carlsberg

6.3.1.1 Resultatopgørelse

Carlsberg Common-Size-Analyse	2015	2016	2017	2018
Resultatopgørelse				
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-80,51%	-79,77%	-78,48%	-78,57%
EBITDA	19,49%	20,24%	21,53%	21,43%
Afskrivninger	-7,32%	-7,64%	-7,58%	-6,62%
EBIT	12,17%	12,59%	13,95%	14,81%
Skat EBIT	-4,95%	-4,18%	-4,29%	-4,14%
NOPAT	7,22%	8,41%	9,66%	10,67%
Core andet driftsoverskud	0,84%	0,78%	0,56%	0,30%
Usædvanlige driftsposter	-10,65%	-1,19%	-3,97%	-0,49%
Driftsoverskud i alt	-2,59%	8,00%	6,24%	10,48%
Core netto finansielle poster	-1,30%	-1,12%	-0,81%	-0,54%
Usædvanlige finansielle poster	-7,03%	9,20%	-6,99%	-5,75%
Totalindkomst før minoriteter	-10,91%	16,08%	-1,55%	4,19%
Minoritetsinteresser	-0,94%	-0,64%	-0,82%	-1,39%
Totalindkomst ordinære aktionærer	-11,85%	15,45%	-2,38%	2,80%

Figur 6.3.1.1 Common-Size-Analyse af resultatopgørelse Carlsberg 2015-2018 egen tilvirkning

Selskabets driftsomkostninger er svagt faldende i forhold til omsætningen i alle årene dog med en mindre stigning i 2018. Afskrivninger anvender Carlsberg i forhold til Royal Unibrew, som det ses i deres Common-Size-Analyse figur 6.3.2.1 en højere andel af hver omsætningskrone, men Carlsbergs afskrivningsandele er dog faldende de sidste tre år af analyseperioden.

De meget høje usædvanlige driftsposter i 2015 på -8.659 mio. DKK grundet nedskrivninger og omstruktureringer i Rusland og Kina, som er detaljeret beskrevet under den reformulerede resultatopgørelse bidrager negativt med -10,65%. Derudover bidrager de usædvanlige finansielle poster negativt med -7,03%, hvilket især skyldes valutakursregulering tilknyttet udenlandsk virksomhed på -3.824 mio. DKK. I forening medfører primært disse usædvanlige poster en negativ totalindkomst til de ordinære aktionærer i 2015.

De usædvanlige finansielle poster i 2016 primært skabt fra en gevinst på 5.843 mio. DKK på baggrund af valutakurs omregning er omvendt medvirkende til det bedre resultat i totalindkomsten til ordinære aktionærer i det år.

I 2017 er usædvanlige driftsposter på -4.565 mio. DKK fra værdiforringelse af brands, omstruktureringer og fratrædelsesgodtgørelser fra det kinesiske og russiske marked samt de usædvanlige finansielle poster primært fra en valutakursregulering på -3.842 Mio. DKK skyld i den negative totalindkomst til ordinære aktionærer.

Common-Size-Analysen for Carlsberg viser, at Carlsberg i 2015 har tjent -11,85 øre, i 2016 15,45 øre, 2017 - 2,38 øre samt i 2018 2,80 øre pr. omsætningskrone. Da de poster som har medført de negative resultater i 2015 og 2017 er usædvanlige og derfor ikke en del af de permanente poster i selskabet, behøver udviklingen ikke nødvendigvis at være kritisk for Carlsberg i fremtiden.

6.3.1.2 Balance

Carlsberg Common-Size-Analyse	2015	2016	2017	2018
Balancer				
Kortfristede driftsaktiver				
Varebeholdninger	27,37%	29,41%	32,52%	35,49%
Tilgodehavende fra salg	41,08%	40,70%	39,11%	40,68%
Andre kortfristede driftsaktiver	31,55%	29,89%	28,37%	23,83%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Kortfristede driftsforpligtelser				
Leverandørgæld	43,30%	41,52%	55,64%	49,31%
Indløsningsforpligtelse returemballage	6,42%	5,17%	6,51%	4,82%
Andre kortfristede driftsforpligtelser	50,27%	53,31%	37,85%	45,87%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Langfristede driftsaktiver				
Goodwill og varemærker	66,03%	68,45%	67,51%	66,64%
Andre immaterielle aktiver	2,78%	2,04%	1,64%	1,23%
Materielle aktiver	25,17%	23,71%	24,81%	25,78%
Andre langfristede aktiver	6,01%	5,80%	6,05%	6,35%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Langfristede driftsforpligtelser				
Udskudt skat	45,05%	36,05%	34,78%	34,32%
Andre langfristede driftsforpligtelser	54,95%	63,95%	65,22%	65,68%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Figur 6.3.1.2 Common-Size-Analyse af balance Carlsberg 2015-2018 egen tilvirkning

I Carlsbergs balance bemærkes det især, at den stigende varebeholdning ser ud til at være finansieret af leverandørerne, da leverandørgæld også stiger i perioden og er højest i 2017. Det kan være en fordel at finansiere sin drift via leverandørgæld, da det frigiver likviditet til andre poster og oftest ikke er rentebærende gæld. Carlsberg kan via sin størrelse formentligt forhandle nogle gode leverandør rabatter og kredittider.

Tilgodehavende fra salg er i 2018 stigende, hvilket skyldes om klassificering af on-trade lån og en væsentligt forøgelse af tilgodehavender fra salg, som beskrevet under den reformulerede resultatopgørelse især fra markedet i Frankrig og et stabilt tilgodehavende fra Rusland. Stigende tilgodehavender fra salg er aldrig positivt, da det betyder likviditetsbinding og kan være risikofyldt i forhold til tab på tilgodehavender.

Derudover har de meget høje langfristede driftsaktiver i form af goodwill og varemærker, som er over 66% alle årene. Det indikerer, at Carlsberg er et velrenommeret mærke globalt, men det kan også være risikofyldt, hvilket er bekræftet af 2015 årsrapporten, hvor en værdiforringelse af varemærker medførte en nedskrivning på i alt 4. 475 mio. DKK vedrørende mærker i Kina og Rusland. I henhold til IFRS 3 skal goodwill

nedskrivningstestes mindst en gang årligt (EY (2018/2019) p. 202), så beløbene medtaget i årsrapporten må antages at være retvisende og har den korrekte værdi også i forhold til det er revideret.

6.3.2 Royal Unibrew

6.3.2.1 Resultatopgørelse

Royal Unibrew Common-Size-Analyse	2015	2016	2017	2018
Resultatopgørelse				
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-79,68%	-79,40%	-78,62%	-77,06%
EBITDA	20,32%	20,60%	21,38%	22,94%
Afskrivninger	-5,15%	-4,65%	-4,66%	-4,75%
EBIT	15,18%	15,95%	16,72%	18,19%
Skat EBIT	-3,34%	-3,52%	-3,63%	-4,00%
NOPAT	11,84%	12,44%	13,09%	14,19%
Core andet driftsoverskud	0,53%	0,44%	0,30%	0,28%
Usædvanlige driftsposter	0,81%	-0,13%	0,04%	0,13%
Driftsoverskud i alt	13,18%	12,75%	13,44%	14,61%
Core netto finansielle poster	-0,65%	-0,34%	-0,27%	-0,32%
Usædvanlige finansielle poster	0,16%	0,08%	-0,14%	-0,07%
Totalindkomst før minoriteter	12,70%	12,48%	13,02%	14,22%
Minoritetsinteresser	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
Totalindkomst ordinære aktionærer	12,70%	12,48%	13,02%	14,23%

Figur 6.3.2.1 Common-Size-Analyse af resultatopgørelse Royal Unibrew 2015-2018 egen tilvirkning

Royal Unibrew anvender en mindre del af omsætningen til deres driftsomkostninger stort set hele perioden, hvor de tilmed også falder og har derved sammen med de lavere afskrivninger et væsentligt bedre driftsoverskud end Carlsberg. Selskabet har heller ikke så store usædvanlige driftsposter eller finansielle poster som skal fratrækkes. I 2018 har selskabet som tidligere beskrevet købt virksomheder i Italien, Frankrig og Danmark, hvilket kunne have medført højere driftsomkostninger, da synergieffekten ikke slår igennem med det samme.

Common-Size-Analysen for Royal Unibrew viser, at selskabet i 2015 har tjent 12,70 øre, i 2016 12,48 øre, 2017 13,02 øre samt i 2018 14,23 øre pr. omsætningskrone, hvilket er et godt stabilt niveau med stigning de sidste tre år foranlediget af især faldende driftsomkostninger.

6.3.2.2 Balance

Royal Unibrew Common-Size-Analyse	2015	2016	2017	2018
Balancer				
Kortfristede driftsaktiver				
Varebeholdninger	34,85%	37,80%	34,48%	38,50%
Tilgodehavende fra salg	56,88%	57,65%	57,41%	54,90%
Andre kortfristede driftsaktiver	8,27%	4,55%	8,11%	6,60%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Kortfristede driftsforpligtelser				
Leverandørgæld	47,54%	47,94%	47,91%	53,60%
Indløsningsforpligtelse returemballage	7,80%	6,81%	7,02%	6,70%
Andre kortfristede driftsforpligtelser	44,66%	45,25%	45,07%	39,70%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Langfristede driftsaktiver				
Goodwill og varemærker	47,41%	48,85%	51,73%	52,39%
Andre immaterielle aktiver	4,52%	4,19%	3,94%	3,49%
Materielle aktiver	45,37%	44,29%	41,35%	41,43%
Andre langfristede aktiver	2,70%	2,67%	2,97%	2,69%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Langfristede driftsforpligtelser				
Udskudt skat	94,59%	96,36%	96,39%	96,69%
Andre langfristede driftsforpligtelser	5,41%	3,64%	3,61%	3,31%
	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Figur 6.3.2.2 Common-Size-Analyse af balance Royal Unibrew 2015-2018 egen tilvirkning

Royal Unibrew har som Carlsberg en stigende varebeholdning, men også en stigende leverandørgæld med de samme fordele. Tilgodehavende fra salg er faldende i perioden, hvilket er positivt, da det minimerer risikoen for tab samtidigt med de har mindre likviditet bundet i den post.

Under de langfristede driftsaktiver har selskabet en mere jævn fordeling mellem Goodwill og varemærker samt de materielle aktiver end Carlsberg har. Grunde og bygninger er det største materielle aktiv hos Royal Unibrew, hvilket kan være en fordel i forhold til de seneste års udvikling i priserne på grunde og bygninger i hvert fald i Danmark. Materielle aktiver skal indregnes i balancen til kostpris, men kan opskrives til dagsværdi, som så dog kræver regelmæssige vurderinger i forhold til om værdien er korrekt opgjort eller om den skal nedskrives. (EY (2018/2019) p. 259,270)

6.4 Analyse af øvrige nøgletal

6.4.1 Carlsberg

Målt på omsætning i 2018 er Carlsberg næsten 8,5 gange så stor som Royal Unibrew. Som det ses i bilag 8 med ændringer i procent er omsætningen for perioden svingende og kun svagt stigende.

Bruttoavanceprocenten er lavere end Royal Unibrews, hvilket betyder at de bruger en større andel til

produktionsomkostninger af nettoomsætningen og medfører de har mindre andel tilbage til de øvrige omkostninger i selskabet og produktionen er blevet mindre udbytterigt for selskabet i 2018 og der kan være en større driftsmæssig risiko for Carlsberg i forholdet mellem variable og faste omkostninger.

Netto finansielle forpligtelser falder stort set hele perioden og højest med 40,86% i 2018, hvilket primært skyldes mindre gæld til realkreditinstitutter kombineret med en højere likvid beholdning. Indekstallene som beskriver udviklingen i forhold til basisåret 2014 viser at indeks nettoomsætning stiger mere end indeks for de immaterielle, materielle samt finansielle forpligtelser og Carlsberg er på det punkt blevet mere effektiv pr. investeret kapacitetskrone.

ROE viser rentabiliteten ud fra aktionærernes synspunkt og er egenkapitalens forrentning og den svinger i årene og er negativ i 2015 og 2017 og positiv de andre to år med det højeste i 2016. Rentabiliteten af den kan kun komme fra enten ROIC eller den finansielle gearing.

ROIC som ses i bilag 6 går fra at være -1,99% i 2015 til at være 10,96% i 2018, som det højeste niveau. Som jeg skrev i afsnit 3.2 modeller til den finansielle analyse viser ROIC afkastet fra den investerede kapital i driftsaktiviteterne. Bilaget viser også og som jeg tidligere har været inde på er det Core driftsoverskuddet fra salg som generere ROIC, hvorimod de usædvanlige driftsposter i alle årene bortset fra 2018 har en negativ indflydelse.

ROIC dekomponeres i overskudsgraden som ses i bilag 6 og 7 går fra -2,59% i 2015 til at være på et ganske fornuftigt niveau på 11,47% i 2018 og aktivernes omsætningshastighed, der går fra 0,770 i 2015 til det højeste på 0,956 i 2018. Kapitalintensive virksomheder som bryggeribranchen er skal helst genere høje overskudsgrader for at kunne tiltrække den nødvendige kapital. (Sørensen, 2017 p. 288-289)

Aktivernes omsætningshastighed for 2018 er et udtryk for at selskabet har tjent 0,96 DKK for hver krone de har investeret i driftsaktiverne. At overskudsgraden svinger så meget kan være et udtryk for, at Carlsberg har svært ved at tilpasse sine omkostninger til selskabets indtjeningssevne i perioden. Dog er de store udsving genereret af de usædvanlige driftsomkostninger, som jo ikke er permanente, men engangsposter.

1/AOH er på over 1 i hele perioden og højest i 2015 samt mindst i 2018. Dette nøgletal angiver, hvor meget Carlsberg har investeret i netto driftsaktiverne for at generere en salgskrone. Når den er over 1 investerer de altså mere end de reelt får ud af investeringen. Det er primært genereret af anlægskapitalen og de immaterielle langfristede aktiver, så det indikerer, at de store investeringer Carlsberg har foretaget igennem perioden endnu ikke er fuldt rentable, men bliver bedre i perioden. AOH/1 vedrørende arbejdskapitalen underbygger, at de mindsker den bundne arbejdskapital og er blandt andet bedre til at udnytte leverandørgælden.

Den finansielle gearing, som viser forholdet mellem de finansielle forpligtelser og egenkapitalen er højest i 2015 med 66,60% og faldende alle årene og lavest i 2018 med 34,10%, hvilket stemmer fint med Funding the Journey strategien, hvor de ønsker at mindske gælden og det kan gøre dem mindre sårbare, da de skal betale færre renter på gælden. Det kan dog være negativt set ud fra aktionærernes interesse, da pengestrømmene er gået til afdrag på gæld frem for at komme retur til aktionærerne. Det underbygges af den reformulerede pengestrømsopgørelse, at Carlsberg i højere grad i 2018 har anvendt egenkapitalfinansiering frem for at optage gæld og fremmedfinansieret sine aktiviteter.

SPREAD er rentemarginalen og viser afkastet Carlsberg selv kan skabe pr. krone i forhold til det afkast, som det koster at låne og er det positivt, så tjener Carlsberg på den stiftede gæld og deres nettorenter er lavere end afkastet fra den lånte kapital til investering i deres driftsaktiver. Det formår selskabet kun i 2016, hvor SPREAD er 28,28% og ellers negativt de øvrige år, som det ses i bilag 6. Det er i 2016 positivt på grund af en kursregulering på 5.843 mio. DKK, så det kan bestemt tolkes som lidt misvisende og skyldes jeg i opgørelserne ikke har adskilt den rentebærende gæld i reformuleringerne i nogen af selskaberne, da det ville blive for omfangsrigt og var ikke muligt at adskille i begge selskaber.

6.4.2 Royal Unibrew

Som det ses i bilag 16 med ændringer i procent er Royal Unibrews omsætning ligeledes svingende, men med en stor stigning i 2018. Bruttoavanceprocenten er højere end Carlsbergs, hvilket betyder at de bruger en mindre andel til produktionsomkostninger af nettoomsætningen og medfører de har større andel tilbage til de øvrige omkostninger i selskabet. Der kan være flere årsager til de har en mere effektiv produktion, som eksempelvis bedre råvarepriser og mere effektiv produktion, som er en del af deres strategi.

Netto finansielle forpligtelser stiger med 158,65% i 2018, da selskabet har valgt at lånefinansiere indkøbene af de nye selskaber i 2018. Det ses også af den reformulerede pengestrømsopgørelse i bilag 13, hvor egenkapitalfinansieringen er stabil i de sidste to år af analyseperioden og fremmedfinansieringen er stigende. Indekstallene som beskriver udviklingen i forhold til basisåret 2014, viser at indeks nettoomsætning på 121 stiger mindre end indeks for de immaterielle, som er på 140 samt finansielle forpligtelser, som er på 162. Det kan indikere, at Royal Unibrew er blevet mindre effektiv pr. investeret kapacitetskrone, men er nok snarere et udtryk for de nye investeringer endnu ikke er fuldt implementeret med afledte synergieffekter.

ROE viser rentabiliteten ud fra aktionærernes synspunkt og er egenkapitalens forrentning og den er stigende i hele perioden og højst i 2018.

ROIC som ses i bilag 14 går fra at være 18,72% 2015 til at være 23,12% i 2018, som det højeste niveau og det er skabt af selskabets driftsoverskud fra salg og dermed de permanente og tilbagevendende poster.

ROIC dekomponeres i henholdsvis overskudsgraden som ses i bilag 14 og 15, der går fra et niveau på 13,18% i 2015 til det højeste i 2018 på 14,61% og aktivernes omsætningshastighed, der går fra 1,420 i 2015 stigende til 1,582 i 2018. Aktivernes omsætningshastighed for 2018 er et udtryk for at selskabet har tjent 1,58 DKK for hver krone de har investeret i driftsaktiverne. Overskudsgraden er på et højt og stabilt niveau med et fint overskud pr. omsætningskrone, så selskabet har forbedret indtjeningsevnen over perioden og forbedret selskabets forhold mellem indtægter og omkostninger.

1/AOH er under 1 i hele perioden, så selskabet får et fint overskud ud af de investerede driftsaktiver i forhold til omsætningen. Royal Unibrew mindsker også bindingen i arbejdskapitalen blandt andet ved hjælp af leverandørgæld, som er strategisk fornuftigt ligesom Carlsberg.

Den finansielle gearing stiger væsentligt i 2018, hvilket er en naturlig konsekvens af den øgede gældssætning i selskabet i det år til opkøb af virksomheder. Der kan altid være en risiko ved at øge sin gæld, da de fremtidige pengestrømme skal kunne honorere afdrag samt øgede rentebetalinger.

Den øgede gældssætning behøver ikke nødvendigvis at være en udfordring, da SPREAD viser at selskabet tjener på gælden. Jeg har dog anvendt samme metode med kursreguleringer, som påvirker SPREAD i selskabet ligesom hos Carlsberg, så det kan have en afvigende betydning for Royal Unibrew også.

Kapitel 7 - Konklusion

Ved hjælp af den komparative analyse kan jeg konkludere, at Carlsberg og Royal Unibrew har mange lighedspunkter og agere på en ensartet måde på deres respektive markeder ved at være miljøansvarlige, udvikle deres produkter samt udvikle deres medarbejdere.

Carlsberg er målt på omsætningen i 2018 cirka 8,5 gange så stor som Royal Unibrew og er et selskab som globalt er vokset igennem flere år primært gennem opkøb, hvor Royal Unibrew er vokset mere organisk. Det behøver ikke nødvendigvis at være en styrke i sammenligningen af dem, at Carlsberg er så meget større, da Royal Unibrew i perioden har haft en bedre udvikling i deres økonomiske performance.

De har naturligvis begge et fokus på at optimere forretningen for at bibeholde en effektiv konkurrenceposition. Men ved hjælp af en omfattende strategisk og finansiell analyse kan jeg konkludere, at der alligevel er forskel i deres strategiske og økonomiske udvikling i perioden 2014-2018. Jeg vil starte med at besvare underspørgsmålene for til sidst at samle konklusionen i hovedproblemformuleringen.

- Hvilke markeder har selskaberne strategisk etableret sig på?

- I hvilken grad er selskaberne lykkedes med vækst på markederne?

Carlsberg har i alle årene i analyseperioden etableret sig på markeder via opkøb, strategiske alliancer eller organisk vækst i forskellig grad. Deres største marked er Vesteuropa, som har haft et forholdsvis stort fald i afsætningen af hektoliter i perioden 2014-2017, mens 2018 medførte en mindre stigning. Ifølge deres egne årsopgørelser er Vesteuropa det marked, de har den laveste EBIT-margin på 15%.

I afhandlingens analyseperiode bærer især 2014 præg af, at Carlsbergs strategi har været at etablere sig i Østeuropa, der dog har haft faldende afsætning af hektoliter på grund af politiske vedtagne restriktioner og politiske uro med sanktioner af Rusland, som er det absolut vigtigste marked i området. Østeuropa er i 2018 blevet det mindste marked målt på både afsætning og omsætning, men med den højeste EBIT-margin på 20,6%. Carlsberg har på trods af faldet ikke opgivet markedet, men prioriterer at genskabe markedet i deres strategi.

Asien er så det marked som vokster mest for Carlsberg i perioden både gennem opkøb og organisk, hvor de med 25 bryggerier har en markedsandel på 6% og en vækst på 11,70% på et enkelt år og en EBIT-margin på 20,40% i 2018.

Royal Unibrew har først i 2018 opkøbt tre nye selskaber og har ellers i perioden vokst organisk. Baltic Sea som for størstedelen er markeder beliggende i Østeuropa giver en EBIT-margin på 18% og er selskabets største marked målt i afsætning af hektoliter, men har en mindre nettoomsætning end på markedet i Vesteuropa, hvor de har en EBIT-Margin på 19,10%. Markedet for internationale produkter er et mindre marked for Royal Unibrew. Generelt vokster selskabet i hele perioden bortset fra et mindre fald i 2017.

Selskaberne konkurrerer på mange af de samme markeder i primært Vesteuropa.

Carlsberg har etableret sig på andre markeder end Royal Unibrew med vækstambitioner i især Rusland og Kina, hvor det russiske marked ikke i en lang periode er lykkedes for dem på grund af udefrakommende og politiske forhold, så de har haft store omkostninger på det marked. Omkostningerne har relateret sig til omstruktureringer og nedskrivninger på grund af valutakurs udsving og selskabet i deres finansielle strategi ikke har sikret sig fuldt ud.

Det kinesiske marked ser umiddelbart ud til at have vækstpotentiale for dem og det er generelt et marked med mulighed for øget vækst på grund af den stigende velstand og kineserne gerne vil købe produkter produceret i vesten, men Carlsberg har også haft flere store omkostninger til omstruktureringer og lukning af bryggerier på det marked i flere af årene i analyse perioden og på grund af store regionale og politiske

forskelle på markedet kan der være store indtrængningsbarriere og dermed store etableringsomkostninger for dem.

Royal Unibrew har primært styrket selskabet på de eksisterende markeder og er vækstet organisk frem til 2018, hvor de så på markeder de i forvejen er veletableret køber 3 virksomheder med andre produkter end de allerede har i deres produktportefølje på de markeder, da det er en del af deres strategi, at de skal vækste ved netop at supplere produktporteføljen. De har i perioden ikke haft væsentlige særlige omkostninger knyttet til den organiske vækst, men har haft en god udvikling i deres økonomiske resultater, hvor omsætningen er steget og driftsomkostningerne er steget mindre, som det ses i årlige ændringer i procent i bilag 16 . Selskabet har ikke så store valutakursudsving som Carlsberg, hvilket er et resultat af de er på markeder med mere stabilitet og de primært handler i EUR og DKK. De har ikke sikret sig nævneværdigt, så de har en kursrisiko, men eftersom det er stabile valutaer kan det være en fornuftig strategi i forhold til omkostningen der er ved at sikre sig.

- Hvordan adskiller selskabernes strategi sig fra hinanden?
- Hvordan har strategien påvirket selskaberne?

Carlsbergs strategi "Funding the Journey", skal via effektivisering give en bedre indtjeningssevne for selskabet med fokus på at optimere forsyningskæden via centralisering, bedre lagerlogistik og afskedigelse af medarbejdere. Derved kan de finansiere deres næste strategi "SAIL'22", hvor effekterne fra "Funding the Journey" skal geninvesteres ved fortsat vækst og forbedrede resultater. Carlsberg øger fokusset på digitalisering og optimering med henblik på reduktion af driftsomkostningerne ved investeringer i mere miljørigtige produktionsmetoder.

I selskabets strategi forsøger de at skille sig ud via deres udvikling ved forskning i øl med eget laboratorium for at en Carlsberg øl altid skal smage ens og med et stort laboratorium i Danmark, som er et omkostningstungt produktionssted må det være en dyr strategi for dem. De har lavet test med kunstig intelligens og vil generelt gerne være first-mover i branchen samt skabe en vinder-kultur blandt deres medarbejdere. En anden måde de skiller sig ud på i forhold til Royal Unibrew er ved at tilbyde on-trade lån til deres kunder, så de kan etablere sig med Carlsbergs produkter og derved skabe øget salg.

Porters værdikædeanalyse viser, at Carlsberg er ved at implementere eller har implementeret strategierne ved hjælp af digital udvikling, centralisering af funktioner på tværs af organisationen, optimeret deres indkøbsfunktion ved en centralisering og derved spare dobbeltfunktioner, der ikke gavner selskabet. Det har medført, at salgs- og distributionsomkostningerne er faldende i perioden, produktionsomkostningerne svinger, men stiger i 2018 og administrationsomkostningerne svinger også, men falder i 2018.

Royal Unibrews strategi er mindre omfattende, idet de fortsat ønsker at være en stærk regional drikkevarevirksomhed på udvalgte kernemarkeder ved at udbyde en bred portefølje af produkter. De vil optimere forsyningskæden kontinuerligt via effektivisering og ved de seneste virksomhedsopkøb opnå betydelige synergieffekter. De har fokus på digitalisering, reducere miljøpåvirkninger og vil generelt gerne involvere deres kunder ved at skabe relationer til dem.

Selskabet har været innovativ ved at udvikle den første økologiske øl og var forudseende i forhold til markedet efterspørger økologiske produkter foruden sunde kaloriefattige produkter, som de også har haft stor fokus på.

Porters værdikædeanalyse viser, at Royal Unibrew har etableret en central indkøbsfunktion for at opnå synergier i den proces med en hovedansvarlig, som koordinerer med de lokale indkøbere. Royal Unibrew har i perioden svingende produktionsomkostninger, men faldende i 2018, deres salgs- og distributionsomkostninger er højere end Carlsbergs, men dog faldende i perioden og derudover faldende administrationsomkostninger, hvor de bruger 41% mindre end Carlsberg i 2018.

Carlsbergs vederlag til direktion og bestyrelse er betydeligt højere end Royal Unibrews aflønning, hvilket er naturligt i forhold til hvor stort et selskab de er, men ellers er den gennemsnitlige lønomkostning pr. medarbejder i Carlsberg næsten halv så stor som i Royal Unibrew. Det kan dog ikke ses på Carlsbergs omkostningsniveau, der er højere end Royal Unibrews, hvilket bekræftes af Common-Size-Analysen. I den anvender Royal Unibrew en mindre del af omsætningen til driftsomkostninger og opnår derved en bedre EBITDA.

- Hvordan har selskabernes økonomiske resultater udviklet sig?

Carlsbergs økonomiske resultater har været svingende i perioden med de dårligste i 2015, hvor det har kostet dem 12,85 øre for hver genereret omsætningskrone på grund af store usædvanlige driftsomkostninger til nedskrivninger og omstruktureringer i Rusland og Kina. I 2017 var det dog "kun" et negativt beløb på 2,38 øre pr. omsætningskrone på grund af værdiforringelse af brands og igen omstruktureringer og nedskrivninger på det russiske og kinesiske marked.

Omsætningen har været svagt stigende i perioden og nogle af nøgletallene indikerer Carlsberg har svært ved at tilpasse sine omkostninger. Carlsberg har langt den største værdi i deres goodwill og varemærker, hvilket kan være risikabelt hvis selskabets brands ikke performer og skal nedskrives. De store investeringer som Carlsberg har foretaget gennem perioden er endnu ikke rentabelt for dem, men tendensen er, at det bliver bedre i perioden. Carlsbergs dårlige resultater er udelukkende skabt af korrektioner, som ikke er permanente og driftsoverskuddet fra det permanente salg ligger på et fornuftigt niveau for selskabet. De

har fuldført en del af strategien ved at nedbringe en betydelig andel af deres gæld i 2018 og i det år har de også den bedste overskudsgrad og afkast på den investerede kapital.

Royal Unibrew resultater har i perioden været rigtig gode og de performer godt økonomisk og har i perioden forbedret deres indtjeningsevne. Deres omsætning stiger betydeligt i 2018, hvor overskudsgraden også er størst, de har i perioden ingen usædvanlige driftsposter og selskabets resultater er skabt af deres permanente driftsoverskud fra salg.

Selskabet har en god fordeling mellem materielle anlægsaktiver og de immaterielle aktiver i form af goodwill og varemærker, hvilket er mindre risikofyldt end Carlsbergs sammensætning. Royal Unibrew har genereret et fint overskud fra de investerede driftsaktiver og de har endda næppe opnået nogen synergieffekt fra købet af de nye virksomheder, som skete i 2018.

- **” Hvilke strategiske faktorer har væsentlig betydning for den økonomiske udvikling af Carlsberg og Royal Unibrew i perioden 2014-2018?”**

For Carlsberg har det haft en væsentlig betydning, at de har valgt at etablere sig på det russiske marked, som i perioden økonomisk ikke har haft en positiv effekt på selskabets udvikling. De bibeholder fortsat strategien om at være tilstede på markedet, men har ikke ambitioner om at vækste ved yderligere opkøb, men vil gerne tilbage på tidligere års niveau.

Derudover har Carlsbergs strategi om etablering i Asien også haft en betydning i perioden, da det økonomisk har medført nogle store engangsomkostninger til nedskrivning af brands og omstrukturingsomkostninger. Det er dog et marked som har gode muligheder for vækst for Carlsberg, da det er et meget stort marked med økonomisk potentiale og de allerede er etableret, men de lokale og politiske forhold i Kina kan være en udfordring for dem.

Carlsbergs relative høje omkostninger i forhold til Royal Unibrews er også en faktor, som har indflydelse på selskabets økonomiske udvikling, idet de har høje omkostninger til især produktion, så bruttoavanceprocenten er lavere.

Royal Unibrews strategi om at vokse organisk og fortsat være et lokalt forankret marked kan synes at være forsigtigt, men strategien har i perioden haft en væsentlig betydning for de økonomiske resultater og de har opnået en organisk vækst i afsætningen på 9%, så det har været en betydelig faktor for deres økonomiske udvikling i perioden.

Carlsberg har uden tvivl haft en væsentlig højere ambition om at vokse gennem opkøb og være repræsenteret på mange markeder globalt, hvor Royal Unibrew ønsker at være et lokalt forankret marked og derved valgt at vokse på eksisterende markeder i et mere beskedent omfang end Carlsberg.

Kapitel 8 - Perspektivering

Carlsbergs strategi SAIL'22 løber helt til 2022, som er fire år efter den sidste analyseperiode i denne afhandling og det kan være interessant hvorvidt en længere implementeringsperiode af en så omfattende strategi ville have nogen positiv effekt på de økonomiske resultater. Det er kapitalkrævende at vokse som Carlsberg har gjort via opkøb, da der vil være nogle store engangsomkostninger især ved omstruktureringer samt lukninger af produktionssteder.

Royal Unibrew har haft en virkelig positiv udvikling i perioden og har ved opkøb i 2018 og primo 2019 styrket sine forretning ved at supplere produktporteføljen på markeder, hvor ølforbruget typisk ikke er stort. Den strategi vil selskabet også først have fuldt implementeret synergieffekterne fra om nogle år, så for det selskabs vedkommende kunne det være interessant yderligere at belyse om væksten fortsætter i samme tempo for dem.

Begge selskaber har et stort fokus på miljø og være ansvarlige producenter. Det er et område som kan være svært at aflæse de økonomiske resultater af, men som samfundet udvikler sig og med en konstant øget fokus på produktionsansvarlighed og miljøbevidsthed generelt i samfundet har den strategi en interessant vinkel også.

Kapitel 9 - Litteraturliste

Bøger

Sørensen O. (2017) "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 5. udgave 2. oplag

Thuren T. (2007) "Videnskabsteori for begyndere" 2. udgave 6. oplag Rosinante. Oversat fra svensk efter "Vetenskapsteori för nybörjare" i 2008.

Foged B. og Zeuthen J. (2015) "Ekstern regnskab, praksis, analyse samt værdiansættelse" 2. udgave Aspiri

Regulering

Erhvervsministeriet (2019) Lovbekendtgørelse nr. 838 af 08.08.2019 "Årsregnskabsloven"

Publikationer

EY (2018/2019) "Indsigt i årsregnskabsloven" EY's praktiske guide til forståelse af loven 5. udgave 2018/2019

Rapporter

Carlsberg årsrapport 2014 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 61056416

Carlsberg årsrapport 2015 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 61056416

Carlsberg årsrapport 2016 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 61056416

Carlsberg årsrapport 2017 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 61056416

Carlsberg årsrapport 2018 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 61056416

Royal Unibrew årsrapport 2014 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 41956712

Royal Unibrew årsrapport 2015 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 41956712

Royal Unibrew årsrapport 2016 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 41956712

Royal Unibrew årsrapport 2017 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 41956712

Royal Unibrew årsrapport 2018 hentet den 27.06.19 fra virk.dk på cvr.nr. 41956712

Hjemmesider

Erhvervsstyrelsen (09.10.19) "Krav til børsnoterede virksomheder og statslige selskaber" hentet den 9.10.19 fra <https://erhvervsstyrelsen.dk/krav-boersnoterede-virksomheder-og-statslige-aktieselskaber>

Nasdaqomxnordic (09.10.19) hentet den 9.10.19 2019 fra <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier>

Carlsberg (17.10.19 A) hentet den 17.10.19 fra <https://www.carlsberg.com/da-dk/pionerer/>

Carlsberg (17.10.19 B) hentet den 17.10.19 fra <https://www.carlsbergdanmark.dk/mod-os/historien-bag/>

Carlsberg (17.10.19C) hentet den 17.10.19 fra <http://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/global-presence/>

Carlsberg (17.10.19D) hentet den 17.10.19 fra <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/global-presence/>

Royal Unibrew (17.10.19) hentet den 17.10.19 fra <https://royalunibrew.dk/om-royal-unibrew/#nordic>

Carlsberg (18.10.19A) hentet den 18.10.19 fra <https://www.carlsberg.com/da-dk/fremskridt-siden-1847/artikel-1883-1-vigtig-opdagelse/>

Carlsberg (18.10.19B) hentet den 18.10.19 fra <https://www.carlsberg.com/da-dk/fremskridt-siden-1847/artikel-1959>

Carlsberg (18.10.19C) hentet den 18.10.19 fra <https://www.carlsberg.com/da-dk/fremskridt-siden-1847/artikel-1968>

Carlsberg (20.10.19) hentet den 20.10.19 fra <https://www.carlsberg.com/da-dk/fremskridt-siden-1847/artikel-2018-ved-du-hvornaar/>

Wikipedia (15.11.19) hentet den 15.11.19 fra https://da.wikipedia.org/wiki/Royal_Unibrew

Royal Unibrew (15.11.19) hentet den 15.11.19 fra <https://royalunibrew.dk/om-royal-unibrew/>

Berlingske (01.12.19A) "Forbud giver Carlsberg modvind i Indien" hentet den 1.12.19 fra <https://www.berlingske.dk/virksomheder/forbud-giver-carlsberg-modvind-i-indien>

Berlingske (01.12.19B) "Alkoholforbud kan ramme Carlsberg i Asien" hentet den 1.12.19 fra <https://www.berlingske.dk/virksomheder/alkoholforbud-kan-ramme-carlsberg-i-asien>

Udenrigsministeriet (01.12.19A) hentet den 1.12.19 fra <https://kina.um.dk/da/om-kina/danmarks-strategiske-samarbjede-med-kina/>

Udenrigsministeriet (01.12.19B) hentet den 1.12.19 2019 fra <https://kina.um.dk/da/om-kina/landefakta-kina/>

SCM logistik (01.12.19) "Brexit giver negative supply-chain effekter" hentet den 1.12.19 fra <https://scm.dk/brexit-giver-negative-supply-chain-effekter>

Børsen (01.12.19) "Carlsberg i rødt efter flaskerygter i Rusland" hentet den 1.12.19 fra <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/carlsberg-i-roedt-efter-flaskerygter-i-rusland-3nlpn>

DR (01.12.19) "EU forlænger sanktioner mod Rusland" hentet den 1.12.19 fra <https://www.dr.dk/nyheder/udland/eu-forlaenger-sanktioner-mod-rusland-1>

Danmarks statistik (01.12.19) "Tørke og dårlig høst sender kornpriserne i vejret" hentet den 1.12.19 fra <https://www.dst.dk/da/statistik/nyt/NytHtml?cid=28479>

Bryggeriforeningen (15.12.19A) hentet den 15.12.19 fra <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/samfund/oelforbrug-i-europa-per-capita/>

Bryggeriforeningen (15.12.19B) hentet den 15.12.19 fra <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/marked/salget-paa-det-danske-oelmarked/>

Bryggeriforeningen (15.12.19C) hentet den 15.12.19 fra <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/salg-og-afgifter/salg-af-alkohol-pr-indbygger-fordelt-paa-oel-vin-og-spiritus-2/>

Bryggeriforeningen (15.12.19D) hentet den 15.12.19 fra <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/marked/oelsalget-i-danmark-fordelt-paa-salgssteder/>

Bryggeriforeningen (15.12.19E) hentet den 15.12.19 fra <https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-ol/samfund/antallet-af-danske-bryggerier-stiger/>

Carlsberg (22.12.19A) hentet den 22.12.19 fra <https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/carlsbergs-fonde/>

Carlsberg (22.12.19B) hentet den 22.12.19 fra <https://carlsbergdanmark.dk/sog/?term=sponsor&p=2>

Royal Unibrew (22.12.19A) hentet den 22.12.19 fra <https://royalunibrew.dk/om-royal-unibrew/>

Royal Unibrew (22.12.19B) hentet den 22.12.19 fra <https://royalunibrew.dk/sponsorater/>

Royal Unibrew (27.12.19) hentet den 27.12.19 fra <https://royalunibrew.dk/brand/kissmeyer/>

Fødevarewatch (27.12.19) "Royal Unibrew og Kissmeyer Beer indgår nyt samarbejde" hentet den 27.12.19 fra <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article8957631.ece>

Bryggeriforeningen (03.01.20) hentet den 3.01.20 fra

<https://www.bryggeriforeningen.dk/tal/tal-om-miljoe-og-emballage/bryggeriernes-omkostninger-til-emballageafgift-og-indsamlingsgebyrer/>

Royal Unibrew (05.01.20) hentet den 5.01.20 på <https://royalunibrew.dk/commercial/#prislister-til-ontrade-og-offtrade>

Dansk Markedsføring (05.01.20) "To nye bureauer til Royal Unibrew" hentet den 5.01.20 fra <https://markedsforing.dk/artikler/bureauer/nye-bureauer-til-royal-unibrew>

Royal Unibrew (01.02.20) hentet den 1.02.20 fra <https://www.royalunibrew.com/about-us/strategy/story-telling-employees-made-career-rur/operational-leverage-is-key/>

Royal Unibrew (02.02.20) hentet den 2.02.20 fra <https://www.royalunibrew.com/about-us/strategy/efficiency/>

Carlsberg (10.02.20) hentet den 10.02.20 fra <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/integrated-supply-chain/>

Carlsberg (11.02.20A) hentet den 11.02.20 fra <https://www.carlsberggroup.com/pursuit-of-better/better-tomorrow/snap-pack/>

Carlsberg (11.02.20B) hentet den 11.02.20 fra https://www.carlsberggroup.com/media/34543/marketing-communication-policy_eng_sep-2019.pdf

Carlsberg (11.02.20C) hentet den 11.02.20 <https://carlsbergdanmark.dk/sog/?term=sponsor&p=2>

Carlsberg (11.02.20D) hentet den 11.02.20 fra <https://carlsbergdanmark.dk/mod-os/organisation/>

PWC (19.02.20) "Man skal forstå hvor vinden kommer fra" PWC magasin hentet den 19.02.20 fra <https://cxomagasinet.dk/22-2020/man-skal-forsta-hvor-vinden-kommer-fra>

SCM Logistik (19.02.20A) "Kunstig intelligens smager på fremtidens øl" hentet den 19.02.20 fra <https://scm.dk/kunstig-intelligens-smager-p%C3%A5-fremtidens-%C3%B8l>

SCM Logistik (19.02.20B) "Carlsberg vælger Accenture til SAP-løsning" hentet den 19.02.20 fra <https://scm.dk/carlsberg-v%C3%A6lger-accenture-til-sap-l%C3%B8sning>

Carlsberg (25.02.20A) hentet den 25.02.20 fra <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/global-shared-services/>

Royal Unibrew (25.02.20) hentet den 25.02.20 fra <https://www.royalunibrew.com/about-us/company-structure/>

Carlsberg (25.02.20B) hentet den 25.02.20 fra <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/corporate-governance/diversity/>

Carlsberg (25.02.20C) hentet den 25.02.20 fra https://www.carlsberggroup.com/media/35417/diversity-inclusion-policy_carlsberg-group.pdf

Carlsberg (25.02.20D) hentet den 25.02.20 <https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/corporate-governance/living-by-our-compass/>

SKAT (15.03.20) "Vækstplan Danmark om at afgifter på øl og mineralvand sættes ned" hentet den 15.03.20 fra <https://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=2114018>

DR (15.03.20) "Overblik, her er detaljerne i vækstplan Danmark" hentet den 15.03.20 <https://www.dr.dk/nyheder/politik/overblik-her-er-detalyer-i-vækstplanen>

Toolbox (15.03.20) hentet den 15.03.20 fra <https://toolbox.systime.dk/index.php?id=576>

Berlingske(30.04.20) "Sponsormillioner vælter ind hos F.C. København" hentet den 30.04.20 fra <https://www.berlingske.dk/virksomheder/sponsormillioner-vaelter-ind-hos-fc-koebenhavn>

Berlingske(01.05.20A) "Carlsberg/Nykredit russiske kvaler udløser nedjustering" hentet den 01.05.20 fra <https://www.berlingske.dk/virksomheder/carlsbergnykredit-russiske-kvaler-udloeser-nedjustering>

Fødevarerwatch (01.05.20) "Buhl Rusland er en kæmpe mulighed for Carlsberg" hentet den 01.05.20 fra <https://fodevarerwatch.dk/Drikkevarer/article7719396.ece>

Berlingske (01.05.20B) "Rebien skal hjælpe Carlsberg i akut vækstkrise" hentet den 01.05.20 fra <https://www.berlingske.dk/virksomheder/rebien-skal-hjaelpe-carlsberg-i-akut-vaekstkrise>

Kapitel 10 - Bilag

Bilag 1 reformuleret egenkapitalopgørelse	2014	2015	2016	2017	2018
MIO DKK Carlsberg					
Primosaldo	71.001	55.997	47.231	53.650	49.525
Heraf minoriteter, som fratrækkes	3.190	3.560	3.742	2.839	2.595
Egenkapital ekskl. minoriteter	67.811	52.437	43.489	50.811	46.930
Transaktioner med ejere					
Køb/salg af egne aktier	5	6	-1	-118	44
Betalt udbytte til aktionærer	-1.220	-1.373	-1.373	-1.525	-2.439
Udnyttelse af aktieoptioner	-19	-138	-64	-38	-94
Aktiebaseret vederlæggelse	36	75	52	33	171
Akkvisition minoritetsinteresser	-184	105	-807	-790	-1.642
Transaktioner med ejere i alt	-1.382	-1.325	-2.193	-2.438	-3.960
Totalindkomst					
Årets resultat	4.938	-2.582	4.857	2.065	6.133
Heraf minoritetsinteresser	-524	-344	-371	-806	-824
Årets resultat ekskl. minoritetsinteresser	4.414	-2.926	4.486	1.259	5.309
Valutakursregulering af udenlandske enheder	-17.271	-4.080	5.835	-3.511	-2.785
Værdireguleringer af sikringsinstrumenter	151	-437	141	-306	-640
Pensionsforpligtelser	-1.165	-338	-971	1.243	392
Anden totalindkomst ass. Virksomheder og joint ventures	-3	-2	3	-12	4
Anden totalindkomst	3	0	0	0	0
Selskabsskat	-121	160	21	-116	52
Totalindkomst i alt ordinære aktionærer	-13.992	-7.623	9.515	-1.443	2.332
Egenkapital ultimo ordinære aktionærer	52.437	43.489	50.811	46.930	45.302
Minoriteters andel af egenkapital	3.560	3.742	2.839	2.595	2.587
Egenkapital ultimo inkl. minoriteter	55.997	47.231	53.650	49.525	47.889
Kontrol:					
Totalindkomst ifølge reformuleret egenkapitalopgørelse	-13.992	-7.623	9.515	-1.443	2.332
Totalindkomst ifølge officiel egenkapitalopgørelse	-13.992	-7.623	9.515	-1.443	2.332
Egenkapital iflg. reformuleret egenkapitalopgørelse	52.437	43.489	50.811	46.930	45.302
Egenkapital iflg. officiel egenkapitalopgørelse	52.437	43.489	50.811	46.930	45.302

Bilag 2 reformuleret resultatopgørelse	2014	2015	2016	2017	2018
MIO DKK Carlsberg					
Core nettoomsætning	63.544	64.311	61.602	60.765	61.575
Produktionsomkostninger	-32.725	-33.429	-31.195	-30.325	-31.283
Salgs- og distributionsomkostninger	-18.695	-19.158	-18.476	-18.105	-17.474
Tab tilgodehavender fra salg	962	1.043	1.012	1.043	928
Administrationsomkostninger	-4.633	-4.909	-5.220	-4.877	-4.615
Afskrivninger samlet	4.103	4.674	4.742	4.581	4.064
Core driftsomkostninger i alt	-50.988	-51.779	-49.137	-47.683	-48.380
EBITDA	12.556	12.532	12.465	13.082	13.195
Afskrivninger	-4.201	-4.708	-4.708	-4.607	-4.077
EBIT	8.355	7.824	7.757	8.475	9.118
Skat på EBIT	-2.257	-3.180	-2.575	-2.605	-2.546
Core DO fra salg efter skat NOPAT	6.098	4.644	5.182	5.870	6.572
Core andet driftsoverskud efter skat	684	542	481	338	187
Core driftsoverskud efter skat i alt	6.782	5.185	5.663	6.208	6.759
Usædvanlige driftsposter efter skat	-2.274	-6.848	-733	-2.415	301
Driftsoverskud i alt efter skat	4.508	-1.663	4.931	3.793	7.059
Core netto finansielle poster efter skat	-901	-836	-688	-492	-332
Usædvanlige finansielle poster efter skat	-16.774	-4.520	5.665	-4.244	-3.540
Netto finansielle omkost. i alt efter skat	-17.675	-5.356	4.977	-4.737	-3.872
Totalindkomst inkl. minoritetsint.	-13.167	-7.019	9.908	-944	3.187
Minoritetsinteressers resultatandel	-825	-604	-393	-499	-855
Totalindkomst i alt ordinære aktionærer	-13.992	-7.623	9.515	-1.443	2.332
Skatteberegning					
Skatte procent	24,5	23,5	22	22	22
Rapporteret skatteomkostning	-1.748	-849	-2.392	-1.458	-2.386
Skat core finansielle poster	-293	-257	-194	-139	-94
Skat usædvanlige finansielle poster	1	-103	-80	-35	-65
Skat usædvanlige poster	-307	-2.027	48	-999	-17
Skat core andet driftsoverskud	90	55	44	25	15
i alt	-2.257	-3.180	-2.575	-2.605	-2.546

Bilag 3 udvidet reformuleret resultatopgørelse	2014	2015	2016	2017	2018
MIO DKK Carlsberg					
Nettoomsætning	64.506	65.354	62.614	61.808	62.503
Tab tilgodehavender fra salg	-962	-1.043	-1.012	-1.043	-928
Core nettoomsætning	63.544	64.311	61.602	60.765	61.575
Produktionsomkostninger	-32.725	-33.429	-31.195	-30.325	-31.283
Salgs- og distributionsomkostninger	-18.695	-19.158	-18.476	-18.105	-17.474
Tab tilgodehavender fra salg	962	1.043	1.012	1.043	928
Administrationsomkostninger	-4.633	-4.909	-5.220	-4.877	-4.615
Afskrivninger samlet	4.103	4.674	4.742	4.581	4.064
Core driftsomkostninger i alt	-50.988	-51.779	-49.137	-47.683	-48.380
Core DO fra salg før afskrivninger (EBITDA)	12.556	12.532	12.465	13.082	13.195
Afskrivning fratrukket salg af im/mat.aktiver	-4.201	-4.708	-4.708	-4.607	-4.077
Core DO fra salg før skat (EBIT)	8.355	7.824	7.757	8.475	9.118
Skat driftsoverskud fra salg	-2.257	-3.180	-2.575	-2.605	-2.546
DO fra salg efter skat i alt NOPAT	6.098	4.644	5.182	5.870	6.572
Core andet driftsoverskud					
Andre driftsindtægter netto	369	235	198	113	68
Skat andre driftsindtægter netto	-90	-55	-44	-25	-15
Associerede virksomheder og joint ventures efter skat	408	364	324	262	130
Anden totalindkomst ass. virksomhed efter skat	-3	-2	3	-12	4
Core andet driftsoverskud efter skat i alt	684	542	481	338	187
Core driftsoverskud i alt	6.782	5.185	5.663	6.208	6.759
Usædvanlige driftsposter					
Nettogevinst/tab ved salg af im/materielle aktiver	98	34	-34	26	13
Særlige poster netto	-1.353	-8.659	251	-4.565	-88
Skat af usædvanlige driftsposter	307	2.027	-48	999	17
Pensionsforpligtelser efter skat	-1.208	-334	-957	1.266	392
Skat vedr. poster der ikke klassificeres igen	-118	84	55	-141	-33
Usædvanlige poster efter skat i alt	-2.274	-6.848	-733	-2.415	301
Driftsoverskud efter skat ialt	4.508	-1.663	4.931	3.793	7.059
Core finansielle poster					
Finansielle omkostninger	-1.439	-1.266	-1.034	-775	-579
Finansielle indtægter	245	173	152	144	153
Skat af netto core finansielle poster	293	257	194	139	94
Core netto finans. poster efter skat i alt	-901	-836	-688	-492	-332
Usædvanlige finansielle poster					
Kapitaliserede finansielle udgifter	12	7	3	4	10
Værdiforringelse af finansielle aktiver	-1	0	0	0	0
Renteomk. på ydelsesbas. pensionsordning	-371	-349	-296	-250	-232
Øvrige finansielle omkostninger	-198	-235	-691	-278	-279
Terminsforretninger	0	0	0	-292	0

Kurstab netto	0	-178	-148	0	0
Sikringsinstrumenter valuta	226	68	564	0	0
Valutagevinster netto	65	0	0	484	36
Andre finansielle indtægter	25	45	30	23	14
Ydelsesbaserede pensionsordninger	245	204	173	152	155
Skat usædvanlige finansielle poster	-1	103	80	35	65
Valutakursreg. udenlandsk virksomhed efter skat	-16.938	-3.824	5.843	-3.842	-2.754
Værdireg. sikringsinstrument efter skat	162	-361	107	-280	-555
Usædvanlige finans. poster netto efter skat i alt	-16.774	-4.520	5.665	-4.244	-3.540
Totalindkomst inkl. minoritetsinteresser	-13.167	-7.019	9.908	-944	3.187
Minoritetsinteressers resultatandel	-825	-604	-393	-499	-855
Totalindkomst ordinære aktionærer	-13.992	-7.623	9.515	-1.443	2.332
Skatteberegning					
Skatte procent	24,50	23,50	22,00	22,00	22,00
Rapporteret skatteomkostning	-1.748	-849	-2.392	-1.458	-2.386
Skat core finansielle poster	-293	-257	-194	-139	-94
Skat usædvanlige finansielle poster	1	-103	-80	-35	-65
Skat usædvanlige poster	-307	-2.027	48	-999	-17
Skat core andet driftsoverskud	90	55	44	25	15
i alt	-2.257	-3.180	-2.575	-2.605	-2.546

Bilag 4 reformulerede balance	2014	2015	2016	2017	2018
MIO DKK Carlsberg					
Driftsaktiver					
Goodwill	52.546	50.270	52.864	50.497	50.929
Varemærker	26.016	19.702	21.646	15.690	14.723
Andre immaterielle rettigheder	3.192	2.948	2.226	1.606	1.216
Immaterielle langfristede driftsaktiver	81.754	72.920	76.736	67.793	66.868
Grunde og bygninger	10.455	10.030	9.722	9.274	9.815
Produktionsanlæg og maskiner	13.494	11.695	11.363	10.928	11.513
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	4.799	4.953	4.725	4.123	4.066
Materielle langfristede driftsaktiver	28.748	26.678	25.810	24.325	25.394
Kapitalandele i associerede virksomheder	4.277	4.676	4.701	4.266	4.562
Anden gæld/garantiforpligtelser	-1.442	-1.899	-3.199	-3.757	-6.186
Udskudt skat	-7.105	-5.924	-6.250	-5.601	-5.659
Udskudt skatteaktiv	1.430	1.697	1.610	1.663	1.693
Hensættelser	-2.646	-3.374	-3.642	-3.611	-3.827
Pensionsforpligt. Og lignende	-4.580	-5.235	-4.878	-3.351	-2.908
Andre langfristede driftsaktiver netto	-10.066	-10.059	-11.658	-10.391	-12.325
Anlægs kapital	100.436	89.539	90.888	81.727	79.937
Råvarer og hjælpematerialer	2.246	1.743	1.716	1.625	1.891
Varer under fremstilling	296	299	282	269	308
Færdigvarer	1.956	1.775	1.965	1.940	2.236
Tilgodehavender fra salg	6.872	5.729	5.485	4.611	5.084
Selskabsskat	196	324	278	181	213
Andre tilgodehavender	2.614	2.532	2.488	2.138	1.925
Periodeafgrænsningsposter	977	1.074	1.137	1.026	840
Aktiver bestemt for salg	1.068	469	125	0	0
Kortfristede driftsaktiver	16.225	13.945	13.476	11.790	12.497
Indløsningsforpligt. Emballage	2.046	1.819	1.681	1.576	1.583
Selskabsskat	775	601	935	931	878
Leverandørgæld	12.031	12.260	13.497	13.474	16.199
Kreditinstitutter øvrige	0	3.103	7.424	0	5.602
Anden gæld	9.326	9.794	8.233	7.645	7.488
Hensættelser/provisioner	510	648	722	591	1.100
Forpligtelser relateret til salg	0	88	15	0	0
Kortfristede driftsforpligtelser	24.688	28.313	32.507	24.217	32.850
Arbejdskapital	-8.463	-14.368	-19.031	-12.427	-20.353
Netto driftsaktiver	91.973	75.171	71.857	69.300	59.584
Finansielle aktiver					
Andre finansielle tilgodehavender	2.131	1.854	1.071	952	1.097
Likvide beholdninger	2.418	3.131	3.502	3.462	5.589
Finansielle aktiver i alt	4.549	4.985	4.573	4.414	6.686

Finansielle forpligtelser					
Realkreditinstitutter langfristet gæld	28.893	25.988	18.489	22.215	16.697
Kreditinstitutter langfristet gæld	8.290	4.202	1.114	21	35
Realkreditinstitutter kortfristet gæld	369	225	193	36	0
Kreditinstitutter kortfristet gæld	1.442	1.212	1.443	773	526
Anden gæld lån	24	9	7	40	1.105
Realkreditinstitutter	1.457	1.248	420	0	0
Anden gæld lån	50	41	1.114	1.104	18
Finansielle forpligtelser i alt	40.525	32.925	22.780	24.189	18.381
Netto finansielle forpligtelser	35.976	27.940	18.207	19.775	11.695
Minoritetsinteresser	3.560	3.742	2.839	2.595	2.587
Egenkapital ultimo ordinære aktionærer	52.437	43.489	50.811	46.930	45.302
Egenkapital inkl. minoritetsinteresser	55.997	47.231	53.650	49.525	47.889
Samlet finansiering	91.973	75.171	71.857	69.300	59.584
Kontrol					
NDA-NFF	55.997	47.231	53.650	49.525	47.889
EK+MIN	55.997	47.231	53.650	49.525	47.889
NFF+EK	91.973	75.171	71.857	69.300	59.584
NDA	91.973	75.171	71.857	69.300	59.584

Bilag 5 reformuleret pengestrømsopgørelse	2014	2015	2016	2017	2018
MIO DKK Carlsberg					
Pengestrømme fra driftsaktivitet	7.405	10.140	9.329	11.834	12.047
Netto finansielle udgifter efter skat	1.506	1.391	782	318	673
	8.911	11.531	10.111	12.152	12.720
Officielle pengestrømme fra investeringsaktivitet	-6.735	-2.618	-713	-3.154	-5.891
Frie Cash Flow (FFC)	2.176	8.913	9.398	8.998	6.829
Pengestrøm fra finansieringsaktivitet					
Netto gældsfinansiering					
Netto finansielle udgifter efter skat	1.506	1.391	782	318	673
Fremmedfinansiering	-82	4.557	6.752	5.239	123
Ændring likvide beholdninger	-1.145	947	-589	1.020	2.358
	279	6.895	6.945	6.577	3.154
Egenkapitalfinansiering					
Betalt udbytte	1.633	1.886	1.990	2.263	3.270
Køb/salg af egne aktier netto	264	132	463	158	405
	1.897	2.018	2.453	2.421	3.675
Samlet finansieringsstrøm	2.176	8.913	9.398	8.998	6.829

Bilag 6 finansiel analyse	2015	2016	2017	2018
Carlsberg				
ROE før min	-13,60%	19,64%	-1,83%	6,54%
ROE	-15,89%	20,18%	-2,95%	5,06%
ROIC	-1,99%	6,71%	5,37%	10,96%
FGear	66,60%	48,90%	38,90%	34,10%
R	16,76%	-21,58%	24,94%	24,61%
SPREAD	-18,75%	28,28%	-19,57%	-13,66%
MIA	1,169	1,027	1,614	0,773
ROIC	-1,99%	6,71%	5,37%	10,96%
OG	-2,59%	8,00%	6,24%	11,47%
AOH	0,770	0,838	0,861	0,956
1/AOH	1,299	1,193	1,161	1,047
Core Roic				
Core DO salg/NDA	5,56%	7,05%	8,32%	10,20%
+ Core andet driftsoverskud/NDA	0,65%	0,65%	0,48%	0,29%
+ usædvanlige poster driftsoverskud/NDA	-8,20%	-0,99%	-3,42%	0,47%
= ROIC	-1,99%	6,71%	5,37%	10,96%
Core OG salg	7,22%	8,41%	9,66%	10,67%
AOH	0,770	0,838	0,861	0,956
Core r				
Core NFO/NFF	2,61%	2,98%	2,59%	2,11%
+ usædvanlige finansielle poster/NFF	14,14%	-24,56%	22,35%	22,50%
= r	16,76%	-21,58%	24,94%	24,61%

Bilag 7 finansiel analyse	2015	2016	2017	2018
Carlsberg				
Bruttoavanceprocent	48,02%	49,36%	50,09%	49,20%
Indeks nettoomsætning	101	97	96	97
Indeks produktionsomkostninger	102	95	93	96
Indeks salgs- og distributionsomk.	102	99	97	93
Indeks administrationsomkostninger	106	113	105	100
Indeks immaterielle anlægsaktiver	89	94	83	82
Indeks materielle anlægsaktiver	93	90	85	88
Indeks finansielle anlægsaktiver	78	51	55	33
Margin EBITDA	19,49%	20,24%	21,53%	21,43%
Margin EBIT	12,17%	12,59%	13,95%	14,81%
Margin Nopat	7,22%	8,41%	9,66%	10,67%
Core andet driftsoverskud	0,84%	0,78%	0,56%	0,30%
Usædvanlige driftsposter	-10,65%	-1,19%	-3,97%	0,49%
Samlet OG	-2,59%	8,00%	6,24%	11,47%
Dekomponering af 1/AOH				
Varebeholdninger	0,065	0,063	0,064	0,067
Tilgodehavender fra salg	0,098	0,091	0,083	0,079
Netto andre kortfristede driftsaktiver	-0,151	-0,216	-0,184	-0,171
Leverandørgæld	-0,189	-0,209	-0,222	-0,241
Arbejdskapital	-0,178	-0,271	-0,259	-0,266
Immaterielle langfristede aktiver	1,203	1,215	1,189	1,093
Materielle langfristede aktiver	0,431	0,426	0,413	0,404
Andre langfristede driftsaktiver netto	-0,156	-0,176	-0,181	-0,184
Anlægskapital	1,477	1,464	1,420	1,313
Netto driftsaktiver	1,299	1,193	1,161	1,047

Bilag 8 finansiel analyse	2015	2016	2017	2018
Carlsberg				
Årlige ændringer procent				
Resultatopgørelse				
Nettoomsætning	1,21%	4,21%	-1,36%	1,33%
Driftsomkostninger	1,55%	-5,10%	-2,96%	1,46%
EBITDA	-0,19%	-0,54%	4,95%	0,86%
Afskrivninger	12,07%	0,00%	-2,15%	-11,50%
EBIT	-6,36%	-0,86%	9,26%	7,58%
Skat EBIT	40,90%	-19,03%	1,17%	-2,23%
NOPAT	-23,84%	11,59%	13,28%	11,96%
Core andet driftsoverskud	-20,76%	-11,26%	-29,73%	-44,68%
Usædvanlige driftsposter	201,19%	-89,30%	229,47%	-112,46%
Driftsoverskud i alt	-136,89%	-396,45%	-23,06%	83,13%
Core netto finansielle poster	-7,21%	-17,70%	-28,49%	-32,52%
Usædvanlige finansielle poster	-73,05%	-225,35%	-174,92%	-16,58%
Totalindkomst før minoriteter	-46,69%	-241,16%	-109,53%	-437,61%
Minoritetsinteresser	-26,79%	-34,93%	26,97%	71,34%
Totalindkomst ordinære aktionærer	-45,52%	-224,82%	-115,17%	-261,61%
Balancer				
Tilgodehavende fra salg	-16,63%	-4,26%	-15,93%	10,26%
Varebeholdninger	-15,14%	3,83%	-3,26%	15,68%
Netto andre kortfristede driftsaktiver	49,37%	28,56%	-50,62%	84,82%
Leverandørgæld	1,90%	10,09%	-0,17%	20,22%
Arbejdskapital	69,77%	32,45%	-34,70%	63,78%
Immaterielle langfristede aktiver	-10,81%	5,23%	-11,65%	-1,36%
Materielle langfristede aktiver	-7,20%	-3,25%	-5,75%	4,40%
Andre langfristede driftsaktiver netto	-0,07%	15,90%	-10,87%	18,61%
Anlægs kapital	-10,85%	1,51%	-10,08%	-2,19%
Netto driftsaktiver	-18,27%	-4,41%	-3,56%	-14,02%
Netto finansielle forpligtelser	-22,34%	-34,84%	8,61%	-40,86%
Minoritetsinteresser	5,11%	-24,13%	-8,60%	-0,31%
EK ultimo ordinære aktionærer	-17,06%	16,84%	-7,64%	-3,47%

Bilag 9 reformuleret egenkapitalopgørelse	2014	2015	2016	2017	2018
1.000 DKK Royal Unibrew					
Primosaldo	2.132.977	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151
Heraf minoriteter, som fratrækkes					
Egenkapital ekskl. minoriteter	2.132.977	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151
Transaktioner med ejere					
Køb af egne aktier	0	-292.548	-443.584	-507.589	-484.090
Akkvisition					-29.000
Aktiebaseret vederlæggelse	9.900	9.900	9.900	5.651	7.700
Skat af egenkapitalbevægelser aktionærer	2.800	7.202	5.051	1.756	3.026
Betalt udbytte til aktionærer	0	-373.957	-385.801	-426.527	-450.874
Transaktioner med ejere i alt	12.700	-649.403	-814.434	-926.709	-953.238
Totalindkomst					
Årets resultat					1.039.946
Heraf minoritetsinteresser					969
Årets resultat ekskl. minoritetsinteresser	624.165	711.427	783.751	830.659	1.040.915
Anden totalindkomst	64.609	56.610	11.290	361	-5.847
Skat af anden totalindkomst	-16.100	-2.180	-3.966	-1.537	3.092
Totalindkomst i alt ordinære aktionærer	672.674	765.857	791.075	829.483	1.038.160
Egenkapital ultimo ordinære aktionærer	2.818.351	2.934.805	2.911.446	2.814.151	2.899.073
Minoriteters andel af egenkapital	0	0	0	0	9.083
Egenkapital ultimo inkl. minoriteter	2.818.351	2.934.805	2.911.446	2.814.151	2.908.156
Kontrol:					
Egenkapital ultimo ifølge officiel egenkapitalopgørelse	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151	2.899.073
Egenkapital ultimo ifølge reform. egenkapitalopgørelse	2.818.351	2.934.805	2.911.446	2.814.151	2.899.073
Ifølge officiel egenkapitalopgørelse	672.674	765.857	791.006	829.483	1.038.160
Ifølge officiel totalindkomstopgørelse	672.674	765.857	791.075	829.483	1.038.160
Der er en difference på 69 i de to officielle opgørelser s. side 66 og 69 i Årsrapport 2016					
Den er i denne opgave reguleret under posten "anden totalindkomst" i egenkapitalopgørelsen					

Bilag 10 reformuleret resultatopgørelse	2014	2015	2016	2017	2018
1.000 DKK Royal Unibrew					
Core nettoomsætning	6.044.499	6.028.604	6.337.255	6.370.865	7.294.122
Produktionsomkostning	-2.906.089	-2.857.459	-3.053.150	-3.084.314	-3.471.098
Salgs og distributionsomkostning	-1.987.350	-1.922.282	-1.981.803	-1.956.367	-2.167.325
Tab til gode salg	11.399	3.511	3.121	13.521	3.964
Administrationsomkostning	-336.241	-335.418	-304.734	-275.104	-320.272
Afskrivninger samlet	303.724	308.322	304.987	293.192	333.907
Core driftsomkostninger	-4.914.557	-4.803.326	-5.031.579	-5.009.072	-5.620.824
EBITDA	1.129.942	1.225.278	1.305.676	1.361.793	1.673.298
Afskrivninger	-304.719	-310.368	-294.654	-296.665	-346.160
EBIT	825.223	914.910	1.011.022	1.065.128	1.327.138
Skat på EBIT	-190.999	-201.140	-222.906	-231.105	-291.964
Core DO fra salg efter skat NOPAT	634.224	713.770	788.116	834.023	1.035.174
Core andet driftsoverskud efter skat	35.946	32.172	27.968	19.313	20.587
Core driftsoverskud efter skat i alt	670.170	745.942	816.084	853.337	1.055.761
Usædvanlige driftsposter efter skat	52.418	48.880	-8.265	2.628	9.809
Driftsoverskud i alt efter skat	722.588	794.822	807.820	855.965	1.065.571
Core netto finansielle poster efter skat	-50.449	-38.886	-21.679	-17.357	-23.615
Usædvanlige finansielle poster efter skat	535	9.921	4.935	-9.124	-4.764
Netto finans. omkostning efter skat	-49.914	-28.965	-16.745	-26.482	-28.380
Totalindkomst inkl. minoritetsint.	672.674	765.857	791.075	829.483	1.037.191
Minoritetsinteressers resultatandel					969
Totalindkomst i alt ordin. Aktionær	672.674	765.857	791.075	829.483	1.038.160
Skatteberegning					
Skatte procent	24,5	23,5	22	22	22
Rapporteret skatteomkostning	-176.439	-190.879	-213.833	-224.961	-287.780
Skat core finansielle poster	-16.371	-11.945	-6.115	-4.896	-6.661
Skat usædvanlige finansielle poster	1.198	862	-732	-2.265	-496
Skat usædvanlige poster	244	481	-2.273	764	2.696
Skat core andet driftsoverskud	369	341	47	253	277
i alt	-190.999	-201.140	-222.906	-231.105	-291.964

Bilag 11 Udvidet reformuleret resultatopgørelse					
	2014	2015	2016	2017	2018
1.000 DKK Royal Unibrew					
Nettoomsætning	6.055.898	6.032.115	6.340.376	6.384.386	7.298.086
Tab til gode salg	-11.399	-3.511	-3.121	-13.521	-3.964
Core nettoomsætning	6.044.499	6.028.604	6.337.255	6.370.865	7.294.122
Produktionsomkostning	-2.906.089	-2.857.459	-3.053.150	-3.084.314	-3.471.098
Salgs og distributionsomkostning	-1.987.350	-1.922.282	-1.981.803	-1.956.367	-2.167.325
Tab til gode salg	11.399	3.511	3.121	13.521	3.964
Administrationsomkostning	-336.241	-335.418	-304.734	-275.104	-320.272
Afskrivninger samlet	303.724	308.322	304.987	293.192	333.907
Core driftsomkostninger	-4.914.557	-4.803.326	-5.031.579	-5.009.072	-5.620.824
Core DO fra salg (EBITDA)	1.129.942	1.225.278	1.305.676	1.361.793	1.673.298
Afskrivning u/ salg af im/mat.aktiver	-304.719	-310.368	-294.654	-296.665	-346.160
Core driftsoverskud fra salg (EBIT)	825.223	914.910	1.011.022	1.065.128	1.327.138
Skat driftsoverskud fra salg	-190.999	-201.140	-222.906	-231.105	-291.964
Driftsoverskud fra salg NOPAT	634.224	713.770	788.116	834.023	1.035.174
Core andet driftsoverskud					
Andre indtægter	1.507	1.452	213	1.148	1.257
Skat af andre indtægter	-369	-341	-47	-253	-277
Kapitaland. Assoc. Virksomheder	34.808	31.061	27.802	18.418	19.607
Core andet DO efter skat i alt	35.946	32.172	27.968	19.313	20.587
Core driftsoverskud i alt	670.170	745.942	816.084	853.337	1.055.761
Usædvanlige driftsposter					
Netto ved salg af im/mat. Aktiver	995	2.046	-10.333	3.473	12.253
Skat ved salg af im/mat. Aktiver	-244	-481	2.273	-764	-2.696
Opskrivning langfristede aktiver	70.000	39.000	0	0	0
Skat Opskrivning langfristede aktiver	-16.100	2.461	0	0	0
Aktuarmæssig gevinst pensionsord.	-2.791	7.398	-256	-104	314
Skat aktuarmæssig gevinst pensionsord.	558	-1.544	51	23	-62
Usædvanlige poster efter skat i alt	52.418	48.880	-8.265	2.628	9.809
Driftsoverskud efter skat ialt	722.588	794.822	807.820	855.965	1.065.571
Core finansielle poster					
Realkreditinstitutter	-33.849	-32.321	-16.775	-13.614	-8.168
Krediinstitutter	-33.033	-18.510	-11.019	-8.639	-20.013
Leasing	0	0	0	0	-2.095
Renter likvide beholdninger	62	0	0	0	0
Skat	16.371	11.945	6.115	4.896	6.661
Core netto finans. poster efter skat i alt	-50.449	-38.886	-21.679	-17.357	-23.615
Usædvanlige finansielle poster					
factoring	0	0	-3.535	-3.562	0
Leverandører	0	0	0	0	-832

Terminsforretninger	-1.585	-170	-21	-209	-156
Kursreg. Tilgodehavender	0	0	-128	-3.624	0
Kursreg. Likvide midler og lån	0	-3.441	-719	-1.888	-2.319
Øvrige finansielle indtægter	-129	-28	-2.765	-2.911	-2.763
Likvide beholdning og omkost.	805	0	0	0	0
Leverandører	461	0	348	551	0
Kursreg. Tilgode fra salg	3.296	2.295	0	0	1.447
koncerninterne lån	561	0	1.481	333	194
Terminsforretninger	0	179	861	997	1.683
Øvrige finans. Indtægter	1.482	4.833	1.152	19	493
skat Øvrige finans. Indtægter	-1.198	-862	732	2.265	496
Val.kursreg. udenlandsk virks efter skat	-14.184	5.374	-9.180	-5.232	9.738
Værdireg.sikringsinstrum.	11.026	1.741	16.709	4.137	-12.745
Usædv. finans post netto efter skat i alt	535	9.921	4.935	-9.124	-4.764
Totalindkomst inkl. minoritetsint.	672.674	765.857	791.075	829.483	1.037.191
Minoritetsinteressers resultatandel					969
Totalindkomst ordinære aktionærer	672.674	765.857	791.075	829.483	1.038.160
Skatteberegning					
Skatte procent	24,50	23,50	22,00	22,00	22,00
Rapporteret skatteomkostning	-176.439	-190.879	-213.833	-224.961	-287.780
Skat core finansielle poster	-16.371	-11.945	-6.115	-4.896	-6.661
Skat usædvanlige finansielle poster	1.198	862	-732	-2.265	-496
Skat usædvanlige poster	244	481	-2.273	764	2.696
Skat core andet driftsoverskud	369	341	47	253	277
i alt	-190.999	-201.140	-222.906	-231.105	-291.964

Bilag 12 reformuleret balance	2014	2015	2016	2017	2018
1.000 DKK Royal Unibrew					
Driftsaktiver					
Goodwill	1.451.828	1.455.776	1.449.465	1.451.150	2.124.891
Varemærker	1.233.341	1.233.475	1.230.330	1.232.067	1.769.089
Distributionsrettigheder	206.768	195.030	182.083	170.092	159.759
Kunderelationer	49.310	35.881	22.243	8.757	54.145
Immaterielle langfrist. driftsakt.	2.941.247	2.920.162	2.884.121	2.862.066	4.107.884
Projektudviklingsejendomme	238.439	197.506	0	0	0
Grunde og bygninger	1.216.077	1.158.911	1.106.407	1.064.927	1.114.115
Produktionsanlæg og maskiner	830.672	803.267	719.358	747.296	803.965
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	239.003	214.880	222.341	236.533	247.852
Materielle anlægsaktiver under udførsel	45.558	63.660	94.068	72.795	141.093
Leasing af materielle anlægsaktiver	0	0	0	0	222.752
Materielle langfrist. driftsaktiv	2.569.749	2.438.224	2.142.174	2.121.551	2.529.777
Kapitaland. Ass. Virksomheder	136.249	135.371	143.978	127.911	124.462
Andre kapitalandele	14.449	7.704	7.734	7.738	7.733
Andre tilgodehavender	2.319	4.021	2.340	1.880	4.657
Udskudt skat	-431.774	-375.396	-362.117	-378.231	-542.328
Anden gæld	-24.713	-14.164	-13.556	-12.960	-44.485
Andre langfrist. driftsaktiv	-303.470	-242.464	-221.621	-253.662	-449.961
Anlægskapital	5.207.526	5.115.922	4.804.674	4.729.955	6.187.700
Råvarer og hjælpematerialer	109.120	121.048	120.456	134.563	202.658
Varer under fremstilling	21.880	26.830	24.057	21.808	21.809
Færdigvarer	181.041	168.830	191.431	178.967	215.209
Tilgodehavender fra salg	473.569	516.953	512.369	558.409	626.975
Selskabsskat	0	0	0	16.164	0
Andre tilgodehavender	62.751	53.485	21.747	29.032	39.503
Periodeafgrænsningsposter	20.011	21.714	18.677	33.693	35.842
Kortfristede driftsaktiver	868.372	908.860	888.737	972.636	1.141.996
Indløs.forpligtelse returemb.	132.942	129.750	125.725	128.224	128.799
Selskabsskat	22.156	7.044	21.196	0	9.761
Leverandørgæld	810.529	913.762	858.149	1.025.688	974.930
Anden offentlig gæld	339.481	457.645	399.102	388.339	324.808
Anden gæld	399.848	397.824	386.823	350.373	445.081
Hensættelser	0	0	0	20.846	16.428
Kortfristede driftsforplig.	1.704.956	1.906.025	1.790.995	1.913.470	1.899.807
Arbejdskapital	-836.584	-997.165	-902.258	-940.834	-757.811
Netto driftsaktiver	4.370.942	4.118.757	3.902.416	3.789.121	5.429.889
Finansielle aktiver					
Likvide beholdninger	491.453	333.185	6.917	684.626	145.151
Finansielle aktiver i alt	491.453	333.185	6.917	684.626	145.151

Finansielle forpligtelser					
Realkredit langfristet gæld	1.012.807	1.000.325	859.220	858.328	855.347
Kreditinstitut langfristet gæld	859.108	461.675	0	381.179	1.709.582
Realkredit kortfristet gæld	164.480	14.203	4.761	3.720	3.572
Kreditinstitut kortfristet gæld	7.649	40.934	133.975	416.369	98.383
Finansielle forpligtelser i alt	2.044.044	1.517.137	997.956	1.659.596	2.666.884
Netto finansielle forpligtelser	1.552.591	1.183.952	991.039	974.970	2.521.733
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	9.083
EK ultimo ordinære aktionærer	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151	2.899.073
EK ultimo inkl. minoritetsint.	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151	2.908.156
Samlet finansiering	4.370.942	4.118.757	3.902.416	3.789.121	5.429.889
Kontrol:					
NDA-NFF	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151	2.908.156
EK+MIN	2.818.351	2.934.805	2.911.377	2.814.151	2.908.156
NFF+EK	4.370.942	4.118.757	3.902.416	3.789.121	5.429.889
NDA	4.370.942	4.118.757	3.902.416	3.789.121	5.429.889

Bilag 13 reformuleret pengestrømsopgørelse		2014	2015	2016	2017	2018
1.000 DKK Royal unibrew						
Pengestrømme fra driftsaktivitet		895.441	1.159.777	984.732	1.168.224	1.214.257
Netto finansielle udgifter (efter skat)		44.613	35.640	20.959	22.452	22.386
		940.054	1.195.417	1.005.691	1.190.676	1.236.643
Officielle pengestrømme fra investeringsakt.		-69.181	-122.790	37.504	-218.026	-1.621.524
Frie Cash Flow (FFC)		870.873	1.072.627	1.043.195	972.650	-384.881
Pengestrøm fra finansieringsaktivitet						
Netto gældsfinansiering						
Netto finansielle udgifter (efter skat)		44.613	35.640	20.959	22.452	22.386
provenu ved forøget træk på kreditfaciliteter		-425.788	-200.000	-400.000	-901.274	-1.215.548
Afdrag på kreditfaciliteter		1.004.674	730.352	917.918	240.000	421.559
Nye leasing aktiviteter		0	0	0	0	-4.649
Ændring likvide beholdninger		247.374	-159.870	-325.067	677.356	-543.593
		870.873	406.122	213.810	38.534	-1.319.845
Egenkapitalfinansiering						
Betalt udbytte		0	373.957	385.801	426.527	450.874
Køb af egne aktier		0	292.548	443.584	507.589	484.090
		0	666.505	829.385	934.116	934.964
Samlet finansieringsstrøm		870.873	1.072.627	1.043.195	972.650	-384.881

Bilag 14 finansiel analyse		2015	2016	2017	2018
Royal Unibrew					
ROE før min		26,62%	27,06%	28,97%	36,25%
ROE		26,62%	27,06%	28,97%	36,34%
ROIC		18,72%	20,14%	22,26%	23,12%
FGEAR		47,60%	37,20%	34,30%	61,10%
R		2,12%	1,54%	2,69%	1,62%
SPREAD		16,61%	18,60%	19,56%	21,49%
MIA		1,000	1,000	1,000	1,003
ROIC		18,72%	20,14%	22,26%	23,12%
OG		13,18%	12,75%	13,44%	14,61%
AOH		1,420	1,580	1,657	1,582
1/AOH		0,704	0,633	0,604	0,632
Core Roic					
Core DO salg/NDA		16,81%	19,65%	21,69%	22,46%
+ Core andet driftsoverskud/NDA		0,76%	0,70%	0,50%	0,45%
+ usædvanlige poster driftsoverskud/NDA		1,15%	-0,21%	0,07%	0,21%
= ROIC		18,72%	20,14%	22,26%	23,12%
Core OG salg		11,84%	12,44%	13,09%	14,19%
AOH		1,420	1,580	1,657	1,582
Core r					
Core NFO/NFF		2,84%	1,99%	1,77%	1,35%
+ usædvanlige finansielle poster/NFF		-0,73%	-0,45%	0,93%	0,27%
= r		2,12%	1,54%	2,69%	1,62%

Bilag 15 finansiel analyse	2015	2016	2017	2018
Royal Unibrew				
Bruttoavanceprocent	52,60%	51,82%	51,59%	52,41%
Indeks nettoomsætning	100	105	105	121
Indeks produktionsomkostninger	98	105	106	119
Indeks salgs- og distributionsomk.	97	100	98	109
Indeks administrationsomkost.	100	91	82	95
Indeks immaterielle anlægsaktiver	99	98	97	140
Indeks materielle anlægsaktiver	95	83	83	98
Indeks finansielle anlægsaktiver	76	64	63	162
Margin EBITDA	20,32%	20,60%	21,38%	22,94%
Margin EBIT	15,18%	15,95%	16,72%	18,20%
Margin Nopat	11,84%	12,44%	13,09%	14,19%
Core andet driftsoverskud	0,53%	0,44%	0,30%	0,28%
Usædvanlige driftsposter	0,81%	-0,13%	0,04%	0,13%
Dekomponering af 1/AOH				
Varebeholdninger	0,052	0,051	0,053	0,053
Tilgodehavender fra salg	0,082	0,081	0,084	0,081
Netto andre kortfristede driftsaktiver	-0,143	-0,143	-0,134	-0,114
Leverandørgæld	-0,143	-0,140	-0,148	-0,137
Arbejdskapital	-0,152	-0,150	-0,145	-0,116
Immaterielle langfristede aktiver	0,486	0,458	0,451	0,478
Materielle langfristede aktiver	0,415	0,361	0,335	0,319
Andre langfristede driftsaktiver netto	-0,045	-0,037	-0,037	-0,048
Anlægskapital	0,856	0,783	0,748	0,748
Netto driftsaktiver	0,704	0,633	0,604	0,632

Bilag 16 finansiel analyse	2015	2016	2017	2018
Royal Unibrew				
Årlige ændringer procent				
Resultatopgørelse				
Nettoomsætning	-0,26%	5,12%	0,53%	14,49%
Driftsomkostninger	-2,26%	4,75%	-0,45%	12,21%
EBITDA	8,44%	6,56%	4,30%	22,87%
Afskrivninger	1,85%	-5,06%	0,68%	16,68%
EBIT	10,87%	10,51%	5,35%	24,60%
Skat EBIT	5,31%	10,82%	3,68%	36,33%
NOPAT	12,54%	10,42%	5,82%	24,12%
Core andet driftsoverskud	-10,50%	-13,07%	-30,95%	6,60%
Usædvanlige driftsposter	-6,75%	-116,91%	-131,80%	273,25%
Driftsoverskud i alt	10,00%	1,64%	5,96%	24,49%
Core netto finansielle poster	-22,92%	-44,25%	-19,93%	36,05%
Usædvanlige finansielle poster	1754,39%	-50,26%	-284,88%	-47,79%
Totalindkomst før minoriteter	13,85%	3,29%	4,86%	25,04%
Minoritetsinteresser	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%
Totalindkomst ordinær aktionærer	13,85%	3,29%	4,86%	25,16%
Balancer				
Tilgodehavende fra salg	9,16%	-0,89%	8,99%	12,28%
Varebeholdninger	1,50%	6,07%	-0,18%	31,11%
Netto andre kortfristede driftsaktiver	12,99%	-2,69%	-9,36%	5,02%
Leverandørgæld	12,74%	-6,09%	19,52%	-4,95%
Arbejdskapital	19,19%	-9,52%	4,28%	-19,45%
Immaterielle langfristede aktiver	-0,72%	-1,23%	-0,76%	43,53%
Materielle langfristede aktiver	-5,12%	-12,14%	-0,96%	19,24%
Andre langfristede driftsaktiver netto	-20,10%	-8,60%	14,46%	77,39%
Anlægs kapital	-1,76%	-6,08%	-1,56%	30,82%
Netto driftsaktiver	-5,77%	-5,25%	-2,90%	43,30%
Netto finansielle forpligtelser	-23,74%	-16,29%	-1,62%	158,65%
Minoritetsinteresser	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EK ultimo ordinære aktionærer	4,13%	-0,80%	-3,34%	3,02%